



გადანუსჯილობა

N გ-26-19/34
22/01/2026

34-გ-26-1-4-202601221420



„მობილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) დადგენის თაობაზე“ საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისიის 2017 წლის 5 სექტემბრის N592/9 გადაწყვეტილებაში ცვლილების შეტანის შესახებ

I. აღწერილობითი ნაწილი

1. საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისიის (შემდგომში „კომისია“) 2006 წლის 20 აპრილის N5 დადგენილებით დამტკიცებული „ავტორიზებული პირების მიერ ხარჯთაღრიცხვისა და დანახარჯების განცალკევებულად განაწილების მეთოდოლოგიური წესების“ 25-ე მუხლის პირველი პუნქტის თანახმად, „კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (WACC) არის მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე ავტორიზებული პირის მიერ განხორციელებული ინვესტიციების ალტერნატიული ღირებულების შეფასების მეთოდი. WACC წარმოადგენს საკუთარი კაპიტალის და ნასესხები კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას.“ ხოლო ამავე მუხლის მე-3 პუნქტის თანახმად, „WACC სატელეკომუნიკაციო საქმიანობისთვის დგინდება კომისიის გადაწყვეტილებით“. ამავე დადგენილების 25-ე მუხლის მე-4 პუნქტის შესაბამისად, „WACC-ის გაანგარიშების მიზნებისთვის კომისია უფლებამოსილია ისარგებლოს საკონსულტაციო ან აუდიტორული კომპანიის მომსახურებით.“
2. „მობილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების დადგენის თაობაზე“ კომისიის 2017 წლის 5 სექტემბრის N592/9 გადაწყვეტილებით მობილური ქსელისთვის დაბეგრამდე კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება დადგინდა 13.72 პროცენტის ოდენობით, ხოლო ფიქსირებული ქსელისთვის-13.69 პროცენტის ოდენობით. 2018 წლის 22 ნოემბრის N655/19 გადაწყვეტილებით N592/9 გადაწყვეტილებაში შევიდა ცვლილება და მობილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (WACC), 14.95 პროცენტის ოდენობით განისაზღვრა.
3. 2022 წლის 30 ივნისის გადაწყვეტილებით 2017 წლის 5 სექტემბრის გადაწყვეტილება N592/9-ში შევიდა ცვლილება და მობილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება განისაზღვრა 14.49%-ით, ხოლო ახალი თაობის ქსელებისთვის (შემდგომში „NGA“) 16.88%-ით.

4. საქართველოში მობილური, ფიქსირებული და NGA ქსელებზე დაშვების ბაზრებისთვის ევროკავშირის ქვეყნების საუკეთესო პრაქტიკის შესაბამისად და სადაც საჭიროა, საქართველოს სპეციფიკური რისკების გათვალისწინებით, WACC არსებული მეთოდოლოგიის გადახედვისა და განახლების მიზნით, 2025 წლის 1 ოქტომბერს გაფორმებული ხელშეკრულების თანახმად, N0110/01-25, სახელმწიფო შესყიდვების შესაბამისი ნომრით: SMP250002166, კომისიას საკონსულტაციო მომსახურება გაუწია კომპანია The Brattle group Limited-მა. (შემდგომში „Brattle“). კომისიასა და Brattle-ს შორის გაფორმებული ხელშეკრულების შესაბამისად ამ უკანასკნელმა განახორციელა საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებისთვის მოქმედი WACC-ის მეთოდოლოგიის ყოვლისმომცველი მიმოხილვა და 2026 წლიდან დაწყებული მომდევნო მარეგულირებელი პერიოდისთვის შეიმუშავა WACC-ის გამოთვლის მეთოდოლოგია და შესაბამისი განაკვეთი მობილურ, ფიქსირებულ და NGA ქსელებზე.
5. პროცესში გათვალისწინებული იყო შემდეგი:
- ა. მოქმედი მეთოდოლოგია, როგორც ეს ასახულია კომისიის 2022 ¹ წლის 30 ივნისის გადაწყვეტილებასა და კომისიის დაკვეთით 2020 წელს PricewaterhouseCoopers (შემდგომში „PwC“)-ის მიერ მომზადებულ ანგარიშში²;
 - ბ. ევროკომისიის სახელმძღვანელოებში წარმოდგენილი რეკომენდაციები³;
 - გ. ელექტრონული კომუნიკაციების ევროპული მარეგულირებელი ორგანოს (Body of European Regulators for Electronic Communications „BEREC“)⁴ ანგარიშები;
 - დ. საქართველოში WACC-ის შეფასებისთვის რელევანტური, ქვეყნისთვის დამახასიათებელი სპეციფიკური რისკები, მათ შორის პოტენციური სავალუტო ეფექტები და საქართველოს ბაზრის შედარებით მცირე ზომა;
 - ე. საქართველოს კანონი “ელექტრონული კომუნიკაციების შესახებ” და ქვეყანაში არსებული სხვა შესაბამისი მოქმედი კანონმდებლობა.
6. გადაწყვეტილებაში ასახული, WACC-ში შემავალი ძირითადი პარამეტრების განგარიშებისთვის საჭირო მონაცემები გამოყენებულია 2025 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით (შეფასების თარიღი), რაც წარმოადგენდა ანალიზის განხორციელების მომენტისთვის ხელმისაწვდომ უახლეს ინფორმაციას.
7. კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (WACC) გამოითვლება საკუთარი კაპიტალისა და მოზიდული კაპიტალის (სესხის) ღირებულების შეწონვის საფუძველზე. WACC შეიძლება გამოთვლილ იქნეს როგორც გადასახადამდე, ისე გადასახადის შემდგომი სახით. ევროპის სატელეკომუნიკაციო სექტორის მარეგულირებლების მიერ დადგენილი საუკეთესო პრაქტიკის

¹ „საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისიის 2017 წლის 5 სექტემბრის N592/9 გადაწყვეტილებაში „მობილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) განსაზღვრის შესახებ“ ცვლილების შეტანის თაობაზე“, გ-22-19/306, 2022 წლის 8 ივლისი (ხელმისაწვდომია: <https://comcom.ge/ge/legal-acts/solutions/2022--22-19-306.page>). შემდგომში „კომისიის 2022 წლის გადაწყვეტილება“.

² PwC, „საკონსულტაციო მომსახურება განცალკევებული აღრიცხვის სახელმძღვანელო მითითებების გადახედვისა და განახლებისთვის და WACC-ის გადახედვისა და ხელახალი გამოთვლის მეთოდოლოგიის შემუშავება: WACC-ის მეთოდოლოგია და წინასწარი შედეგები“, 2020 წლის დეკემბერი (ხელმისაწვდომია: <https://comcom.ge/uploads/other/9/9651.pdf>). შემდგომში „PwC-ის 2020 წლის ანგარიში“.

³ ევროკომისია, „კომისიის ანგარიში სპილენძის (legacy) ინფრასტრუქტურის კაპიტალის ღირებულების გამოთვლის შესახებ“ 2019/C 375/01, 2019 წლის 6 ნოემბერი. შემდგომში „ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ“.

⁴ „BEREC-ის ანგარიში WACC-ის პარამეტრების გამოთვლის შესახებ ევროკომისიის 2019 წლის 6 ნოემბრის WACC-ის ანგარიშის შესაბამისად“, 2025 წლის ივნისი. შემდგომში „BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში“.

შესაბამისად, ტარიფების გამოთვლისას გამოყენებული უნდა იქნეს გადასახადამდე WACC, ვინაიდან LRIC მოდელში მოგების გადასახადი დანახარჯებში არ აისახება. WACC-ის გამოთვლის ფორმულა, როგორც გადასახადამდე, ისე გადასახადის შემდგომი, წარმოდგენილია შემდეგნაირად:

$$WACC = R_e \times W_e + R_d \times (1 - T) \times W_d$$

$$W_d = D / (D + E)$$

$$W_e = E / (D + E)$$

დასაბეგრი, გადასახადებამდე $WACC =$ დაბეგრილი, გადასახადების შემდგომ $WACC / (1 - T)$

ფორმულის შემადგენილი თითოეული კომპონენტი განმარტებულია შემდეგნაირად:

- R_d - სასესხო კაპიტალის ღირებულების პროცენტული მაჩვენებელი;
 - R_e -საკუთარი კაპიტალის ღირებულება
 - W_e - საკუთარი კაპიტალის წილი დატვირთულ კაპიტალში;
 - W_d -მოზიდული კაპიტალის (სასესხო ვალდებულების) წილი დატვირთულ კაპიტალში;
 - D - მოზიდული კაპიტალის (სასესხო კაპიტალის) ღირებულება;
 - E - საკუთარი კაპიტალის ღირებულება;
 - T - მოგების გადასახადის ეფექტური განაკვეთი.
8. წინამდებარე დოკუმენტში საკუთარი კაპიტალის ღირებულება შეფასებულია კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის (შემდგომში Capital Asset Pricing Model-„CAPM“) გამოყენებით. CAPM მოდელი მოიცავს ურისკო საპროცენტო განაკვეთის (RFR), ბეტას და საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემიის შეფასებას (ERP). კომისია მიიჩნევს, რომ CAPM-ის გამოყენება მიზანშეწონილია, რადგან აღნიშნული მეთოდი გამოიყენება ევროკავშირის ყველა მარეგულირებლის მიერ და რეკომენდებულია ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებში.
9. გადაწყვეტილების შემდეგი ნაწილი სტრუქტურირებულია CAPM-ისა და სასესხო კაპიტალის ღირებულების ძირითად კომპონენტებზე დაყრდნობით და წარმოდგენილია თითოეული კომპონენტის გამოთვლისთვის ჩატარებული სამუშაოს აღწერა, კერძოდ:
- ურისკო განაკვეთი;
 - საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია;
 - ბეტა, შესადარისი კომპანიების შერჩევა და კაპიტალის სტრუქტურა;
 - სასესხო კაპიტალის ღირებულება;
 - NGA პრემია.
- II. მოზიდული და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება**

II.A. საკუთარი კაპიტალის ღირებულება

II.A.1. ურისკო განაკვეთი

10. ურისკო განაკვეთის განსაზღვრისას საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების გამოყენება შეესაბამება ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებების რეკომენდაციებს და, უფრო ფართო კონტექსტში, საერთაშორისო მარეგულირებელ პრაქტიკას. მარეგულირებელთა უმრავლესობა ურისკო განაკვეთის გამოსათვლელად იყენებს საკუთარი ქვეყნის სახელმწიფო ობლიგაციების

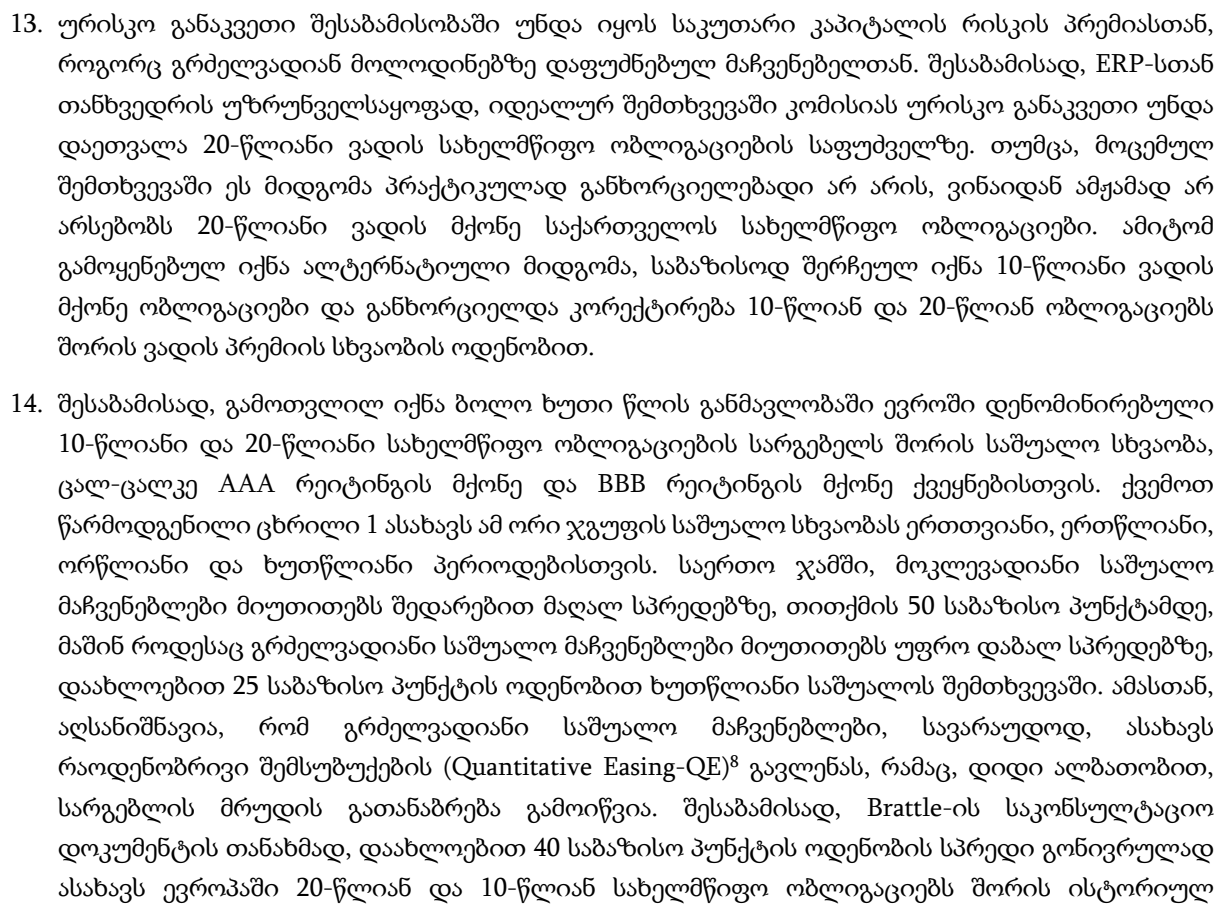
სარგებელს ან, გამონაკლის შემთხვევებში, იმავე ვალუტაში, მიმოქცევაში არსებული ძალიან დაბალი რისკის (AAA რეიტინგის მქონე) ობლიგაციების სარგებელს, რასაც შემდგომ ემატება ქვეყნის რისკის შესაბამისი კორექტირება. აღნიშნული ალტერნატიული მიდგომა არაპრაქტიკულია საქართველოსთვის, ვინაიდან ლარში (GEL) დენომინირებული AAA რეიტინგის მქონე სხვა სახელმწიფო ობლიგაციები არ არსებობს.

11. ურისკო განაკვეთის გამოთვლის მეორე მნიშვნელოვანი ასპექტია საშუალო პერიოდის ხანგრძლივობა. მიუხედავად იმისა, რომ ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები რეკომენდაციას უწევს ხუთწლიან საშუალო პერიოდს⁵, არსებობს სულ მცირე ორი მიზეზი, რის გამოც საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებების WACC-ის გამოსათვლელად ხუთწლიანი საშუალო არ არის მიზანშეწონილი. პირველ რიგში, არ არსებობს იმის ვარაუდის საფუძველი, რომ ბოლო ხუთი წლის ურისკო განაკვეთის საშუალო მნიშვნელობა იქნება მომდევნო მარეგულირებელი პერიოდის ურისკო განაკვეთის საუკეთესო პროგნოზი. სხვა თანაბარ პირობებში, სამომავლო ურისკო განაკვეთის საუკეთესო შეფასებას წარმოადგენს სახელმწიფო ობლიგაციების მიმდინარე საბაზრო განაკვეთი. მეორე მხრივ, არაერთმა ევროპელმა მარეგულირებელმა გადაუხვია ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებს, ვინაიდან ხუთწლიანი საშუალო პერიოდის გამოყენებამ არაგონივრული შედეგები გამოიწვია. შესაბამისად, ევროკომისიისთვის მომზადებულ Brattle-ის ანგარიშში⁶ წარმოდგენილი რეკომენდაციების თანახმად, მიზანშეწონილია საშუალო პერიოდის ერთ წლამდე შემცირება.
12. CAPM ფორმულაში გამოყენებულია ურისკო აქტივის მოსალოდნელი განაკვეთი. ეს თეორიულად მიუთითებს მოკლევადიანი ობლიგაციის გამოყენებაზე, რადგან მხოლოდ მოკლევადიანი ობლიგაცია შეიძლება ჩაითვალოს სრულიად ურისკოდ. თუმცა, პრაქტიკაში ემპირიული ტესტები აჩვენებს, რომ CAPM მოკლევადიანი ურისკო განაკვეთის გამოყენების შემთხვევაში წარმოქმნის რისკ-სარგებლის (ბაზრის) ხაზს, რომელიც „ზედმეტად დახრილია“. ეს ნიშნავს, რომ მოდელი არასაკმარისად აფასებს დაბალი ბეტას მქონე აქციებისთვის საჭირო სარგებელს და ზედმეტად აფასებს მაღალი ბეტას მქონე აქციებისთვის საჭირო სარგებელს. შესაბამისად, მარეგულირებლები, როგორც წესი, ურისკო განაკვეთის დასადგენად იყენებენ გრძელვადიან ობლიგაციებს: 10-წლიანი ან 20-წლიანი ვადის მქონეს.⁷

⁵ ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ, ¶¶31, 35, 65

⁶ Brattle 2016 წლის ანგარიში, §VI.A.4, გვ. 41-43. <https://www.brattle.com/insights-events/publications/report-by-brattle-economists-sets-uniform-guidelines-for-eu-telecommunications-regulators/>

⁷ ემპირიულმა კვლევებმა აჩვენა, რომ CAPM მიდრეკილია გადაჭარბებულად შეაფასოს კაპიტალის ღირებულების რეალური მგრძნობელობა ბეტას მიმართ: დაბალი ბეტას მქონე აქციებს, როგორც წესი, CAPM-ის მიერ პროგნოზირებულზე უფრო მაღალი რისკის პრემია ახასიათებთ, ხოლო მაღალი ბეტას მქონე აქციებს-პროგნოზირებულზე უფრო დაბალი რისკის პრემია. იხ. მაგალითად, Brealey, Myers და Allen, Principles of Corporate Finance, მეათე გამოცემა, McGraw-Hill Irwin, თავი 8, გვ. 195. იხ. ასევე, Fama და French, „კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი: თეორია და მტკიცებულებები“, Journal of Economic Perspectives (2004), ECAPM-ისა და ემპირიული ტესტების შედეგების განხილვისთვის.



5

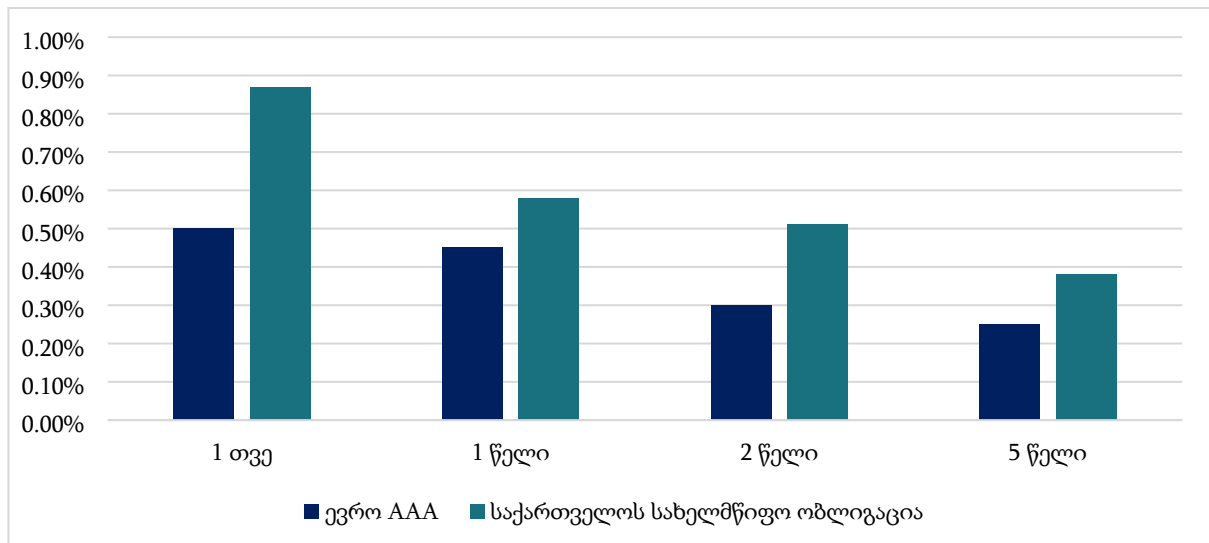
სხვაობას. ეს ასევე შეესაბამება Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშში წარმოდგენილ დასკვნებს, სადაც აღნიშნულია, რომ ურისკო განაკვეთის 40 საბაზისო პუნქტით გაზრდა გონივრულად ასახავს 20-წლიანი ობლიგაციების საშუალო ვადის პრემიის განსხვავებას 10-წლიან ობლიგაციებთან შედარებით.

ცხრილი 1: 20-წლიანი და 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის საშუალო სხვაობა (სპრედი)

ცხრილი 1: 20-წლიანი და 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის საშუალო სხვაობა					
		1 თვე	1 წელი	2 წელი	5 წელი
		[A]	[B]	[C]	[D]
საწყისი	[1]	1/10/2025	1/11/2024	1/11/2023	1/11/2020
დასასრული	[2]	31/10/2025	31/10/2025	31/10/2025	31/10/2025
EURO AAA	[3]	0.48%	0.33%	0.28%	0.23%
EURO BBB	[4]	0.49%	0.43%	0.39%	0.26%
საშუალო	[5]	საშ.([3],[4])	0.48%	0.38%	0.33%
შენიშვნები და წყაროები:					
[3]: მონაცემები ევროპის ცენტრალური ბანკიდან (ECB). 10-წლიანი ობლიგაციები ხელმისაწვდომია: https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/YC/YC.B.U2.EUR.4F.G N A.SV C YM.SR 10Y					
20-წლიანი ობლიგაციები ხელმისაწვდომია: https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/YC/YC.B.U2.EUR.4F.G N A.SV C YM.SR 20Y					
[4]: მონაცემები Refinitiv-იდან. ეს ჯგუფი მოიცავს საბერძნეთს, უნგრეთსა და იტალიას. საბერძნეთის Refinitiv-ის მონაცემებია GR5YT=RR 5-წლიანი ობლიგაციებისთვის და GR10YT=RR 10-წლიანი ობლიგაციებისთვის. უნგრეთის Refinitiv-ის მონაცემებია HU5YT=RR 5-წლიანი ობლიგაციებისთვის და HU10YT=RR 10-წლიანი ობლიგაციებისთვის. იტალიის Refinitiv-ის მონაცემებია IT5YT=RR 5-წლიანი ობლიგაციებისთვის და IT10YT=RR 10-წლიანი ობლიგაციებისთვის.					

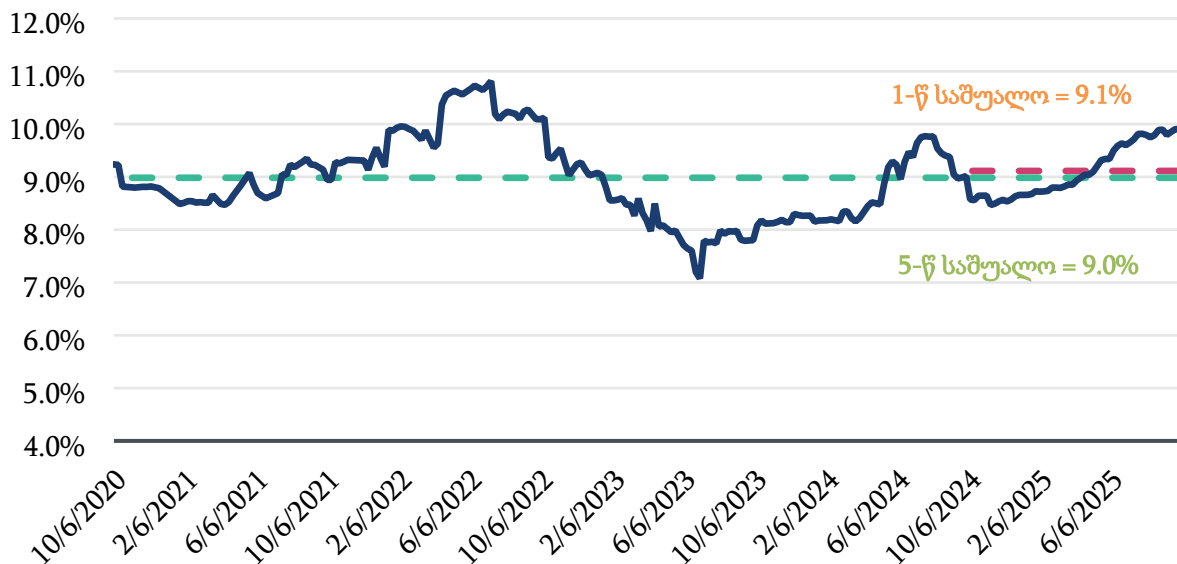
15. 10-წლიან და 20-წლიან ობლიგაციებს შორის სარგებლის სხვაობის, ანუ ვადის პრემიის შეფასება დაეფუძნა ევროში დენომინირებულ ობლიგაციებს. შესაბამისად, არ არის გამორიცხული, რომ 10-წლიან და ჰიპოთეტურ 20-წლიან, ლარში (GEL) დენომინირებულ ობლიგაციებს შორის სხვაობა განსხვავდებოდეს 40 საბაზისო პუნქტისგან. აღნიშნული საკითხის გასათვალისწინებლად, მიზანშეწონილად იქნა მიჩნეული, შესწავლილიყო ევროში დენომინირებულ და საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციებს შორის ვადის პრემიები იმ მოკლე პერიოდის განმავლობაში, რომლისთვისაც ორივე ტიპის ობლიგაციის შესახებ მონაცემები ხელმისაწვდომი იქნებოდა. კერძოდ, შედარებულია 5-წლიანი და 10-წლიანი ობლიგაციების სარგებელი. გრაფიკი 2 აჩვენებს, რომ საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციებისთვის ვადის პრემია სისტემატურად უფრო მაღალია. საშუალო პერიოდის მიხედვით, 10-წლიან ობლიგაციას 5-წლიანთან შედარებით საქართველოს შემთხვევაში 13-დან 37 საბაზისო პუნქტით უფრო მაღალი ვადის პრემია ახასიათებს. ეს, სავარაუდოდ, განპირობებულია საქართველოში ინფლაციური რისკების უფრო მაღალი დონით ევროზონასთან შედარებით, რის გამოც გრძელვადიანი ობლიგაციები უფრო მაღალ სარგებელს მოითხოვს.

გრაფიკი 2: ევრო AAA და საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების ვადის პრემიის სხვაობა 5-წლიანი და 10-წლიანი ვადისთვის



16. ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, ურისკო განაკვეთის გამოთვლა დაფუძნებულია 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების ერთწლიან საშუალო სარგებელზე⁹, რომელიც კორექტირებულია დამატებით 60 საბაზისო პუნქტით. აღნიშნული 60 საბაზისო პუნქტი მოიცავს როგორც 40 საბაზისო პუნქტს, ევროპაში 20-წლიან და 10-წლიან ობლიგაციებს შორის ისტორიული ვადის პრემიის ასახვისთვის, ასევე დამატებით 20 საბაზისო პუნქტს საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების შედარებით მაღალი ვადის პრემიის გასათვალისწინებლად.

გრაფიკი 3: 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი



17. 9.1%-იან ერთწლიან საშუალო სარგებელზე 60 საბაზისო პუნქტის კორექტირება იძლევა ურისკო განაკვეთს 9.70%-ის ოდენობით.

⁹ იხ. საქართველოს ეროვნული ბანკი, სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლის მრუდი, ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/en/page/georgian-lari-yield-curve>

ცხრილი 2: ურისკო განაკვეთი რეგულირებული სერვისებისთვის საქართველოში			
10 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[1]	იხ. შენიშვნა	9.10%
სპრედი 20წ. სახელმწიფო ობლიგაციებთან შედარებით	[2]	იხ. შენიშვნა	0.60%
ურისკო განაკვეთი	[3]	[1]+[2]	9.70%
შენიშვნა და წყაროები:			
[1] საქართველოს ეროვნული ბანკი			
[2] Brattle ანალიზი გამოცდილებაზე დაყრდნობით და საერთაშორისო საფინანსო ბაზრებზე საშუალო სპრედზე დაკვირვება			

II.A.2. საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (Equity Risk Premium – „ERP“)

18. საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (Equity risk Premium-“ERP”) ასახავს იმ დამატებით უკუგებას ანუ პრემიას, რომელიც საჭიროა ინვესტორების კომპენსაციისთვის რისკიანი კაპიტალის (აქციების) ფლობის შემთხვევაში, ურისკო აქტივის ფლობასთან შედარებით. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ურისკო განაკვეთისგან განსხვავებით, ERP პირდაპირ დაკვირვებადი და გამოთვლადი მაჩვენებელი არ არის.
19. მარეგულირებელი ორგანოები, როგორც წესი, ERP-ს აფასებენ ისტორიული მონაცემების საფუძველზე, სხვადასხვა ქვეყნის მასშტაბით აქციების ობლიგაციებთან შედარებით გრძელვადიანი ჭარბი უკუგებების საშუალო მნიშვნელობების გამოყენებით. ისტორიული მონაცემების ძირითადი წყარო, რომელსაც ევროკავშირის მარეგულირებლების უმრავლესობა იყენებს, არის DMS¹⁰-ის მიერ ყოველწლიურად გამოქვეყნებული მონაცემები, რომელიც 1900 წლიდან დაწყებული რეალიზებული ERP-ის გრძელვადიან შეფასებებს მოიცავს. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები, ასევე, რეკომენდაციას უწევს ევროპული ERP-ის შეფასებას ისტორიული მონაცემების საფუძველზე, ევროპული ქვეყნების რეალიზებული ERP-ის არითმეტიკული საშუალოს გამოყენებით. ERP-ის შეფასების ალტერნატიულ მეთოდებს წარმოადგენს დივიდენდების ზრდის მოდელები (შემდგომში Dividend Growth Models-„DGM“), რომელიც ასახავს აქციების მიმდინარე ფასებსა და დაშვებული დივიდენდების ზრდის ტემპზე დაფუძნებულ ნაგულისხმევ (იმპლიციტურ) პრემიას, აგრეთვე გამოკითხვის შედეგად მიღებულ მონაცემებს. თუმცა, DGM-ები ხასიათდება მაღალი არასტაბილურობით და მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული დაშვებებზე, ხოლო გამოკითხვის მონაცემები გამოირჩევა მაღალი ცვალებადობით და ხშირად განპირობებულია ბაზრის მოლოდინებთან დაკავშირებული ოპტიმიზმით ან პესიმიზმით. შესაბამისად, ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებთან თანხვედრით, საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებისთვის ERP შეფასდა ისტორიული მონაცემების საფუძველზე.
20. ევროკომისიის რეკომენდაციების შესაბამისად, BEREC ევროპულ ERP-ს ითვლის ცალკეული ქვეყნების ERP-ების საშუალო შეწონილი მაჩვენებლის საფუძველზე. BEREC ეყრდნობა DMS-ის ¹¹ მიერ შემუშავებულ მონაცემებს იმ ქვეყნებისთვის, რომელთა შესახებაც ეს ხელმისაწვდომია. BEREC ასევე იყენებს ინვესტიციებზე უკუგებასთან დაკავშირებულ მონაცემებს Bloomberg პლატფორმიდან იმ დამატებით 14 ევროპულ ქვეყანაში, რომლებიც არ არიან წარმოდგენილი

¹⁰ E. Dimson, P. Marsh, M. Stauton “ გლობალური საინვესტიციო უკუგებების ყოველწლიური ანგარიში, 2025“

¹¹ DMS-ის მონაცემთა ბაზა, რომელსაც BEREC Morningstar-ისგან იძენს, უზრუნველყოფს აქციებისა და ობლიგაციების წლიურ უკუგებებს სხვადასხვა ქვეყანაში 1900 წლიდან. იხ. BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, სქოლიო 21 და გვ. 64.

DMS მონაცემთა ბაზაში.¹²BEREC თითოეული ქვეყნის ERP-ს შეწონვას ახორციელებს როგორც ისტორიული პერიოდის, ასევე ბაზრის ზომის გათვალისწინებით, რაც თავის მხრივ ითვალისწინებს როგორც საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაციის, ასევე მშპ-ს¹³ მაჩვენებლებს.

21. ERP-ის შეფასებისას მეორე მნიშვნელოვანი საკითხია გეოგრაფიული ფარგლების განსაზღვრა. როგორც წესი, არ არსებობს „საქართველო-ს ERP“ ან „აშშ-ის ERP“. უკიდურეს შემთხვევაში, თუ ინვესტორები სრულად დივერსიფიცირებულნი იქნებოდნენ გლობალურად, მიზანშეწონილი იქნებოდა „გლობალური ERP“-ის შეფასება. თუმცა, პრაქტიკაში ეკონომისტებმა დაადასტურეს ეგრეთ წოდებული “შიდა მიკერძოების” (“home bias”) არსებობა, რაც გულისხმობს იმას, რომ ინვესტორები უმეტესწილად ინვესტიციას ახორციელებენ იმ ბაზრებზე, რომლებიც გეოგრაფიულად მათთან ახლოსაა, მათთვის ნაცნობია ან რომელთანაც საერთო ენა აქვთ. ამავდროულად, არარეალისტური იქნება დაშვება, რომ ინვესტორები ინვესტიციებს მხოლოდ საკუთარ ქვეყანაში ახორციელებენ და საერთოდ არ ახდენენ დივერსიფიკაციას საერთაშორისო დონეზე.
22. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები ევროკავშირის წევრი ქვეყნებისთვის რეკომენდაციას უწევს ევროპული ERP-ის გათვალისწინებას. ჩნდება კითხვა საქართველოსთვის ERP-ის შესაბამისი გეოგრაფიული ფარგლების შესახებ. თეორიულად, შესაძლებელია საქართველოს მსგავსი ქვეყნების განხილვა და ამ ქვეყნებისთვის საშუალო შეწონილი ERP-ის შეფასება. თუმცა, ასეთი ქვეყნებისთვის გრძელვადიანი ისტორიული მონაცემები არ არსებობს. შესაბამისად, რჩება ERP-ის გამოთვლის ორი ვარიანტი: ევროპული ERP-ის ან მსოფლიო ERP-ის გათვალისწინება.
23. დამატებით აღსანიშნავია, რომ არ არსებობს შესაბამისი თეორიული საფუძველი იმისა, რომ საქართველოს ERP საშუალო ევროპულ ქვეყნებზე მაღალი იყოს. ასევე, საქართველოს, როგორც ქვეყნის, უფრო მაღალი რისკის გათვალისწინება უკვე განხორციელდა ურისკო განაკვეთში. შესაბამისად, უფრო მაღალი „საქართველოს“ ERP-ის გამოყენებამ შესაძლოა გამოიწვიოს ქვეყნის რისკის ორმაგად გათვალისწინება.
24. ქვემოთ მოცემულ ცხრილი 3-ში წარმოდგენილია 35 ცალკეული ქვეყნის ERP-ის რეალიზებული არითმეტიკულ-გეომეტრიული საშუალოები, რომლებიც აღებულია 2025 წლის DMS ანგარიშიდან. ცხრილი¹⁴ შეიცავს ERP-ის შეფასებებს 2024 წლამდე მონაცემების გამოყენებით და თითოეული ქვეყნისთვის საშუალო მაჩვენებლის გაანგარიშების დაწყების წელს განსაზღვრავს.

¹² ასეთი ქვეყნებია: ისლანდია, ბულგარეთი, ხორვატია, კვიპროსი, ჩეხეთი, ესტონეთი, უნგრეთი, ლატვია, ლიტვა, ლუქსემბურგი, მალტა, პოლონეთი, რუმინეთი, სლოვაკეთი და სლოვენია

¹³ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, გვ. 6.

¹⁴ Credit Suisse გლობალური საინვესტიციო უკუგების წლიური ანგარიში 2025, ცხრილი 12.

ცხრილი 3: საკუთარი კაპიტალის რისკის ისტორიული პრემია სახელმწიფო ობლიგაციებთან შედარებით (1900–2024)

ცხრილი 3: საკუთარი კაპიტალის რისკის ისტორიული პრემია სახელმწიფო ობლიგაციებთან შედარებით (1900–2024)				
	ქვეყანა	დასაწყისი წელი	გეომეტრიული საშუალო	არიტმეტიკული საშუალო
		#	%	%
	[A]	[B]	[C]	[D]
	ავსტრალია	1900	5.1	6.6
	ავსტრია*	1900	3.3	21.2
	ბელგია	1900	2.6	4.6
	კანადა	1900	3.9	5.4
	დანია	1900	3.8	5.5
	ფინეთი	1900	5.5	9.0
	საფრანგეთი	1900	3.5	5.7
	გერმანია*	1900	5.2	8.3
	ირლანდია	1900	3.0	5.0
	იტალია	1900	3.3	6.6
	იაპონია	1900	5.5	9.3
	ნიდერლანდები	1900	3.7	5.9
	ახალი ზელანდია	1900	4.2	5.6
	ნორვეგია	1900	2.9	5.7
	პორტუგალია	1900	5.2	9.2
	სამხრეთ აფრიკა	1900	5.0	6.7
	ესპანეთი	1900	2.0	3.9
	შვედეთი	1900	3.5	5.7
	შვეიცარია	1900	2.3	3.8
	გაერთიანებული სამეფო	1900	3.9	5.3
	ამერიკის შეერთებული შტატები	1900	4.9	7.0
	არგენტინა	1992	6.3	16.0
	ბრაზილია	1995	-0.8	4.7
	ჩილე	1993	4.2	6.4
	ჩინეთის მატერიკული ნაწილი	1993	0.1	6.0
	საბერძნეთი	1993	-4.9	1.3
	ჰონგ-კონგი სპეციალური ადმინისტრაციული ოლქი	1994	0.4	5.0
	ინდოეთი	1953	6.5	9.8
	მალაიზია	1970	2.2	7.0
	მექსიკა	1995	-1.5	0.9
	რუსეთი	1995	2.4	8.9
	სინგაპური	1988	2.3	5.8
	სამხრეთ კორეა	1963	0.4	5.0
	ტაივანი	1995	2.7	6.9
	ტაილანდი	1980	-0.3	7.2
შენიშვნები და წყაროები:				

მონაცემები "გლობალური ინვესტიციების უკუგების წლიური ანგარიშიდან 2025", Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton.

[2] ავსტრიის და გერმანიისთვის, ავსტრიისთვის გამოცემულია 1921-1922 წლები, ხოლო გერმანიისთვის 1922-1923 წლები

25. ცხრილში 4-ში დამატებით გაანალიზებულია რეალიზებული ERP-ის ევოლუცია DMS 35 ქვეყნის ორი ჯგუფისთვის-კერძოდ, ყველა ევროპული ქვეყნისთვის¹⁵ და ყველა DMS 35 ქვეყნისთვის-ორი კომპოზიტური ინდექსისთვის, რომლებსაც DMS ასახავს ევროპისა და მსოფლიოსთვის. DMS ქვეყნების ორი ჯგუფისთვის დადგენილია ცალკეული ქვეყნების ERP-ების საშუალო შეწონილი მაჩვენებელი საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით DMS 2021-2025 წლების პუბლიკაციების საფუძველზე. ცხრილში 4-ში ასევე წარმოდგენილია BEREC-ის მიერ ევროპის ERP-ს შეფასება მისი 2021-2025 წლების პუბლიკაციებიდან.
26. საერთო ჯამში, წარმოდგენილი მონაცემები აჩვენებს, რომ ERP-ის საშუალო შეწონილი მაჩვენებელი საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით ევროპისთვის (5.9% 2025 წელს) შეესაბამება BEREC-ის მიერ ევროკავშირისთვის გაანგარიშებას (5.9% 2025 წელს) და დაბალია ყველა DMS ქვეყნის საშუალო შეწონილ მაჩვენებელზე (6.8% 2025 წელს). მეორე მხრივ, DMS კომპოზიტური ინდექსები აჩვენებს ERP-ის უფრო დაბალ მნიშვნელობას ევროპისა და მსოფლიოსთვის (4.6% 2025 წელს). აღნიშნული მიუთითებს, რომ ევროპის ERP-სა და მსოფლიო ERP-ს შორის სხვაობა, თუკი საერთოდ არსებობს კიდევ, მცირე უნდა იყოს.

ცხრილი 4: მსოფლიოს და ევროპის საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (2021-2025)

ცხრილი 4: მსოფლიოს და ევროპის საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (2021-2025)			2021	2022	2023	2024	2025
			%	%	%	%	%
			[A]	[B]	[C]	[D]	[E]
საშუალო შეწონილი საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით (DMS)							
	ევროპა	[1]	5.5	5.7	5.8	5.8	5.9
	ყველა ქვეყანა	[2]	6.4	6.8	6.7	6.7	6.8
DMS კომპოზიტური ინდექსები							
	ევროპა	[3]	4.0	4.2	4.5	4.5	4.6
	მსოფლიო	[4]	4.3	4.4	4.4	4.5	4.6
BEREC							
	ევროზონა/ევროპის ეკონომიკური ზონა	[5]	5.5	5.7	5.9	5.9	5.9
შენიშვნები და წყაროები:							
[1]-[2]: Brattle-ის საბაზრო კაპიტალიზაციით შეწონილი საშუალო DMS-ის მიერ შეფასებული თითოეული წლის ისტორიული ERP-ებისთვის.							
[E][1]-[E][2]: წონები დაფუძნებულია 2024 წლის საბაზრო კაპიტალიზაციის მონაცემებზე.							
[3],[4]: მონაცემები „გლობალური საინვესტიციო უკუგების წლიური ანგარიში 2025“-დან, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton.							
[5]:							
[A]: BEREC-ის ანგარიში WACC-ის პარამეტრების შესახებ 2021, გვ. 50.							
[B]: BEREC-ის ანგარიში WACC-ის პარამეტრების შესახებ 2022, გვ. 57.							
[C]: BEREC-ის ანგარიში WACC-ის პარამეტრების შესახებ 2023, გვ. 54.							

¹⁵ ეს ჯგუფი მოიცავს: ავსტრიას, ბელგიას, დანიას, ფინეთს, საფრანგეთს, გერმანიას, ირლანდიას, იტალიას, ნიდერლანდებს, ნორვეგიას, პორტუგალიას, ესპანეთს, შვედეთს, შვეიცარიას, გაერთიანებულ სამეფოსა და საბერძნეთს.

27. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების და ცხრილი 4 და 3-ში წარმოდგენილი სიღრმისეული ანალიზის საფუძველზე, Brattle-ის საკონსულტაციო დოკუმენტზე დაყრდნობით, მიზანშეწონილად იქნა მიჩნეული, რომ ERP განსაზღვრის მიზნით გამოყენებულ იქნას BEREC-ის მიერ წლიურ პუბლიკაციაში წარმოდგენილი ევროპის ERP-ის შეფასება, ვინაიდან გამოყენებული მეთოდოლოგია გამჭვირვალეა და იძლევა გონივრულ შეფასებას ობიექტური წყაროდან. აღნიშნული მიდგომა საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებისთვის ERP-ის მნიშვნელობას 5.9%-ით განსაზღვრავს.

II.A.3. შესადარისი კომპანიების (benchmark) ჯგუფის შერჩევა

28. CAPM-ის ფარგლებში ბეტა აფასებს კონკრეტული ინვესტიციის სისტემატურ რისკს¹⁶, ანუ დამოკიდებულების ხარისხს, თუ რამდენად მოსალოდნელია მოცემული კომპანიის აქციის უკუგების ცვლილება საბაზრო ინდექსის სარგებლის ცვლილებასთან ერთად. ბეტას მნიშვნელობა 1.0 მიუთითებს, რომ საბაზრო ინდექსის, მაგალითად, 5%-იანი ზრდის ან კლების შემთხვევაში, კომპანიის აქციის ფასი ასევე მოსალოდნელია გაიზარდოს ან შემცირდეს 5%-ით. ბეტა მნიშვნელობით 1.0-ზე მეტი ნიშნავს, რომ საბაზრო ინდექსის 5%-იანი ცვლილების შემთხვევაში კომპანიის აქციის ფასი შეიცვლება 5%-ზე მეტად, ხოლო ბეტა მნიშვნელობით 1.0-ზე ნაკლები მიუთითებს, რომ აქციის ფასის ცვლილება იქნება 5%-ზე ნაკლები. ბეტა 1.0-ზე მეტი მნიშვნელობით ზრდის დივერსიფიცირებული ინვესტორის პორტფელის რისკს, ხოლო ბეტა მნიშვნელობით 1.0-ზე ნაკლები ამცირებს მას.
29. საქართველოში რეგულირებული სატელეკომუნიკაციო კომპანიები საერთაშორისო საფონდო ბირჟაზე არ არიან წარმოდგენილი და მათი აქციები (ასეთის არსებობის შემთხვევაში) საჯაროდ არ ივაჭრება, შესაბამისად, ბეტას შესაფასებლად აუცილებელია ისეთი კომპანიების შერჩევა, რომელთა აქციებიც საჯაროდ ივაჭრება და რომელთაც მსგავსი სისტემატური რისკები ახასიათებთ. ასეთ კომპანიებს უწოდებენ „შესადარის კომპანიებს“ (peers).
30. პოტენციური შესადარისი კომპანიების შერჩევისას კომისიამ გაითვალისწინა, რომ საქართველო კლასიფიცირებულია როგორც განვითარებადი ბაზარი და ამჟამად გააჩნია BB საკრედიტო რეიტინგი. ცხადია, საქართველოს ეკონომიკური და საბაზრო პირობები მნიშვნელოვნად განსხვავდება უფრო განვითარებული ბაზრების პირობებისგან. თუმცა, იმ დამატებითი რისკების დიდი ნაწილი, რომელთა წინაშეც დგას სატელეკომუნიკაციო კომპანია საქართველოში, მაგალითად საფრანგეთსა თუ გერმანიაში მოქმედ სატელეკომუნიკაციო კომპანიასთან შედარებით, არ წარმოადგენს სისტემატურ რისკს. მაგალითად, შესაძლებელია არსებობდეს დამატებითი მარეგულირებელი ან სამართლებრივი რისკები, თუმცა:

¹⁶ სისტემატური რისკი არის რისკი, რომელიც კორელაციაშია ფართო ეკონომიკასთან და რომელსაც ინვესტორი ვერ აღმოფხვრის დივერსიფიკაციის გზით. ეს განსხვავდება კომპანიისთვის სპეციფიკური ან იდიოსინკრატული რისკისგან. იდიოსინკრატული რისკის მაგალითებს წარმოადგენს ელექტროენერგიის გათიშვით გამოწვეული ზარალი ან პროექტის ხარჯების გადაჭარბება. ინვესტორებს შეუძლიათ იდიოსინკრატული რისკი თითქმის განსაზღვრულობად გარდაქმნან აქციების დივერსიფიცირებული პორტფელის ფლობით. იდიოსინკრატული რისკები კვლავ გავლენას ახდენს კომპანიის ფულად ნაკადებზე, მაგრამ ფართო პორტფელის მასშტაბით ეს პროგნოზირებადი სახით ხდება. ვინაიდან ინვესტორებს შეუძლიათ იდიოსინკრატული რისკის არსებითად აღმოფხვრა, მათთვის ამ რისკის კომპენსაცია არ არის საჭირო და, შესაბამისად, იგი არანაირ როლს არ ასრულებს საკუთარი კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრაში.

ა. აღნიშნული რისკები არ არის კორელაციაში ფართო ეკონომიკურ გარემოსთან და, შესაბამისად, არ წარმოადგენს სისტემატურ რისკს;

ბ. აღნიშნული რისკები დიდწილად უკვე ასახულია ურისკო განაკვეთის შედარებით მაღალ მაჩვენებელში, რომელიც, როგორც ზემოთ არის განმარტებული, მოიცავს დამატებით კომპენსაციას საქართველოს ქვეყნის რისკისთვის.

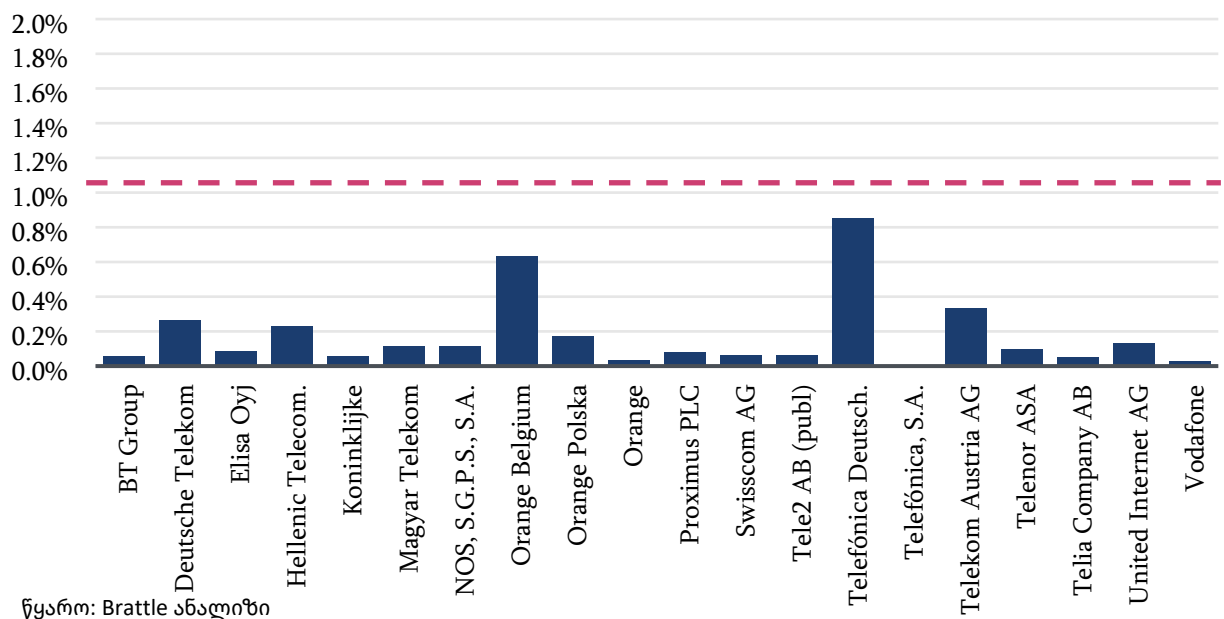
31. 2020 წელს PwC-იმ შეიმუშავა 13 კომპანიისგან შემდგარი სია, რომლებიც ფლობენ ელექტრონული კომუნიკაციების ინფრასტრუქტურას, მათ შორის ევროპიდან (10), ჩინეთიდან (1) და რუსეთიდან (2). ამასთან, BEREC-ის წლიური მოხსენებები ბეტას რეგულარულად ითვლის მხოლოდ ევროპული კომპანიების საფუძველზე. წინამდებარე ანგარიშში შედგენილია შესადარისი კომპანიების ვრცელი სია PwC-ის ანგარიშში, BEREC¹⁷-ის უახლეს ანგარიშსა და Brattle-ის წინა სატელეკომუნიკაციო სექტორის შესახებ ანგარიშებში გამოყენებული შესადარისი კომპანიების გაერთიანებით, მათ შორის ევროპის ფარგლებს გარეთ მდებარე სამი კომპანიის ჩათვლით. კომისიამ გაიზიარა Brattle-ის რეკომენდაცია და მიზანშეწონილად ჩათვალა აღნიშნული ჯგუფიდან ორი რუსული კომპანიის ამოღება .
32. სატელეკომუნიკაციო კომპანიის სისტემატურ რისკს მნიშვნელოვნად განსაზღვრავს ის მარეგულირებელი გარემო, რომელშიც კომპანია ოპერირებს, ვინაიდან სწორედ მარეგულირებელი ჩარჩო განაპირობებს შემოსავლებისა და მოგების ცვალებადობას სხვადასხვა ეკონომიკურ პირობებში. ამიტომ, იდეალურ შემთხვევაში, შესადარისი კომპანიები უნდა შეირჩეს ისეთი ქვეყნებიდან, რომელთა მარეგულირებელი ჩარჩო ფართოდ შეესაბამება საქართველოს მარეგულირებელ გარემოს.
33. აღსანიშნავია, რომ ევროკავშირის ქვეყნებში მოქმედ კომპანიებს უმეტესწილად საქართველოს მსგავსი მარეგულირებელი ჩარჩო აქვთ და ამდენად, ისინი აუცილებლად უნდა იქნეს გათვალისწინებული ანალიზში. ამასთან, ევროპული კომპანიების დიდი რაოდენობა¹⁸ უზრუნველყოფს ბეტას მაღალი სანდოობით შეფასებისთვის საკმარის შესადარის ჯგუფს. მეორე მხრივ, არაევროპული ქვეყნების, მაგალითად, ჩინეთის მარეგულირებელი ჩარჩოს შესაბამისობა საქართველოსთან დამატებით დასაბუთებას მოითხოვს. შესაბამისად, ამგვარი კომპანიების ბეტას ჩართვამ შესაძლოა არაზუსტად შეაფასოს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო კომპანიები. ამდენად, მიზანშეწონილად იქნა მიჩნეული ბეტა შეფასებულიყო მხოლოდ ევროპული შესადარისი კომპანიების საფუძველზე.
34. ბეტას მაღალი სანდოობით შეფასების მისაღებად, თითოეულ პოტენციურ შესადარის კომპანიაზე გამოყენებულია რამდენიმე კრიტერიუმი. კერძოდ, გამორიცხულია არასაკმარისი ლიკვიდობის მქონე კომპანიები, საინვესტიციო რეიტინგზე (investment grade) დაბალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე კომპანიები და კომპანიები, რომლებიც ჩართული იყვნენ შერწყმა-შეძენის (M&A) მასშტაბურ ოპერაციებში, რადგან შერწყმა-შესყიდვის მასშტაბური საქმიანობა ხელოვნურად იწვევს ბეტას ცვლილებას. აღნიშნული კრიტერიუმების გამოყენების შედეგად მიღებულია 20 ევროპული კომპანიისგან შემდგარი შესადარისი სია.

¹⁷ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში WACC პარამეტრების შესახებ, გვ. 24.

¹⁸ Brattle-ის სხვა ანგარიშებში განხილულია, რომ შვიდიდან ათამდე შესადარისი კომპანია საკმარისი უნდა იყოს ბეტას სანდო შეფასების მისაღებად. რა თქმა უნდა, ყოველთვის არსებობს კომპრომისი შესადარისი კომპანიების უფრო დიდ რაოდენობასა და იმ ფაქტორს შორის, რამდენად ზუსტად ასახავს შერჩეული კომპანიები იმ ბიზნესს, რომლისთვისაც ბეტა ფასდება. შეიძლება ითქვას, რომ უპირატესია შესაბამისი ბიზნესით დაკავებული კომპანიების მცირე რაოდენობა, ვიდრე უფრო დიდი რაოდენობა იმ კომპანიებისა, რომლებიც ძირითად შემოსავალს სხვა საქმიანობიდან იღებენ.

35. ამასთან, შეფასდა არის თუ არა შესადარისი კომპანიების აქციები საკმარისად ლიკვიდური. არალიკვიდური აქციები, როგორც წესი, იწვევს ბეტას მნიშვნელობის შემცირებას¹⁹. საწყის სიაში შემავალი თითოეული პოტენციური შესადარისი კომპანიისთვის შეფასებულია აქციების ლიკვიდობა. ლიკვიდობის საზომად გამოყენებულია შეთავაზებულ და მოთხოვნილ ფასებს შორის სხვაობა (bid-ask სპრედი)²⁰, რომელიც განისაზღვრება აქციის ფასის პროცენტულად და ლიკვიდობის კრიტერიუმად დადგენილია 1%-იანი ზღვარი. ამ მიზნით, დაანგარიშებულია bid-ask სპრედის საშუალო მნიშვნელობა აქციის ფასის პროცენტულად 2020 წლის 1 ოქტომბრიდან 2025 წლის 30 სექტემბრამდე პერიოდში. როგორც ნაჩვენებია გრაფიკ 4-ზე, 1%-იანი ზღვარი არ იწვევს არცერთი შესადარისი კომპანიის გამორიცხვას.

გრაფიკი 4: BID-ASK სპრედი, 5-წლიანი პერიოდის საშუალო კვირეული



36. ბეტას შეფასების სანდოობის უზრუნველსაყოფად, დამატებით გამოყენებულია შერჩევის ორი ტესტი. კერძოდ, შემოწმებულია, რომ:

ა. პოტენციური შესადარისი კომპანიის საკრედიტო რეიტინგი არ იყოს საინვესტიციო რეიტინგზე დაბალი. დაბალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე კომპანიების აქციები, როგორც წესი, ნაკლებად ლიკვიდურია, რაც იწვევს ფასის დაგვიანებულ რეაქციას საბაზრო მოძრაობებზე და ამცირებს შეფასებულ ბეტას. შედეგად, შეფასებული ბეტა შესაძლოა არ ასახავდეს კომპანიის რეალურ სისტემატურ რისკს. აღნიშნული კრიტერიუმის საფუძველზე გამორიცხულია Digi Communications N.V. (BB-), Iliad SA (BB) და Telecom Italia S.p.A. (BB);

¹⁹ თუ რატომ არის ეს ასე, ამის გასაგებად განვიხილოთ, მაგალითად, კომპანია, რომლის ნამდვილი ბეტა არის 1.0, ანუ კომპანიის ნამდვილი ღირებულება ზუსტად ბაზრის შესაბამისად მოძრაობს. ახლა დავუშვათ, რომ კომპანიის აქციებით ვაჭრობა ხდება მხოლოდ ყოველ მეორე დღეს. ამ შემთხვევაში, კომპანიის აქციის რეალური ფასი სიახლეებზე რეაგირებას მოახდენს მხოლოდ ბაზრის რეაგირებიდან ერთი დღის შემდეგ. ეს შექმნის შთაბეჭდილებას, რომ კომპანიის ღირებულება ზუსტად არ არის კორელაციაში ბაზართან და ბეტა ერთზე ნაკლები გამოჩნდება. ყოველკვირეული სარგებლის გამოყენება ბეტას გამოთვლისთვის ამ პრობლემას ამცირებს, ვინაიდან უფრო სავარაუდოა, რომ კომპანიის აქციებით ვაჭრობა მოხდება კვირის განმავლობაში. თუმცა, ყოველკვირეული სარგებლის გამოყენებას სხვა ნაკლოვანებები აქვს, მაგალითად, ნებისმიერ მოცემულ პერიოდზე 80%-ით ნაკლები მონაცემთა რაოდენობის უზრუნველყოფა.

²⁰ Bid-ask spread არის სხვაობა იმ მაქსიმალურ ფასს შორის, რომელსაც მყიდველი მზადაა გადაიხადოს (bid), და იმ მინიმალურ ფასს შორის, რომელსაც გამყიდველი მზადაა მიიღოს (ask).

ბ. კომპანიები არ უნდა იყვნენ ჩართული შერწყმისა და შეძენის (M&A) მნიშვნელოვან ოპერაციებში. მასშტაბური M&A საქმიანობა, როგორც წესი, გავლენას ახდენს კომპანიის აქციის ფასზე ისეთი ფაქტორების გამო, რომლებიც არ უკავშირდება ბიზნესის სისტემატურ რისკს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანი M&A საქმიანობის მქონე კომპანიის ბეტა, როგორც წესი, არასაკმარისად აფასებს იმავე საქმიანობის მქონე, მაგრამ M&A-სგან თავისუფალი კომპანიის ნამდვილ ბეტას. ამ კრიტერიუმის საფუძველზე პრაქტიკულად არც ერთი შესადარისი კომპანია არ გამოირიცხულა.

37. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 5-ში წარმოდგენილია შესადარისი კომპანიების საბოლოო სია, რომელიც მოიცავს 20 ევროპულ კომპანიას.

ცხრილი 5: შერჩევის ტესტის შეჯამება

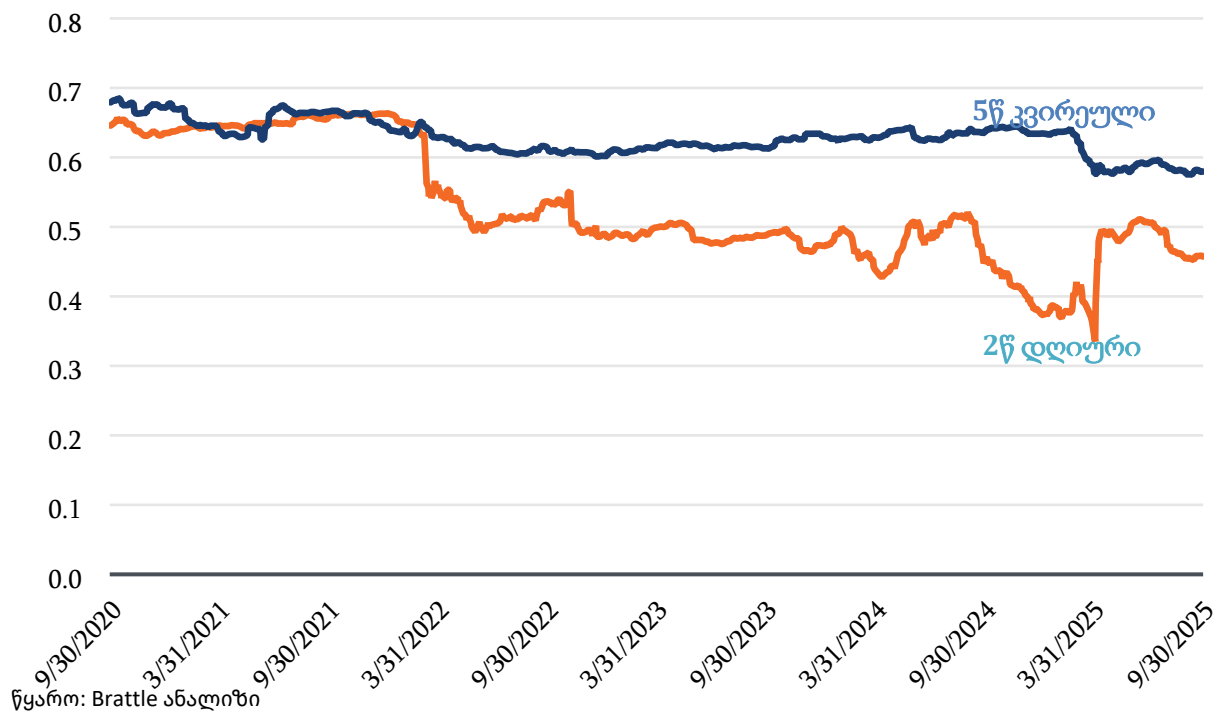
ცხრილი 5: შერჩევის ტესტის შეჯამება							
		საკრედიტო რეიტინგი	საინვესტიციო რეიტინგი	ივაჭრება თუ არა აქტიურად?	Bid-ask სპრედი	< 1%-იან ზღვარი	ლიკვიდობის ტესტი ჩააბარა?
		[A]	[B]	[C]	[D]	[E]	[F]
			იხ. შენიშვნა			If [D]<=1 %	იხ.შენიშვნა
BT Group plc	[1]	BBB	✓	✓	0.1%	✓	✓
Deutsche Telekom AG	[2]	BBB+	✓	✓	0.3%	✓	✓
Digi Communications N.V.	[3]	BB-	✗				✗
Elisa Oyj	[4]	BBB+	✓	✓	0.1%	✓	✓
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	[5]	BBB+	✓	✓	0.2%	✓	✓
iliad SA	[6]	BB	✗				✗
Koninklijke KPN N.V.	[7]	BBB	✓	✓	0.1%	✓	✓
Magyar Telekom	[8]	NR	✓	✓	0.1%	✓	✓
NOS, S.G.P.S., S.A.	[9]	BBB-	✓	✓	0.1%	✓	✓
Orange Belgium S.A.	[10]	n.a.	✓	✓	0.6%	✓	✓
Orange Polska S.A.	[11]	NR	✓	✓	0.2%	✓	✓
Orange S.A.	[12]	BBB+	✓	✓	0.0%	✓	✓
Proximus PLC	[13]	BBB+	✓	✓	0.1%	✓	✓
Swisscom AG	[14]	A-	✓	✓	0.1%	✓	✓
Tele2 AB (publ)	[15]	BBB	✓	✓	0.1%	✓	✓
Telecom Italia S.p.A.	[16]	BB	✗				✗
Telefónica Deutschland Holding AG	[17]	n.a.	✓	✓	0.9%	✓	✓
Telefónica, S.A.	[18]	BBB-	✓	✓	0.0%	✓	✓
Telekom Austria AG	[19]	A-	✓	✓	0.3%	✓	✓
Telenor ASA	[20]	A-	✓	✓	0.1%	✓	✓
Telia Company AB (publ)	[21]	BBB+	✓	✓	0.0%	✓	✓

United Internet AG	[22]	n.a.	✓	✓	0.1%	✓	✓
Vodafone Group Public Limited Company	[23]	BBB	✓	✓	0.0%	✓	✓
შენიშვნები და წყაროები:							
Brattle ანალიზი Bloomberg და CapIQ მონაცემებზე							
[B]: BBB--ზე დაბალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე შესაძარისი კომპანიები გამორიცხულია							
[F]: 'დიახ' თუ [B], [C], და[E] 'დიახ'.							

II.A.4. ბეტა და კაპიტალის სტრუქტურა

38. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებთან თანხვედრაში, შესაძარისი ჯგუფის საკუთარი კაპიტალის ბეტა შეფასებულ იქნა ხუთწლიანი პერიოდისა და ყოველკვირეული მონაცემების გამოყენებით. ბეტა გამოითვლება ინდივიდუალური აქციების და შესაბამისი საბაზრო ინდექსის უკუგებების რეგრესიული ანალიზით. თითოეული კომპანიისთვის საბაზრო ინდექსად არჩეულია ფართო ინდუსტრიული ინდექსები: ევროპული კომპანიებისთვის-STOXX Europe Total Market Index, ხოლო გაერთიანებული სამეფოს კომპანიებისთვის-FTSE All-Share.
39. როგორც Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშშია ახსნილი, შეფასების პერიოდის შერჩევა გარკვეულ კომპრომისს გულისხმობს. ერთი მხრივ, უფრო ხანგრძლივი პერიოდის მონაცემთა რაოდენობა ზრდის შეფასებისთვის ხელმისაწვდომ მონაცემთა რაოდენობას და აუმჯობესებს შეფასების სიზუსტეს. მეორე მხრივ, შეფასების პერიოდის ზედმეტად გახანგრძლივებამ შესაძლოა სათანადოდ ვერ ასახოს, დროთა განმავლობაში, სისტემატური რისკის ცვლილებები.
40. Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშში რეკომენდებული იყო ორწლიანი შეფასების პერიოდისა და დღიური მონაცემების სიხშირის გამოყენება, რაც უმეტესწილად განპირობებული იყო სწრაფ ტექნოლოგიურ ცვლილებებთან დაკავშირებული რყევებით. თუმცა, ბოლო ათი წლის განმავლობაში საბაზრო მოვლენებმა გამოიწვია ორწლიანი ბეტას მნიშვნელოვანი ცვალებადობა ხუთწლიან ბეტასთან შედარებით. ამასთან, რეგულირებული კომპანიებისთვის WACC-ის გამოთვლასთან დაკავშირებული ბოლო პროექტებით დადგინდა, რომ ლიკვიდობის პრობლემები და სხვა საბაზრო არაეფექტიანობები გავლენას ახდენს დღიურ ბეტაზე, თუნდაც მაშინ, როდესაც შესაძარისი სია შემოიფარგლება შედარებით ლიკვიდური კომპანიებით.
41. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების გათვალისწინებით, ბეტას სტაბილურობისა და ტენდენციების შესამოწმებლად, დამატებით გაანალიზდა როგორც ხუთწლიანი ყოველკვირეული, ისე ორწლიანი დღიური ბეტას ევოლუცია ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში მოძრავი ბეტას ანალიზის (rolling beta) საშუალებით.

გრაფიკი 5: მოძრავი ბეტას ანალიზი: 5-წლიანი ყოველკვირეული 2-წლიან დღიურთან შედარებით



42. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 6-ში წარმოდგენილია თითოეული შესადრისი კომპანიისთვის ორწლიანი დღიური და ხუთწლიანი ყოველკვირეული საკუთარი კაპიტალის ბეტა. ცხრილში ვარსკვლავით მონიშნულია ის ორწლიანი დღიური ბეტა, რომელთათვისაც გამოვლინდა საბაზრო არაეფექტიანობა, ცხრილის სვეტში [B] დამატებით წარმოდგენილია კორექტირებული დღიური ბეტა, სადაც საბაზრო არაეფექტიანობის არსებობის შემთხვევაში ორწლიანი დღიური ბეტა ჩანაცვლებულია ხუთწლიანი ყოველკვირეული ბეტათი.

ცხრილი 6: საკუთარი კაპიტალის ბეტა

ცხრილი 6: საკუთარი კაპიტალის ბეტა		2წ დღიური [A]	2წ დღიურის შესწორება [B]	5წ კვირეული [C]
BT Group plc	[1]	0.84*	1.26	1.26
Deutsche Telekom AG	[2]	0.30	0.30	0.69
Elisa Oyj	[3]	0.31	0.31	0.37
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	[4]	0.65	0.65	0.60
Koninklijke KPN N.V.	[5]	0.14*	0.39	0.39
Magyar Telekom	[6]	0.67	0.67	0.47
NOS, S.G.P.S., S.A.	[7]	0.48	0.48	0.49
Orange Belgium S.A.	[8]	0	0.00	0.29
Orange Polska S.A.	[9]	0.76*	0.80	0.80
Orange S.A.	[10]	0.05*	0.27	0.27
Proximus PLC	[11]	0.45	0.45	0.63
Swisscom AG	[12]	0.08*	0.19	0.19
Tele2 AB (publ)	[13]	0.66	0.66	0.65
Telefónica Deutschland Holding AG	[14]	-0.02	-0.02	0.55
Telefónica, S.A.	[15]	0.45	0.45	0.69
Telekom Austria AG	[16]	0.38*	0.45	0.45
Telenor ASA	[17]	0.46	0.46	0.57

Telia Company AB (publ)	[18]	0.57*	0.59	0.59
United Internet AG	[19]	1.37	1.37	0.93
Vodafone Group Public Limited Company	[20]	0.87	0.87	0.99
წყაროები და შენიშვნები:				
Brattle ანალიზი Bloomberg მონაცემებზე დაყრდნობით				
[A] (*) აღნიშნულია, თუ 2-წლიანი ყოველდღიური ბეტა ხასიათდება საბაზრო არაეფექტიანობით.				
[B]: თუ დაფიქსირდა საბაზრო არაეფექტიანობა [C], სხვა შემთხვევაში [A].				

43. საერთო ჯამში, შედეგები ადასტურებს Brattle-ის საკონსულტაციო გამოცდილების შესაბამის მოლოდინებს, რომ ხუთწლიანი ყოველკვირეული ბეტა, როგორც წესი, უფრო მაღალია, ვიდრე ორწლიანი ბეტა, ხოლო კორექტირებული ორწლიანი დღიური ბეტა მიუთითებს ნარჩენი ლიკვიდობის პრობლემების არსებობაზე. შესაბამისად, ბეტას გამოთვლა დაეფუძნა ხუთწლიანი ყოველკვირეული მონაცემების გამოყენებით შეფასებულ საკუთარი კაპიტალის ბეტაზე.
44. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებების შესაბამისად, საკუთარი კაპიტალის ბეტა სასესხო ვალდებულების არ მქონე ბეტამდე (unlevered) შესწორებულია Modigliani–Miller-ის ფორმულისა და სესხის (debt) ბეტას გამოყენებით. თითოეული შესადარისი კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურა გამოითვლება იმავე დროის ჰორიზონტზე, რომელიც ბეტას შეფასებისთვის გამოიყენება, კვარტალური მაჩვენებლების საშუალოს სახით. კაპიტალის კვარტალური სტრუქტურა განისაზღვრება კვარტალური წმინდა სასესხო რესურსის და კვარტალური საბაზრო კაპიტალიზაციის შეფარდებით. სესხის ბეტად ყველა კომპანიისთვის შერჩეულია 0.1-ის მნიშვნელობა. მიუხედავად იმისა, რომ თეორიულად სესხის ბეტა დამოკიდებულია დეფოლტის რისკზე, პრაქტიკაში შესადარისი კომპანიების რეიტინგები მცირე დიაპაზონში მერყეობს (BBB-დან A-მდე), ხოლო ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები რეკომენდაციას უწევს სესხის ბეტას ერთიანი მონაცემის გამოყენებას კალკულაციის სირთულის შემცირებისა და გამჭვირვალობის გაუმჯობესების მიზნით.
45. ქვემოთ მოცემულ ცხრილში 7-ში წარმოდგენილია თითოეული შესადარისი კომპანიისთვის საკუთარი კაპიტალის ბეტა, სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან და აქტივის შესაბამისი ბეტა. ცხრილში ასევე ნაჩვენებია შესადარისი კომპანიების საშუალო და მედიანური მონაცემები. საერთო ჯამში, აქტივის ბეტა მერყეობს 0.17-დან 0.70-მდე, მედიანური მნიშვნელობით 0.40. სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან მერყეობს 10%-დან 179%-მდე, მედიანური მნიშვნელობით 71%.

ცხრილი 7: საკუთარი კაპიტალის და აქტივის ბეტა

ცხრილი 7: საკუთარი კაპიტალის და აქტივის ბეტა						
		(D/E)	მოგების გადასახადის ეფექტური %	საკუთარი კაპიტალის ბეტა	სესხის ბეტა	აქტივის ბეტა
		%	%	#	#	#
		[A]	[B]	[C]	[D]	[E]
		იხ. შენიშვნა			იხ. შენიშვნა	იხ. შენიშვნა
BT Group plc	დიდი ბრიტანეთი	139.0%	22.3%	1.26	0.10	0.66
Deutsche Telekom AG	გერმანია	133.4%	29.9%	0.69	0.10	0.40

Elisa Oyj	ფინეთი	16.5%	20.0%	0.37	0.10	0.34
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	საბერძნეთი	10.1%	22.5%	0.60	0.10	0.56
Koninklijke KPN N.V.	ნიდერლანდები	49.5%	25.6%	0.39	0.10	0.31
Magyar Telekom	უნგრეთი	88.7%	9.0%	0.47	0.10	0.31
NOS, S.G.P.S., S.A.	პორტუგალია	83.8%	31.5%	0.49	0.10	0.35
Orange Belgium S.A.	ბელგია	127.9%	25.0%	0.29	0.10	0.20
Orange Polska S.A.	პოლონეთი	72.2%	19.0%	0.80	0.10	0.54
Orange S.A.	საფრანგეთი	110.5%	26.7%	0.27	0.10	0.19
Proximus PLC	ბელგია	112.9%	25.0%	0.63	0.10	0.39
Swisscom AG	შვეიცარია	33.7%	19.7%	0.19	0.10	0.17
Tele2 AB (publ)	შვედეთი	38.9%	20.6%	0.65	0.10	0.52
Telefónica Deutschland Holding AG	გერმანია	62.6%	29.9%	0.55	0.10	0.41
Telefónica, S.A.	ესპანეთი	172.5%	25.0%	0.69	0.10	0.36
Telekom Austria AG	ავსტრია	52.1%	24.5%	0.45	0.10	0.35
Telenor ASA	ნორვეგია	56.7%	22.0%	0.57	0.10	0.43
Telia Company AB (publ)	შვედეთი	70.1%	20.6%	0.59	0.10	0.41
United Internet AG	გერმანია	54.9%	29.9%	0.93	0.10	0.70
Vodafone Group Public Limited Company	დიდი ბრიტანეთი	178.8%	22.3%	0.99	0.10	0.47
საშუალო		83.2%				0.40
მედიანა		71.1%				0.40
შენიშვნები და წყაროები:						
Brattle ანალიზი Bloomberg მონაცემებზე დაყრდნობით						
[B]Damodaran-ის მონაცემებზე დაყრდნობით						
[D]Brattle მიერ მიღებული შედეგები, გამოცდილებაზე და პრაქტიკაზე						
[E]([C]+[D]x(1-[B])x[A])/(1+(1-[B])x[A])).						

46. საერთო ჯამში, აღნიშნული ანალიზის შედეგად, აქტივების ბეტას მედიანური მნიშვნელობა 0.4-ით და კაპიტალის მედიანური სტრუქტურა (D/E) 71%-ით განისაზღვრა. შესაბამისად, აღნიშნული მნიშვნელობები იქნა გამოყენებული საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებისთვის WACC-ის გამოთვლისას.

47. ასევე, დამატებით შეფასდა, შეიძლება თუ არა საქართველოს ბაზრის შედარებით მცირე ზომამ პოტენციურად გავლენა მოახდინოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე. აღნიშნული პოტენციური გავლენის შესაფასებლად, გაანალიზდა ბეტას და დემოგრაფიულ ცვლადებს შორის კავშირი, მათ შორის ქვეყნის ფართობი, მოსახლეობა და მშპ ერთ სულ მოსახლეზე. სხვა თანაბარ პირობებში უფრო დიდი ფართობი შეიძლება მოითხოვდეს უფრო მაღალ ინვესტიციებს და ზრდიდეს რისკს, ხოლო მოსახლეობის უფრო მაღალი რაოდენობა შეიძლება ზრდიდეს სიმჭიდროვის ეკონომიებს და ამცირებდეს რისკს. ანალოგიურად, ერთ სულ მოსახლეზე მაღალი მშპ შეიძლება მიუთითებდეს მომხმარებელთა დაბალ მგრძნობელობაზე ფასების მიმართ. ჩატარებულ ანალიზს არ გამოუვლენია სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ქვეყნის ფართობსა და მოსახლეობის რაოდენობას და კომპანიის ბეტას შორის. შესაბამისად, ქვევით მოყვანილი ანალიზის შედეგად შეიძლება დავასკვნათ, რომ

ქვეყნის ზომა გავლენას არ ახდენს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე და, შედეგად, არ არსებობს აქტივების ბეტას კორექტირების საჭიროება საქართველოს შედარებით მცირე ზომის გათვალისწინებით.

48. ანალიზი ჩატარდა შემდეგ რეგრესიულ მოდელზე დაყრდნობით:

$$\text{Beta5Y}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Population}_i + \beta_2 \text{Land area}_i + \beta_3 \text{GDP per capita}_i + \varepsilon_i$$

49. სადაც:

დამოკიდებული ცვლადი Beta5Y_i წარმოადგენს თითოეული სატელეკომუნიკაციო ოპერატორის (i)-ის ხუთწლიან, ყოველწვირეულ აქტივის ბეტას;

ა. Population_i -ქვეყნის მოსახლეობა იმ ქვეყნისთვის, სადაც ოპერატორი ფუნქციონირებს (ლოგარითმულად გაზომილი)²¹;

ბ. Land area_i - ქვეყნის ფართობი (ლოგარითმულად გაზომილი)²²;

გ. GDP per capita_i -ერთ სულ მოსახლეზე მშპ, გამოხატული 2015 წლის აშშ დოლარებში (ლოგარითმულად გაზომილი)²³.

50. რეგრესია აფასებს ქვეყნის ზომის ჰიპოთეტური ცვლილების გავლენას აქტივის ბეტაზე, მოსახლეობისა და ფართობის მიხედვით, ერთ სულ მოსახლეზე მშპ-ის გავლენის შეფასებით. მოსალოდნელია, რომ თუ ქვეყნის ზომა გავლენას ახდენს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე, რეგრესიის შედეგი გამოავლენს სტატისტიკურად მნიშვნელოვან კოეფიციენტებს მოსახლეობისა და ქვეყნის ფართობის ცვლადებისთვის²⁴.

51. ცხრილი 8-ში წარმოადგენილია რეგრესიის შედეგები. საერთო ჯამში, არ გამოვლენილა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ქვეყნის ფართობასა და მოსახლეობასა და კომპანიის ბეტას შორის. შესაბამისად, ვერცერთი კოეფიციენტი ვერ მიიჩნევა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანად, რაც მიუთითებს, რომ ქვეყნის ფართობი და მოსახლეობა არ ახდენს გავლენას ბეტაზე²⁵. შესაბამისად, დასკვნის სახით, ქვეყნის ზომა არ ახდენს გავლენას სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე და, შედეგად, აქტივის ბეტას კორექტირება საქართველოს შედარებით მცირე ზომის გასათვალისწინებლად მიზანშეწონილად არ იქნა მიჩნეული.

ცხრილი 8: სტატისტიკური რეგრესიის შედეგები მოსახლეობის და ქვეყნის ფართობის გავლენის შესახებ აქტივის ბეტაზე

ცხრილი 8: სტატისტიკური რეგრესიის შედეგები მოსახლეობის და ქვეყნის ფართობის გავლენის შესახებ აქტივის ბეტაზე	
ცვლადი	კოეფიციენტი
Log(მოსახლეობა)	0.0604 (0.0805)

²¹ გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის მონაცემები 2023 წ

²² გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის მონაცემები 2021 წ

²³ მსოფლიო ბანკის მონაცემები 2024 წ

²⁴ აღსანიშნავია, რომ შედარებით მცირე რაოდენობის მიუხედავად, მხოლოდ 20 დაკვირვება, შესაფასებელი რეგრესია შედარებით მარტივია, მაქსიმუმ სამი შესაფასებელი კოეფიციენტით. შესაბამისად, თუ არსებობდა მატერიალური კავშირი ქვეყნის ზომასა და სისტემატურ რისკს შორის, მაშინ მოსალოდნელი იქნებოდა ერთ-ერთი პარამეტრის მინიმუმ სუსტი სტატისტიკური მნიშვნელობა, მაგალითად, 90%-იან დონეზე -0.1-ზე დაბალი p-მნიშვნელობით.

²⁵ ასევე ჩატარებულია უფრო მარტივი რეგრესიები, რომელთა ყველა შედეგი სტატისტიკურად არამნიშვნელოვანი აღმოჩნდა.

Log(ფართობი)	0.1112 (0.0802)
Log(მშპ ერთ სულზე)	-0.0844 (0.1626)
დაკვირვებები	20
წყაროები და შენიშვნები:	
Brattle-ის ანალიზი Bloomberg-ის მონაცემებზე დაყრდნობით.	
სტანდარტული ცდომილებები ფრჩხილებშია. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.	

II.B. სასესხო კაპიტალის ღირებულება

52. კომისიის 2022 წლის გადაწყვეტილებაში, სასესხო კაპიტალის ღირებულება განისაზღვრა როგორც ურისკო განაკვეთს დამატებული სესხის პრემია. თავის მხრივ, სესხის პრემია გამოითვლებოდა საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული, საქართველოში იურიდიულ პირებზე გაცემულ სესხებზე არსებული ერთწლიანი საშუალო საპროცენტო განაკვეთიდან ურისკო განაკვეთის გამოკლებით.
53. განსხვავებით PwC-ის მიდგომისგან, ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები რეკომენდაციას უწევს სასესხო კაპიტალის ღირებულების გამოთვლას როგორც ურისკო განაკვეთისა და სესხის პრემიის ჯამის სახით, ორივე კომპონენტის ხუთწლიანი საშუალო მნიშვნელობების გამოყენებით. სახელმძღვანელო მითითებები ასევე რეკომენდაციას უწევს სესხის პრემიის შეფასებას გრძელვადიანი კორპორატიული ობლიგაციებისა (შესაძლებლობის ფარგლებში 10-წლიანი ვადის მქონე) და ანალოგიური ვადის მქონე ეროვნული სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის არსებული სპრედის საფუძველზე²⁶. ამ რეკომენდაციების შესაბამისად, BEREC ყოველწლიურად ითვლის ოპერატორის სპეციფიკურ სესხის პრემიას, მეორად ბაზარზე არსებული მონაცემების გამოყენებით, ინდივიდუალური ოპერატორების მიერ გამოშვებული ობლიგაციების სარგებლისა და ეროვნული ურისკო განაკვეთის საფუძველზე, ხუთწლიანი საშუალო პერიოდის გათვალისწინებით.²⁷
54. მყარი მეთოდოლოგიის ჩამოსაყალიბებლად და სესხის პრემიის გონივრული ღირებულების მისაღებად, განხილულია ოთხი ალტერნატიული მიდგომა:
- PwC-ის მიერ გამოყენებული მეთოდოლოგია, რომლის უპირატესობაა საქართველოში მოქმედი კომპანიებისთვის სესხის პრემიის პირდაპირი და მარტივი შეფასება. აღნიშნული მიდგომის საფუძველზე სესხის პრემია 3.81%-ს შეადგენს.
 - შემდეგი მიდგომაა, სესხის პრემიის გამოთვლა საქართველოში მოქმედი ოპერატორების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის და შესაბამისი ურისკო განაკვეთის საფუძველზე. ამ მიდგომის უპირატესობაა ის, რომ პრემია პირდაპირ იმ კომპანიების მონაცემებზეა დაფუძნებული, რომელთათვისაც WACC გამოითვლება. ნაკლოვანებაა კომპანიების მცირე რაოდენობა, ვინაიდან სპრედის გამოთვლა შესაძლებელია მხოლოდ ორი კომპანიისთვის: შპს სელფი მობაილი და სს სილქნეტი. ამასთანავე, სესხების მნიშვნელოვანი ნაწილი დენომინირებულია აშშ დოლარსა და ევროში.
- აღნიშნული მიდგომის საფუძველზე სესხის პრემია განისაზღვრა 2.0%-ის (დეტალური გაანგარიშება, დანართი N1, თავი VII, სასესხო კაპიტალის ღირებულება) მოცულობით,

²⁶ ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ, ¶56.

²⁷ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში გვ. 26, 27.

გ. მესამე ალტერნატივად განხილულია ევროპული სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების მიერ გადახდილი სესხის პრემიები, როგორც ეს BEREC-ის წლიურ ანგარიშებშია წარმოდგენილი. ანალიზის შედეგად, ევროპული ოპერატორების მონაცემები მერყეობს 0.53%-დან (Telefónica) 3.05%-მდე (DIGI Communications), საშუალო მნიშვნელობით 1.34%. ამასთან, საინვესტიციო რეიტინგზე დაბალი რეიტინგის მქონე კომპანიებისთვის პრემია მნიშვნელოვნად მაღალია, მათ შორის Telecom Italia (BB)-2.23% და DIGI Communications (BB)-3.05%. საინვესტიციო რეიტინგზე დაბალი (below investment grade) ორი კომპანიის საშუალო სასესხო პრემია შეადგენს 2.64%-ს.

დ. მეოთხე ალტერნატივად განხილულია საქართველოს ეროვნული ბანკის („სებ“) მიერ გამოქვეყნებული BB კორპორატიული მრუდი. საქართველოს ეროვნული ბანკი აქვეყნებს ქართულ ლარში დენომინირებული BB რეიტინგის მქონე კორპორატიული სესხის სავარაუდო საპროცენტო განაკვეთებს ანუ სარგებლიანობას (yield) სხვადასხვა ვადიანობისთვის. 2025 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით, BB კორპორატიული მრუდი 10-წლიანი კორპორატიული ობლიგაციებისთვის შესაბამისად 4.44%-იან სპრედს გულისხმობდა²⁸.

55. დასკვნის სახით:

ა. არსებობს რისკი, რომ PwC-ის წინა მეთოდით შეფასებული სასესხო ღირებულება გადაჭარბებულად ასახავდეს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულებას, ვინაიდან სატელეკომუნიკაციო ოპერატორები, მოსალოდნელია რომ, უფრო ხელსაყრელ განაკვეთებს იღებენ, ვიდრე საქართველოში საშუალო მსესხებელი.

ბ. ოპერატორების ფინანსური ანგარიშგებებიდან შეფასებული სასესხო კაპიტალის ღირებულება გარკვეულ სირთულეებს შეიცავს, რადგან მონაცემები მოიცავს უცხოურ ვალუტაში გამოშვებულ სესხს, ხოლო ქართულ ლარში დენომინირებული სესხის შესახებ მონაცემები ფრაგმენტული და არასტაბილურია.

გ. BB კორპორატიული მრუდიდან მიღებული სპრედი მნიშვნელოვნად აღემატება საქართველოში იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების საშუალო სპრედს და ასევე აღემატება BEREC-ის მიერ სატელეკომუნიკაციო ოპერატორებისთვის გამოთვლილ უმაღლეს სპრედს, რომელიც შეადგენს 3.05%-ს. ეს დამატებითი ანალიზის საჭიროებას აჩენს, რადგან თეორიულად მოსალოდნელია რომ კორპორატიულ ობლიგაციებს დაბალი უკუგება უნდა ჰქონდეთ, ვიდრე ზოგადად იურიდიულ სესხებს. აღნიშნული შეუსაბამობის შესაძლო ახსნა შეიძლება მიეწეროს მრუდის აგების მეთოდოლოგიის თავისებურებებს, შერჩევის სპეციფიკას, ასევე ლიკვიდურობის, სესხების პირობების და ბაზრის ზომის საკითხებს. ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, BB კორპორატიული მრუდი საქართველოში სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულების შესაფასებლად მიზანშეწონილად არ იქნა მიჩნეული.

56. ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, Brattle-ს საკონსულტაციო გამოცდილებაზე დაყრდნობით გონივრულად იქნა მიჩნეული, რომ BEREC-ის მონაცემებზე დაფუძნებული სასესხო კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა საქართველოს ოპერატორებისთვის ყველაზე სანდო შეფასებას უზრუნველყოფს. საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების საკრედიტო რეიტინგების გათვალისწინებით, საშუალო მაჩვენებლის ნაცვლად, გამოყენებულია Telecom

²⁸ ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/page/bb-korporatiuli-mrudi>

Italia-სა და DIGI Communications-ის საშუალო სპრედი, რომლებიც წარმოადგენენ BEREC-ის შერჩევაში ყველაზე დაბალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე ოპერატორებს. აღნიშნული მიდგომით მიღებული სესხის სპრედი შეადგენს 2.64%-ს.²⁹

ცხრილი 9: სასესხო კაპიტალის ღირებულება სატელეკომუნიკაციო სერვისებისთვის საქართველოში

ცხრილი 9: სასესხო კაპიტალის ღირებულება სატელეკომუნიკაციო სერვისებისთვის საქართველოში		
10.წ სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[1]	9.10%
BB რეიტინგის ევროპული სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების საშუალო	[2]	2.64%
სასესხო კაპიტალის ღირებულება, დაბეგვრამდე	[3]	11.74%

57. 2.64%-იანი სპრედის ურისკო განაკვეთზე დამატებით მიიღება სასესხო კაპიტალის ღირებულების 11.74% დაბეგვრამდე მონაცემი.

III. NGA პრემიის საჭიროება საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორში

58. სამუშაო პროცესში, კომისიამ მიზანშეწონილად მიიჩნია შეფასებულიყო WACC-ში ახალი თაობის ქსელებზე დაშვების (შემდგომში „NGA“) პრემიის გათვალისწინების საჭიროება, მათ შორის ფიქსირებულ ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელსა და 5G ქსელში ინვესტიციებისთვის. პირველ რიგში განხილულ იქნა მარეგულირებელი პრაქტიკა (ნაწილი III.A), ხოლო შემდეგ შეფასდა საქართველოში WACC-ში NGA ქსელებში ინვესტიციების (ნაწილი III.B) პრემიის რელევანტურობის შესახებ.

59. NGA პრემია, ევროპის მასშტაბით ეროვნული მარეგულირებელი ორგანოების პრაქტიკის მიხედვით, ასახავს ახალი თაობის (NGA) ტექნოლოგიებში, მათ შორის ოპტიკურ-ბოჭკოვან ინფრასტრუქტურაში, განხორციელებულ ინვესტიციებთან დაკავშირებულ დამატებით რისკს. შესაბამისად, გადაწყვეტილების შემდგომ ნაწილებში, სადაც მოხსენიებულია ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიის გამოყენებასთან დაკავშირებული პრემია, იგულისხმება NGA პრემია, რადგან NGA სერვისებისთვის დამატებით პრემიას იყენებენ ევროკავშირის ის ქვეყნები, რომლებიც ოპტიკურ-ბოჭკოვან ტექნოლოგიას ჯერ კიდევ არ ჩაუნაცვლებია ტრადიციული ტექნოლოგიები.

III.A NGA პრემიასთან დაკავშირებული მარეგულირებელი პრაქტიკისა და მაგალითების მიმოხილვა

60. სატელეკომუნიკაციო ქსელზე დაშვების რეგულირებასთან დაკავშირებული ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების პრემიის ცნება სათავეს იღებს ევროკომისიის 2010 წლის 20 სექტემბრის 2010/572/EU რეკომენდაციიდან, რომელიც ეხება NGA ქსელებზე დაშვების რეგულირებას³⁰. აღნიშნულ დოკუმენტში, ევროკომისიამ ტარიფების გაანგარიშების მიზნით, გასცა რეკომენდაცია, რომ ევროკავშირის წევრ სახელმწიფოებში მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე ოპერატორის WACC-ში უნდა აისახოს ოპტიკურ-ბოჭკოვან კაბელში ინვესტიციების უფრო მაღალი რისკი სპილენძის ქსელის ოპერირების რისკებთან შედარებით.

²⁹ აღსანიშნავია, რომ WACC-ის მომავალ განახლებებში საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორებს შესაძლოა ჰქონდეთ თავისუფლად მოვაჭრე ობლიგაციები შესაბამისი კრიტერიუმებით. ასეთ შემთხვევაში, კომისიას შეეძლება აღნიშნული სარგებლიანობის მონაცემები გააერთიანოს BEREC-ის ანგარიშიდან მიღებულ შესაბამის სპრედებთან.

³⁰ ევროკომისიის რეკომენდაციები, „კომისიის 2010 წლის 20 სექტემბრის რეკომენდაცია ახალი თაობის დაშვების ქსელებზე (NGA) რეგულირებული დაშვების შესახებ“, 2010/572/EU, 2010 წლის სექტემბერი.

61. ამ მიზნით და იმ მოცემულობის გათვალისწინებით, რომ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების განვითარება, განსაკუთრებით მათ საწყის ფაზაში, მნიშვნელოვან რისკებს შეიცავს მაღალი არაანაზღაურებადი საინვესტიციო ხარჯებისა და მოთხოვნის განუსაზღვრელობის გამო, ევროკომისიამ რეკომენდაცია გასცა, რომ ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანოებმა (NRA) WACC-ში გაითვალისწინონ რისკის პრემია, მათ შორის, სადაც გამართლებულია, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემია დამატებით სპილენძის ქსელისთვის გათვალისწინებულ WACC³¹-ზე. რეკომენდაცია ეროვნულ მარეგულირებელ ორგანოებს ურჩევდა გაეთვალისწინებინათ გაურკვევლობის ფაქტორები, რომლებიც დაკავშირებულია მოთხოვნის განუსაზღვრელობასთან, ქსელის განვითარებასთან დაკავშირებულ ხარჯებთან, ტექნოლოგიურ პროგრესთან და ბაზრის დინამიკასთან³². ვინაიდან ეს რისკ-ფაქტორები დროთა განმავლობაში იცვლება და ამასთან, მცირდება ახალი NGA ქსელის დაფარვის ზრდასთან ერთად, ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანოებმა ეს მოცემულობა მხედველობაში უნდა მიიღონ, პერიოდულად გააანალიზონ და დროთა განმავლობაში შეცვალონ რისკის პრემია. კომისიამ სწორედ ამ აღნიშნული რეკომენდაციის შესაბამისად იმოქმედა.
62. სპილენძის ქსელების WACC-თან შედარებით ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ინვესტიციებისთვის NGA პრემიის ჩართვის გონივრულობა გაანალიზებულია ევროკომისიის დაკვეთით მომზადებულ Brattle-ის 2016 წლის კვლევაში, WACC-ის გაანგარიშების მეთოდოლოგიების³³ ჰარმონიზაციის პროცესის დასაწყისში. კვლევაში გამოკვეთილია სამი ძირითადი მიზეზი, თუ რატომ შეიძლება იყოს NGA ქსელების WACC უფრო მაღალი, ვიდრე სპილენძის ქსელებისთვის გათვალისწინებული WACC:
- ა. კაპიტალის სტრუქტურა (Leverage): ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის მოწყობა დიდი ინვესტიციების განხორციელებას მოითხოვს. დიდი ინვესტიციები თავის მხრივ ბეტა კოეფიციენტის ზრდას განაპირობებს, გამომდინარე იქიდან, რომ დიდი ინვესტიციები ფულადი ნაკადების გასვლასთან ასოცირდება, რაც თავის მხრივ ხელს უწყობს უკუგების ცვალებადობის ზრდას.
 - ბ. მოთხოვნის განუსაზღვრელობა: ოპტიკურ-ბოჭკოვან სერვისებზე მოთხოვნა შეიძლება იყოს უფრო მეტად მგრძნობიარე ეკონომიკური მაჩვენებლებისა და შემოსავლის ცვლილებების მიმართ. ეს შეიძლება იყოს ასე, თუ, მაგალითად, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიის სერვისები შეიძლება ჩაითვალოს პრემიუმ პროდუქტად.
 - გ. ხანგრძლივი სასიცოცხლო ვადის მქონე (Long-lived) აქტივები: ახალ ოპტიკურ-ბოჭკოვან აქტივებს ხანგრძლივი სიცოცხლისუნარიანობა აქვთ და ამიტომ მათი ღირებულება უფრო მგრძნობიარეა მაკროეკონომიკური პირობების ცვლილებების მიმართ, ვიდრე სპილენძის ქსელი, რომელსაც უკვე უფრო მოკლე სიცოცხლისუნარიანობა აქვს.
63. ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემიის გათვალისწინების დამატებითი საფუძველი, რომელიც აღნიშნულია ევროკომისიის 2010/572/EU სარეკომენდაციო დოკუმენტში და პრაქტიკაშიც გამოყენებულია ევროკავშირის ქვეყნების რამდენიმე მარეგულირებლის მიერ, დაკავშირებულია ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ინვესტიციების შეუქცევად ხასიათთან. კერძოდ, ოპტიკურ-ბოჭკოვან ინფრასტრუქტურაში ინვესტიციის განხორციელებით მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე (SMP) ოპერატორი ფაქტობრივად კარგავს ინვესტიციის

³¹ *Ibid.*, არტიკლი. 25

³² *Ibid.*, დანართი I.

³³ Brattle-ის 2016 წლის ანგარიში.

გადავადების შესაძლებლობის ეკონომიკურ ღირებულებას, რის გამოც აღნიშნული რისკი სათანადო ანაზღაურებით უნდა იქნეს კომპენსირებული.

64. ევროკომისიის 2010/572/EU სარეკომენდაციო დოკუმენტში ასახული რეკომენდაციების შესაბამისად, რამდენიმე ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანომ გააანალიზა ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციების ფარდობითი რისკი სპილენძის ქსელთან შედარებით. ამ ანალიზმა გამოავლინა ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკის პრემიის ჩართვის საჭიროება, რათა ამგვარი ახალი ინვესტიციების გაზრდილი რისკი დაკომპენსირებულიყო. თუმცა, ასევე აღნიშნულია, რომ ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციების გაზრდილი რისკი და მასთან დაკავშირებული დამატებითი პრემია უნდა შემცირდეს ამ ტექნოლოგიის ქსელების განვითარებასთან ერთად. უკვე შემდგომი პერიოდის ბაზრის ანალიზისას, რამდენიმე ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანომ შეამცირა ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციასთან დაკავშირებული რისკის პრემია, რაც გამოწვეული იყო, NGA ქსელის გაზრდილი დაფარვის გამო, ამგვარი ინვესტიციების რისკის შემცირებით. ამასთან, ზოგიერთ შემთხვევაში, მარეგულირებელმა საერთოდ გააუქმეს NGA ქსელზე დაშვების რეგულირება, რადგან დაადგინეს, რომ წინასწარი რეგულირების (ex-ante) საფუძველი აღარ არსებობდა.
65. მაგალითად, 2013 წელს ესპანეთის კონკურენციის ეროვნულმა სააგენტომ (CNMC) WACC-ს განსაზღვრისას გაითვალისწინა 4.81%-იანი რისკის პრემია 30 მზ/წმ-ზე მეტი სიჩქარის ფართოზოლოვანი ქსელებით მომსახურებისთვის. CNMC-მ აღნიშნული პრემია ფინანსური მოდელის საფუძველზე განსაზღვრა, რომელიც ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ინფრასტრუქტურის ინვესტიციის შიდა მომგებიანობის ნორმასა (IRR) და სპილენძზე დაფუძნებული ინფრასტრუქტურის ინვესტიციის IRR-ს შორის სხვაობის ტოლი იყო.³⁴ შემდგომში, 2016 წლიდან, ესპანეთის კონკურენციის ეროვნულმა სააგენტომ გააუქმა ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებზე დაშვების წინასწარი რეგულირება, რითაც მნიშვნელოვანი ძალაუფლების მქონე ოპერატორის ფასების კონტროლი შემოიფარგლა ეკონომიკური რეპლიკაციის ტესტით³⁵.
66. დიდ ბრიტანეთში ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანომ (Ofcom) 2014 წელს განსაზღვრა 2.2%-იანი რისკის პრემია ოპტიკურ ბოჭკოვანი ქსელით მომსახურებისთვის სპილენძის ქსელებისთვის განსაზღვრულ WACC-სთან შედარებით, რის გამოც ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციებს მიანიჭა უფრო მაღალი აქტივის ბეტა კოეფიციენტი (0.83), ვიდრე სპილენძის ქსელში ინვესტიციებს (0.50) ³⁶. კერძოდ, მოქმედი ოპერატორის British Telecom-ის (BT) ოპტიკურ ბოჭკოვან ქსელზე დაშვების მომსახურებაზე WACC-ის გაანგარიშებისას, Ofcom-მა BT-ის ბეტა დამალა სხვადასხვა რეგულირებადი საქმიანობის ბეტა კოეფიციენტად. Ofcom-მა შეაფასა აქტივების ორი ცალკეული ბეტა კოეფიციენტი, ერთი Openreach-ის სპილენძის ქსელზე წვდომისთვის და მეორე ყველა სხვა რეგულირებული სატელეკომუნიკაციო მომსახურებისთვის, მათ შორის ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელებისთვის, იმ მოსაზრებით, რომ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი

³⁴ CNMC, რეზოლუცია ახალი თაობის წვდომის ქსელების საბითუმო მომსახურებისთვის ნომინალური უკუგების განაკვეთში რისკის პრემიის გამოთვლის პროცედურის შესახებ (MTZ 2012/2155).

³⁵ CNMC, დადგენილება, რომელიც ეხება ფიქსირებულ ლოკაციაზე ადგილობრივი საბითუმო წვდომის ბაზრის განსაზღვრასა და ანალიზს და ფართოზოლოვან ქსელზე საბითუმო წვდომის ბაზრებს, მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე ოპერატორის განსაზღვრას და კონკრეტული ვალდებულებების დაწესებას და შეესაბამება ევროკომისიისა და ელექტრონული კომუნიკაციების ევროპული მარეგულირებელი ორგანოს რეკომენდაციას. (ANME/DTSA/2154/14/MERCADOS 3a 3b 4).

³⁶ Ofcom, ფართოზოლოვანი ინტერნეტის საბითუმო წვდომის ბაზრების მიმოხილვა, 2014 წლის ივნისი, დანართი 7.

ქსელის სისტემატური რისკი მსგავსი იყო სხვა მობილური და ფართოზოლოვანი სატელეკომუნიკაციო სერვისების სისტემატური რისკისა, როგორც საცალო, ასევე საბითუმო მომსახურებებისთვის³⁷. ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელებში ინვესტიციებზე პრემია ეტაპობრივად შემცირდა 0.9%-მდე 2018 წელს და 0.8%-მდე 2021 წელს³⁸.

67. ნიდერლანდებში, მარეგულირებელმა ორგანომ (The Netherlands Authority for Consumers and Markets-ACM) 2015 წელს დაადგინა ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემია 2%-ის ოდენობით, რომელიც შემდგომში 2020 წელს 0.8%-მდე შემცირდა. ეს ცვლილება გამართლებული იყო მოთხოვნის არაპროგნოზირებადობის შემცირებით, ახალი ქსელის გაზრდილი პენეტრაციისა და მოხმარების გამო, აგრეთვე საინვესტიციო ხარჯების შემცირებით.³⁹
68. 2015 წელს საფრანგეთის სატელეკომუნიკაციო სფეროს მარეგულირებელმა ორგანომ - ARCEP-მა მიიღო სიმეტრიული რეგულირება ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელებისთვის-ანუ რეგულირება, რომელიც გავრცელდა ყველა ოპერატორზე და არა მხოლოდ მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე ოპერატორზე და შეიმუშავა ფინანსური მოდელი, რომელიც გამოყენებული იქნებოდა ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის ტარიფების გაანგარიშების ინსტრუმენტად. ARCEP-ის მიერ დამტკიცებული ფინანსური მოდელი ითვალისწინებდა 25 წლიან სამიზნე პერიოდს და განსაზღვრა 5%-ით უფრო მაღალი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემია სპილენძის ქსელზე გამოყენებულ WACC-თან შედარებით. ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემია განისაზღვრა როგორც სხვაობა სპილენძის ქსელისთვის გამოყენებულ რეგულირებად WACC-სა და ფართოზოლოვანი ქსელისთვის მოსალოდნელ პროექტის უკუგების მაჩვენებელს (IRR) შორის. თუმცა, თითოეული პროექტის ტარიფებზე გამოსაყენებელი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემია წინასწარ არ იყო განსაზღვრული, არამედ უნდა შეფასებულიყო თითოეული პროექტისთვის ინდივიდუალურად, ARCEP-ის მიერ შემუშავებული მოდელის გამოყენებით, რომელიც ადაპტირებული იყო თითოეული პროექტის ტექნიკურ და ფინანსურ სპეციფიკასთან. ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის მომსახურება საფრანგეთში შემდგომში დერეგულირდა, რის გამოც ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიის გამოყენება აღარ გახდა საჭირო.
69. იტალიაში, სატელეკომუნიკაციო სფეროს მარეგულირებელმა ორგანომ - AGCOM-მა პირველად 2015 წელს განსაზღვრა ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემია 3.2%-ის ოდენობით ფასწარმოქმნის მოდელის (option pricing) გამოყენებით, რათა შეეფასებინა NGA ქსელში ინვესტიციის მოგვიანებით განხორციელების ღირებულება დაუყოვნებლივ ინვესტირების

³⁷ Ofcom, ადგილობრივი წვდომის საბითუმო ბაზრის მიმოხილვა: დადგენილება, 2018 წლის მარტი, დანართი 20.

³⁸ 2018 და 2021 წლებში ოპტიკურ ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიის შემცირება დიდწილად განპირობებული იყო Openreach-ის აქტივების ბეტასა და სხვა სატელეკომუნიკაციო სერვისების აქტივების ბეტას შორის სხვაობის შემცირებით. ეს სხვაობა 2014 წელს იყო 0.33 (=0.83-0.50), ხოლო შემდგომში 2018 წელს დაახლოებით 0.14-მდე შემცირდა (რაც შეადგენს Openreach-ის 0.59-სა და სხვა რეგულირებული სერვისების 0.73-ს შორის სხვაობას). 2021 წელს 0.09-მდე (რაც უდრის Openreach-ის 0.53-სა და სხვა რეგულირებული სერვისების 0.62-ს შორის სხვაობას). იხილეთ Ofcom-ის ადგილობრივი დაშვების საბითუმო ბაზრის მიმოხილვა: განცხადება, 2018 წლის მარტი, დანართი 20; Ofcom, ინვესტიციებისა და კონკურენციის ხელშეწყობა ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში: ფიქსირებული კომუნიკაციების საბითუმო ბაზრის მიმოხილვა 2021-26, დანართი 21; და რიჩარდ კალდუელის, ლუკრეციო ფიგურელის და დენ ჰარისის „კაპიტალის ღირებულება: ბეტა კოეფიციენტი და Geering WFTMR 2021-ისთვის“, 2021 წლის მარტი.

³⁹ იხილეთ დენ ჰარისის, ლუკრეციო ფიგურელის, მასიმილიანო კოლოჯის ნაშრომი „WACC KPN-ისა და VodafoneZiggo-სთვის“, 2020 წლის თებერვალი, სექცია IX.B.

ნაცვლად⁴⁰. ეს მაჩვენებელი იგივე აღმოჩნდა ბაზრის შემდგომი ანალიზის დროსაც და უცვლელი დარჩა 2021 წლამდე⁴¹. 2022 წელს კი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემია შემცირდა 1.92%-მდე და 2023 წელს 1.36%-მდე⁴². 2024-დან 2028 წლამდე მარეგულირებელი პერიოდისთვის AGCOM-მა მიიჩნია, რომ NGA პრემიის გამოყენება აღარ იყო გამართლებული, რადგან მიიჩნევენ, რომ FTTH დაფარვა თითქმის დასრულდება 2028 წლისთვის, რაც აღმოფხვრის იმ არაპროგნოზირებადობას, რამაც გამოიწვია სხვადასხვაგვარი პრემია⁴³. მიმდინარე საბაზრო კონსულტაციების დროს, AGCOM განიხილავს სატარიფო კონტროლის ვალდებულების საერთოდ გაუქმებას.⁴⁴

70. ქვემოთ მოცემული გრაფიკი 6 ასახავს ევროკავშირსა და გაერთიანებულ სამეფოში ამჟამად მოქმედი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიის მნიშვნელობებს და ასევე წარმოდგენილია ქვეყნები, რომლებიც არ იყენებენ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიას ან სადაც ეს მომსახურება არ არის რეგულირებული. საერთო ჯამში, ამჟამად მხოლოდ 7 ქვეყნის ეროვნული მარეგულირებელი ორგანო ინარჩუნებს ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიას, რომელთა საშუალო მაჩვენებელი 1.45%-ს შეადგენს. სხვა ეროვნული მარეგულირებელი ორგანოები, მათ შორის ყველაზე მაღალი FTTH დაფარვის მქონე ქვეყნები, თავდაპირველად არეგულირებდნენ FTTH მომსახურებას და შემდეგ მიიჩნიეს, რომ რეგულირება აღარ იყო საჭირო, ან არ იყენებენ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიას, მიუხედავად იმისა, რომ მომსახურება რეგულირდება. იმ ქვეყნის მარეგულირებელი ორგანოები, რომლებიც იყენებენ, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიას აფასებენ ან ფინანსური მოდელის გამოყენებით (საფრანგეთი, იტალია და ესპანეთი), ან აქტივების ბეტას სხვაობის გამოყენებით (გაერთიანებული სამეფო, ბელგია, ნიდერლანდები) ან სხვა ქვეყნების (პოლონეთი, სლოვენია, ხორვატია, ჩეხეთი) მიერ გამოყენებული პრემიის საშუალო მაჩვენებლებით.

გრაფიკი 6: ევროპელი მარეგულირებლების მიერ გამოყენებული მიმდინარე პრემია

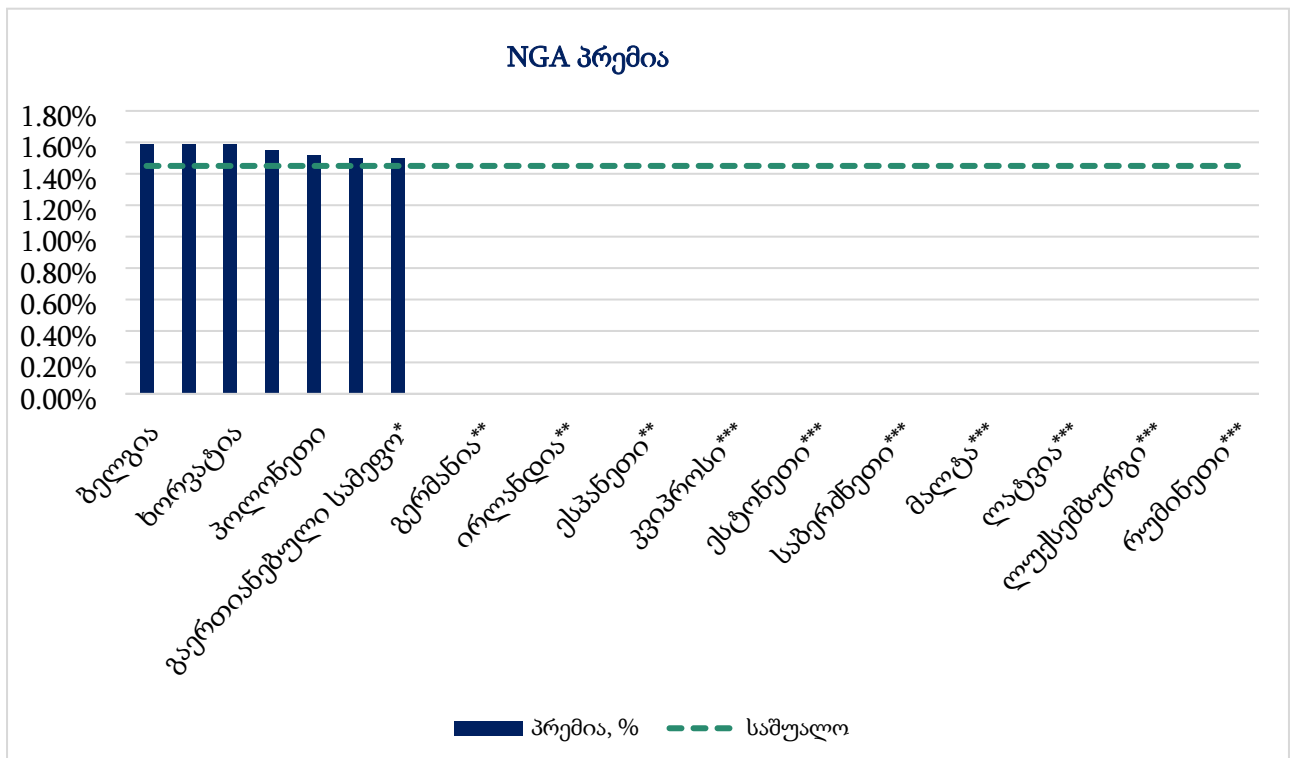
⁴⁰ იხ. AGCOM, Delibera n. 623/15/CONS, Allegato E.

⁴¹ იხ. AGCOM, Delibera n. 348/19/CONS, Annesso 6 del Documento V.

⁴² BEREC, „BEREC-ის ანგარიში მარეგულირებელი აღრიცხვა პრაქტიკაში 2023“, 2023 წლის დეკემბერი, თავი 5 - WACC, დიაგრამა 57 და BEREC, „BEREC-ის ანგარიში მარეგულირებელი აღრიცხვა პრაქტიკაში 2024“, 2024 წლის დეკემბერი, თავი 5 - WACC, დიაგრამა 58.

⁴³ იხ. AGCOM, Delibera n. 114/24/CONS, Annesso 1 del Documento VI, ¶138.

⁴⁴ იხ. AGCOM, Delibera n. 205/25/CONS.



შენიშვნები:

* ბოლო საჯაროდ ხელმისაწვდომი მნიშვნელობა არის 2021 წლის, მიმდინარე მარეგულირებელი პერიოდის დასაწყისში. Ofcom პრემიას ყოველწლიურად განახლებს, მაგრამ შემდგომი წლიური მნიშვნელობები არ ქვეყნდება.

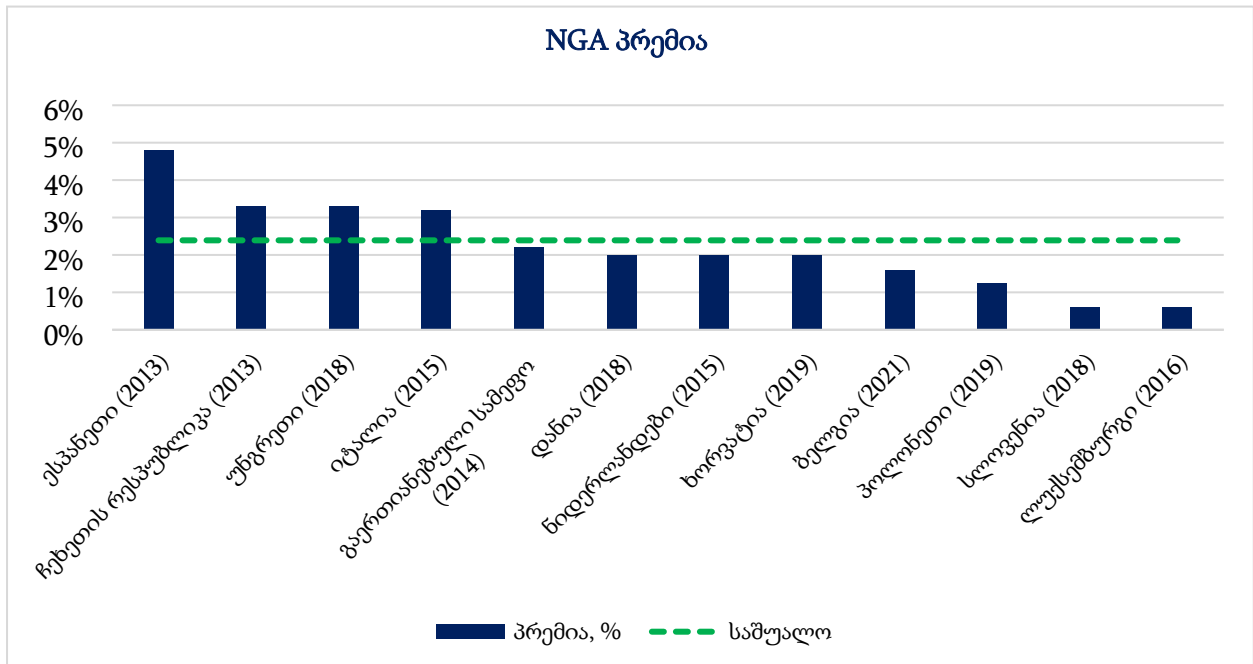
** ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემია უდრის 0-ს

*** ინფორმაცია არ არის ხელმისაწვდომი

71. ქვემოთ მოცემულ გრაფიკ 7-ზე უფრო დეტალურად არის წარმოდგენილი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემია, რომლებიც თავდაპირველად შერჩეულ იქნა მარეგულირებლების მიერ მათი შემოღების დროს. საერთო ჯამში, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემიის ეს საწყისი მაჩვენებლები მერყეობდა 0.61%-დან სლოვენიასა და ლუქსემბურგში და 4.81%-მდე ესპანეთში, საშუალოდ კი 2.39%-ს შეადგენდა⁴⁵.

გრაფიკი 7: ევროპელი მარეგულირებლების მიერ თავდაპირველად გამოყენებული პრემია

⁴⁵ აღსანიშნავია, რომ ცხრილში არ არის ჩართული საფრანგეთის პრემია. როგორც ზემოთ აღინიშნა, 2015 წელს ARCEP-მა შეიმუშავა ფინანსური მოდელი, რომელიც გამოიყენებოდა ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის ტარიფების გამოსათვლელ ინსტრუმენტად და მოიცავდა 5%-იან ოპტიკურ-ბოჭკოვან პრემიას. თუმცა, თითოეული პროექტის ტარიფებზე გამოსაყენებელი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემია არ იყო წინასწარ (ex ante) განსაზღვრული, არამედ უნდა შეფასებულიყო თითოეული შემთხვევისთვის ცალკე ARCEP-ის მიერ შემუშავებული მოდელის გამოყენებით. ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის მომსახურება შემდგომში დერეგულირებულ იქნა და ჩვენთვის ცნობილი არ არის არცერთი შემთხვევა, როდესაც ARCEP-მა ფაქტობრივად გამოიყენა აღნიშნული პრემია



72. ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციების უფრო მაღალი რისკის დროთა განმავლობაში შემცირების მტკიცებულება, რაც განპირობებულია გაზრდილი დაფარვის, მოთხოვნის გაურკვევლობის შემცირების და ტექნოლოგიების განვითარების ერთობლიობით, ასევე წარმოდგენილია Brattle-ის მიერ ნიდერლანდების მარეგულირებელი ორგანოსა (ACM)⁴⁶ და დიდი ბრიტანეთის მარეგულირებელი ორგანოსთვის (Ofcom) მომზადებულ ანგარიშებში⁴⁷, რომელიც აღნიშნულმა მარეგულირებლებმა გამოიყენეს ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების პრემიის ღირებულების განახლების საფუძვლად. ამ ანგარიშებში შეფასებულია, რომ ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ინვესტიციების მაღალი სისტემატური რისკი პირდაპირ შესაძლებელია განისაზღვროს იმ „ისტორიული“ ოპერატორების (რომლებიც წარმოდგენენ მემკვიდრეობით მიღებული სპილენძის ქსელის მფლობელებს იმ ქვეყნებიდან სულ მცირე ერთ-ერთში მაინც, სადაც ოპერირებენ) და იმ ფიქსირებული სატელეკომუნიკაციო და საკაბელო ქსელის „ალტერნატიული“ ოპერატორების, აქტივების ბეტა კოეფიციენტებს შორის სხვაობაზე დაკვირვებით, რომლებიც კონკურენციას უწევენ ე.წ. „ისტორიულ“ ოპერატორებს.
73. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 10-ში წარმოდგენილია ე.წ. „ისტორიული“ ოპერატორებისა და „ალტერნატიული“ ოპერატორების ბეტა კოეფიციენტებს შორის შედარების შედეგები დროის ოთხ სხვადასხვა მომენტში, რაც შეესაბამება ნიდერლანდების მარეგულირებელი ორგანოსა (ACM) და დიდი ბრიტანეთის მარეგულირებელი ორგანოს (Ofcom) ზემოთ აღნიშნულ ანგარიშებში და კომისიისთვის მომზადებულ საკონსულტაციო ანგარიშში გამოყენებულ შეფასების მონაცემებს. უფრო დეტალურად, ცხრილში მოცემულია „ისტორიული“ და „ალტერნატიული“ ოპერატორების აქტივების საშუალო ბეტა კოეფიციენტი და მათ შორის სხვაობა. ცხრილში ასევე მოცემულია შეფასების თარიღები და ანალიზისთვის გამოყენებული

⁴⁶ Dan Harris, Lucrezio Figurelli, Massimiliano Cologgi, „WACC KPN-ისა და VodafoneZiggo-სთვის“, 2020 წლის თებერვალი (ხელმისაწვდომია: https://www.acm.nl/sites/default/files/documents/2020-03/onderzoek-naar-de-vermogenskostenvoet-van-kpn-en-vodafoneziggo_1.pdf).

⁴⁷ Richard Caldwell, Lucrezio Figurelli, Dan Harris, „კაპიტალის ღირებულება: ბეტა და Gearing WFTMR 2021-ისთვის“, 2021 წლის მარტი (ხელმისაწვდომია: <https://www.ofcom.org.uk/siteassets/resources/documents/consultations/category-1-10-weeks/185028-promoting-investment-and-competition-in-fibre-networks--wholesale-fixed-telecoms-market-review-2021-26/associated-documents/wftmr-statement-brattle-report.pdf?v=326135>).

მეთოდოლოგია. საერთო ჯამში, „ისტორიულ“ და „ალტერნატიულ“ ოპერატორებს შორის ბეტა კოეფიციენტის სხვაობა დროთა განმავლობაში მცირდება - 2019-2020 წლებში 0.10-ზე მაღალი მაჩვენებლიდან 2025 წელს 0.01-მდე. თუმცა, ეს სხვაობა არასტაბილური ჩანს და არ შეიძლება იმის უარყოფა რომ ოპტიკურ ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციები კვლავ უფრო მაღალ სისტემატურ რისკს შეიცავს, ვიდრე სპილენძის ქსელში ოპერირება.

ცხრილი 10: აქტივების მედიანური ბეტა ისტორიული და ალტერნატიული ოპერატორებისთვის

ცხრილი 10: აქტივების მედიანური ბეტა ისტორიული (incumbent) და ალტერნატიული ოპერატორებისთვის					
ანგარიში	თარიღი	ბეტა [A]	ალტერნატიული ოპერატორები [B]	ისტორიული ოპერატორები [C]	
ACM	1 ნოემბერი 2019	3წ დღიური	0.57	0.44	
Ofcom	2 ოქტომბერი 2020	5წ დღიური	0.6	0.49	
ACM-ენერგეტიკის კომპანიები	3 თებერვალი 2025	3წ დღიური	0.33	0.32	
კომკომი	4 სექტემბერი 2025	5წ კვირეული	0.44	0.37	
შენიშვნები და წყაროები:					
[1]: Dan Harris, Lucrezio Figurelli, Massimiliano Cologgi, „WACC KPN-ისა და VodafoneZiggo-სთვის“, 2020 წლის თებერვალი, გვ. 18-19.					
[2]: Richard Caldwell, Lucrezio Figurelli, Dan Harris, „კაპიტალის ღირებულება: ბეტა და Gearing WFTMR 2021-ისთვის“, 2021 წლის მარტი, ¶104 და ცხრილი VI-1.					
[4]: ცხრილი B2.					

74. ევროკომისიის 2010/572/EU სარეკომენდაციო დოკუმენტში წარმოდგენილი მითითებები, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიის გამოყენებასთან დაკავშირებით, კვლავ აქტუალურია მიმდინარე მარეგულირებელ ჩარჩოში. თუმცა, ბოლოდროინდელი მოვლენები ხაზს უსვამს პროექტისთვის სპეციფიკური, თითოეული შემთხვევისთვის ცალკე WACC პრემიის განსაზღვრის მნიშვნელობას, რომელიც შესაძლოა აღიარებულ იქნეს ძალიან მაღალი გამტარუნარიანობის ქსელების (VHCN) განვითარებისთვის, მაგრამ მხოლოდ რაოდენობრივად შეფასებადი რისკის არსებობის შემთხვევაში. კერძოდ, ევროკომისიის 2019 წლის WACC შეტყობინება მკაფიოდ მიუთითებს 2010 წლის NGA რეკომენდაციაზე, რომელიც რჩება ძირითად სახელმძღვანელო დოკუმენტად იმის შესაფასებლად, გამართლებულია თუ არა დამატებითი ანაზღაურება ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის განვითარებისთვის⁴⁸. გარდა ამისა, როგორც BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, ასევე ევროკომისიის 2024 წლის რეკომენდაცია გიგაბიტის ქსელების შესახებ კვლავ განასხვავებს მემკვიდრეობითი (legacy) ინფრასტრუქტურისთვის გამოყენებულ WACC-ს, რომლის გამოთვლა უნდა მოხდეს WACC-ის სახელმძღვანელო პრინციპების შესაბამისად და დამატებით, უნდა განისაზღვროს პროექტისთვის სპეციფიკური რისკის პრემია, რომელიც ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანოებმა შესაძლოა გამოიყენონ საბაზისო WACC-ზე დამატებით, როდესაც ახალი VHCN-ების დანერგვა დამატებით და რაოდენობრივად შეფასებადი რისკებს წარმოშობს⁴⁹. ამრიგად, ევროკომისიის 2010 წლის სარეკომენდაციო დოკუმენტის შესაბამისად, მოქმედი ჩარჩო ადასტურებს, რომ ამგვარი რისკის პრემია კვლავაც მიზანშეწონილია კონკრეტული ოპტიკურ-

⁴⁸ EC შეტყობინება WACC-ს თაობაზე, ¶6, შენიშვნა 9.

⁴⁹ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, §1.2, გვ. 9-10. იხილეთ აგრეთვე ევროკომისია, „კომისიის რეკომენდაცია (EU) 2024/539, 2024 წლის 6 თებერვალი, გიგაბიტის კავშირის მარეგულირებელი ხელშეწყობის შესახებ“, ¶¶64-65.

ბოჭკოვანი საინვესტიციო პროექტებისთვის და ისინი გამჭვირვალედ უნდა ასახავდეს დამატებით რისკს.

III.B NGA პრემია საქართველოში ახალი თაობის ქსელებში ინვესტიციებისთვის

75. როგორც წინა ქვეთავში იყო ახსნილი, ახალ ოპტიკურ-ბოჭკოვან აქტივებში ინვესტიციების კაპიტალის სტრუქტურამ (leverage), მოთხოვნის განუსაზღვრელობამ და ხანგრძლივმა სასიცოცხლო ციკლმა შესაძლოა გაამართლოს NGA პრემიის გამოყენება, განსაკუთრებით ინვესტიციების განხორციელების საწყის წლებში. თუმცა, დროთა განმავლობაში პრემია უნდა შემცირდეს და საბოლოოდ გაუქმდეს კიდევ, როცა ინვესტირება დასრულებული ან მოთხოვნის განუსაზღვრელობა აღმოფხვრილი იქნება.

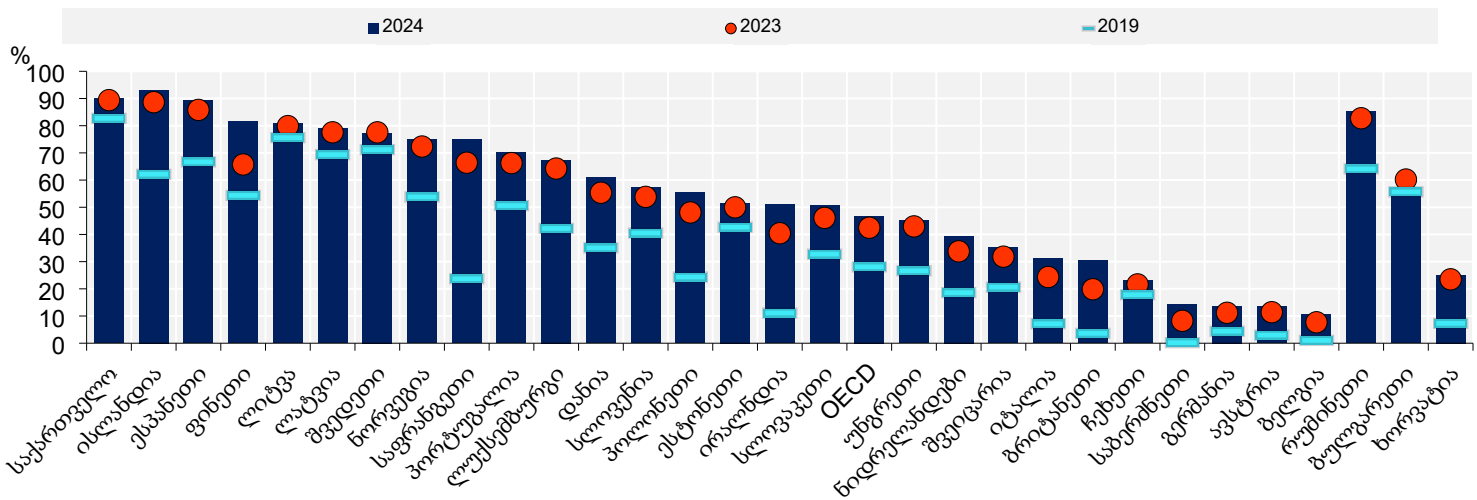
76. 2022 წლის 30 ივნისის გადაწყვეტილებაში კომისიამ აღნიშნა, რომ მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგია ინტერნეტმომსახურების სეგმენტში მნიშვნელოვან წილს იკავებს, ქსელის დაფარვის არეალის გაფართოება და საბოლოო მომხმარებლებისთვის ინტერნეტთან წვდომის გაზრდა კვლავ დარგის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება. აღნიშნული მიზნის მიღწევა, მათ შორის, შესაძლებელია მსხვილი ოპერატორების მხრიდან მცირე ზომის ოპერატორებისთვის ქსელებზე დაშვების უზრუნველყოფის გზით.

ამასთან, კომისიამ 2022 წლის გადაწყვეტილებაში ასევე აღნიშნა, რომ საქართველო უკვე მაშინ იკავებდა მოწინავე პოზიციას ევროკავშირის ქვეყნებთან შედარებით ახალი თაობის ქსელების (NGA) წილის მიხედვით ფიქსირებული ფართოზოლოვანი ინტერნეტით მომსახურების საერთო მოცულობაში. მიუხედავად ამისა, დარგის სტიმულირების მიზნით, კომისიამ მიზანშეწონილად მიიჩნია დამატებითი NGA პრემიის განსაზღვრა. ამ კონტექსტში შეფასდა, რომ იმ შემთხვევაში, თუ საქართველოში NGA ქსელების განვითარების არსებული ტენდენცია გაგრძელდებოდა, დროთა განმავლობაში შემცირდებოდა ფიქსირებული ფართოზოლოვანი მომსახურების სეგმენტში განსხვავებული რისკების არსებობა, რაც, თავის მხრივ, შეასუსტებდა NGA პრემიის გამოყენების აუცილებლობას.

შესაბამისად, კომისიამ დასაშვებად მიიჩნია, რომ მიმდინარე პერიოდში განსაზღვრულიყო განსხვავებული WACC ახალი თაობის ქსელებისთვის, იმ პირობით, რომ კომისია გააგრძელებდა NGA სეგმენტის განვითარების ტენდენციების მონიტორინგს და, NGA ქსელის ინფრასტრუქტურაში ინვესტირებისთვის განსხვავებული წინაპირობების აღმოფხვრის შემთხვევაში, განაახლებდა WACC-ის კალკულაციას. აღნიშნული მიდგომა კომისიის მიერ დღემდე თანმიმდევრულად ხორციელდება.

77. საქართველოში ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიის პენეტრაციის მონაცემების ანალიზი ცხადყოფს, რომ საქართველო მიმდინარე ეტაპზეც მოწინავე პოზიციაზეა ევროკავშირის ქვეყნებთან შედარებით. კერძოდ, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიის აბონენტების წილით მთლიან ფიქსირებულ ინტერნეტის აბონენტების რაოდენობაში საქართველო პირველ ადგილზეა, ხოლო ქვეყნებში, რომლებიც NGA რისკის პრემიას გამოიყენებენ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ინფრასტრუქტურის განვითარება ჯერ კიდევ საწყის სტადიაზეა და იგი მცირე წილს იკავებს ფიქსირებული ინტერნეტის მომსახურებაში.

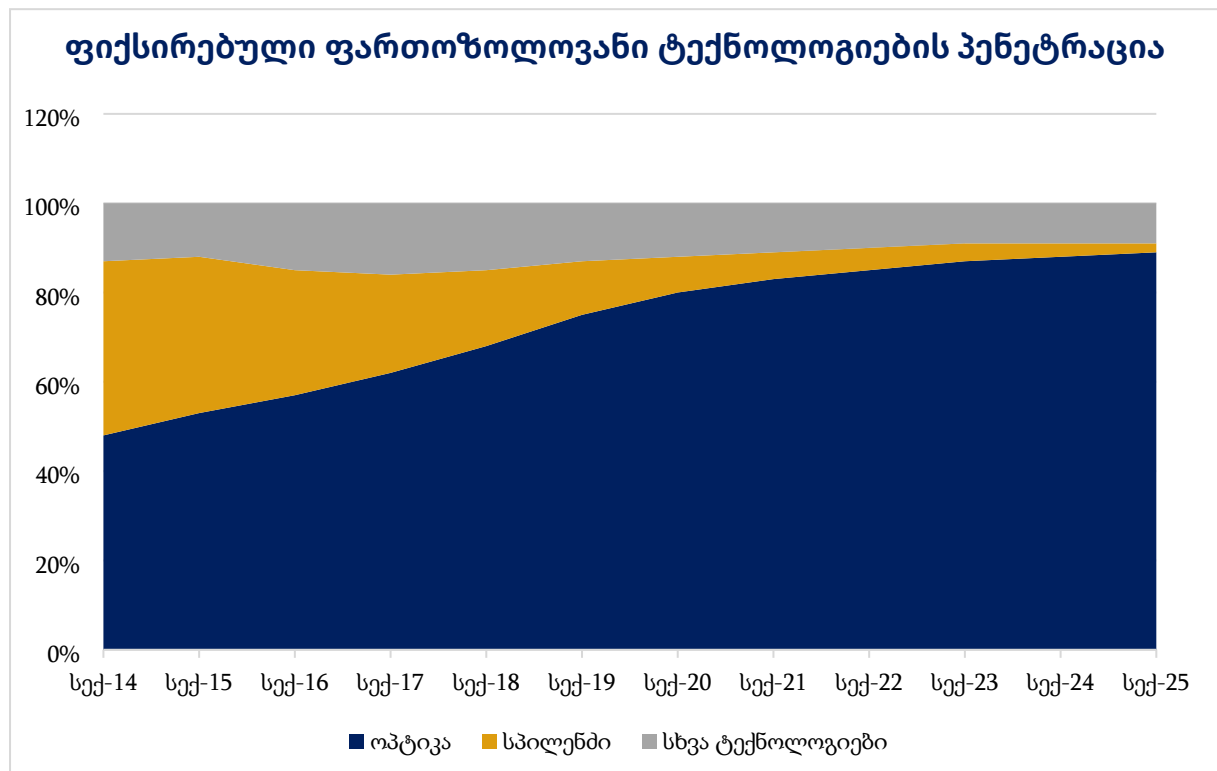
გრაფიკი 8⁵⁰: ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიების წილი ფიქსირებული ფართოზოლოვანი ინტერნეტის მომსახურებაში აბონენტების მიხედვით



შენიშვნა: 2024 წლის დეკემბრის მონაცემები

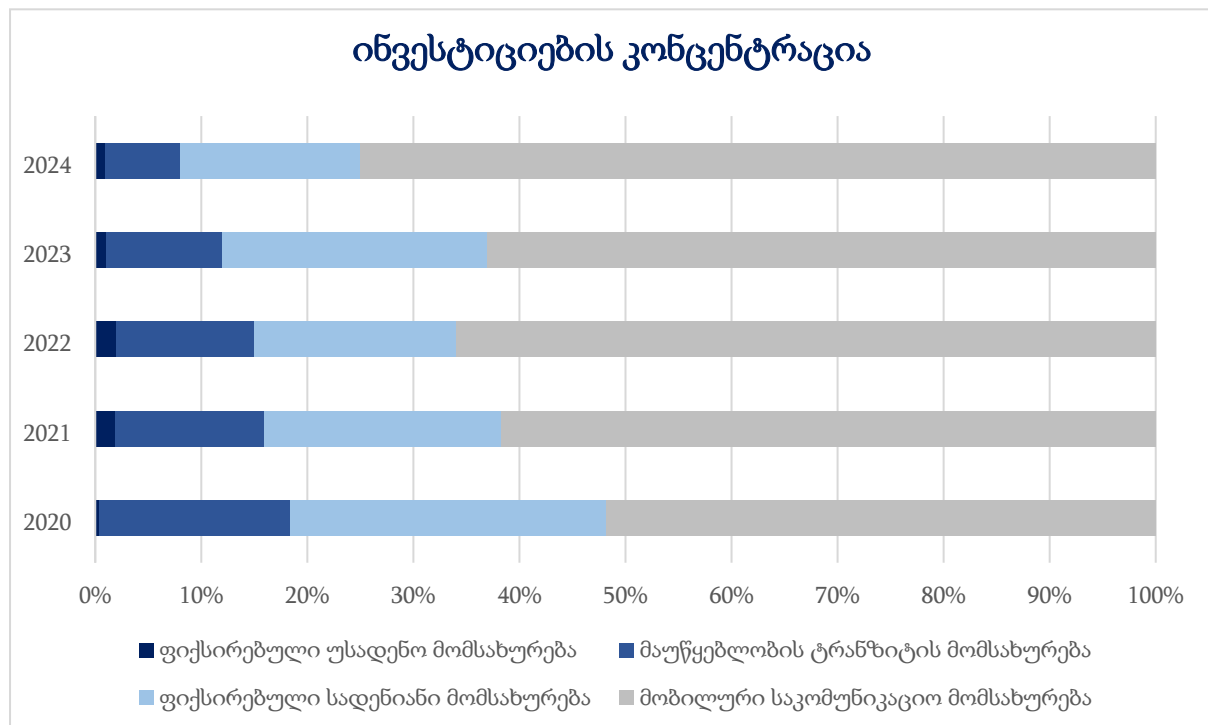
78. ქვემოთ მოცემულ გრაფიკ 9-ზე წარმოდგენილია კონკრეტულად საქართველოში ბოლო 10 წლის განმავლობაში აბონენტების გადანაწილების ტენდენცია ტექნოლოგიების მიხედვით. გრაფიკიდან ნათლად ჩანს, რომ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი აბონენტების წილი 2025 წლისთვის სტაბილურად გაიზარდა და თითქმის 90% შეადგინა. მნიშვნელოვანია, რომ ძველი სპილენძის ქსელების წილი 2020 წლიდან დაბალ, ერთიშუა მაჩვენებლამდე შემცირდა.

გრაფიკი 9: ფიქსირებული ფართოზოლოვანი ტექნოლოგიების პენეტრაცია საქართველოს ფიქსირებული ინტერნეტ მომსახურების ბაზარზე



79. ცხადია, როგორც ზემოთ მოცემული გრაფიკი მიუთითებს, საქართველოში ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის განვითარება და ამ ტექნოლოგიის მომხმარებელი აბონენტების პენეტრაცია ძალიან მაღალია, რაც არსებული ოპტიკურ-ბოჭკოვანი აქტივებისთვის WACC-ზე ზოგადი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემიის გამოყენებას არარელევანტურს ხდის. ქსელის განვითარებაში ინვესტიციები განხორციელებულია და მოთხოვნის განუსაზღვრელობა აღარ იკვეთება.
80. ოპერატორების მხრიდან კომისიის სტატისტიკური ანგარიშების ელექტრონულ ფორმებში წარმოდგენილი მონაცემების ანალიზის საფუძველზე დამატებით გადამოწმდა ბოლო წლებში განხორციელებული ინვესტიციების სტრუქტურა. ანალიზი აჩვენებს, რომ ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ნაწილი მზარდად კონცენტრირდება მობილური ქსელის განვითარებაზე, რაც, ძირითადად, უკავშირდება 5G ტექნოლოგიის დანერგვას. აღნიშნული ტენდენცია მიუთითებს იმაზე, რომ ფიქსირებული ფართოზოლოვანი სეგმენტი, განსაკუთრებით ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიების მიმართულებით, ბაზრის გაჯერების უფრო მაღალ ეტაპზე გადავიდა. შესაბამისად, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების განვითარებასთან დაკავშირებული ინვესტიციური რისკები დროთა განმავლობაში მცირდება, რაც ამცირებს ახალი თაობის ქსელებისთვის (NGA) დამატებითი რისკის პრემიის შენარჩუნების აუცილებლობას WACC-ის გამოთვლის პროცესში.⁵¹

გრაფიკი 10: ინვესტიციების კონცენტრაცია



⁵¹ კომისიის 2024 წლის ანგარიში <https://comcom.ge/ge/the-commission/annual-report>

81. აღსანიშნავია, რომ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემიის გამოყენებადობის შესახებ ზემოაღნიშნული მოსაზრებები ბუნებრივად ვრცელდება 5G ქსელის განვითარებაზე და, უფრო განზოგადებულად, არსებული ფიქსირებული და მობილური ტელეკომუნიკაციების ქსელების განახლებისა და გაფართოების მიზნით განხორციელებულ ნებისმიერ მნიშვნელოვან საინვესტიციო პროექტზე. ეს განპირობებულია იმით, რომ კაპიტალის ფინანსური ზეგავლენის (Leverage) არგუმენტი, ზოგადად, ვრცელდება ნებისმიერი მასშტაბური საინვესტიციო ვალდებულების აღებაზე. ანალოგიურად, მოთხოვნის განუსაზღვრელობა დამახასიათებელია ნებისმიერი ტექნოლოგიური განახლებისთვის, სადაც არსებობს გაურკვევლობა საბოლოო მომხმარებლების მიერ ახალი ტექნოლოგიის ათვისებისა და ტექნოლოგიური განახლებისთვის გადახდის მზაობის შესახებ.

82. დღეის მდგომარეობით, საქართველოში, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიების აბონენტების 90%-ზე მეტს აქვს 70 მბ/წმ ან უფრო მაღალი სიჩქარის ინტერნეტ კავშირი⁵². ამასთან, აბონენტების გარკვეული ნაწილისთვის კვლავ FTTB (*fiber-to-the-building*) ტექნოლოგიაა გამოყენებული.

საქართველოში, ფიქსირებული ფართოზოლოვანი მომსახურების საშუალო სიჩქარე მნიშვნელოვნად ჩამორჩება ევროპის მასშტაბით არსებულ მონაცემებს, აღსანიშნავია, რომ ევროკავშირში, საშუალოდ, ოჯახების 66% სარგებლობს 100 მბ/წმ ან უფრო მაღალი სიჩქარის ინტერნეტით.⁵³ შედარებისთვის, საქართველოში ოჯახების მხოლოდ 1%-ს აქვს 100 მბ/წმ ან უფრო მაღალი სიჩქარის ინტერნეტი. შესაბამისად, ქვეყნის მასშტაბით, ინტერნეტ კავშირის სიჩქარის და ხარისხის გასაუმჯობესებლად მნიშვნელოვანი ინვესტიციები იქნება საჭირო. მათ შორის: მაღალი სიჩქარის ქსელების განსავითარებლად, არსებული FTTB ტექნოლოგიის FTTH (*fiber-to-the home*) ტექნოლოგიით შესაცვლელად და ასევე, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების დაფარვის გასაზრდელად იმ დასახლებებში ან დასახლების იმ უბნებში, სადაც ამჟამად ამგვარი ტექნოლოგია არ არის ხელმისაწვდომი.

აღსანიშნავია, რომ მობილურ ბაზარზე, 2023–2025 წლების პერიოდში სამივე ოპერატორმა შეიძინა 5G ტექნოლოგიისთვის გამოყენებადი სიხშირეების ლიცენზია. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ 5G ტექნოლოგიების შესაძლებლობიდან გამომდინარე შესაბამისი ინოვაციური სერვისების და 5G ტექნოლოგიების სარგებლის სრულად დანერგვის მიზნით სამივე ოპერატორს მოუწევს სამომავლოდ მოცულობითი ინვესტიციები განახორციელოს.

ზემოაღნიშნული მიზნების შესაბამისად, კომისია მიზანშეწონილად მიიჩნევს რომ მიუხედავად ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგიების მაღალი კონცენტრაციისა და უკვე განხორციელებული 5G ინვესტიციებისა, დამატებითი სტიმული მისცეს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ბაზარზე შემდგომი ინვესტიციების განხორციელებას NGA პრემიის გათვალისწინებით.

83. ყოველივე აღნიშნულის გათვალისწინებით და ამასთან, ევროპაში მარეგულირებელი ჩარჩოს ბოლოდროინდელი განვითარების შესაბამისად, კომისია მიზანშეწონილად მიიჩნევს გამოიყენოს ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემია შემდეგ შემთხვევებში:

ა. ქსელის განახლებაში განხორციელებული ინვესტიციებისთვის - ეს მოიცავს FTTB ტექნოლოგიის FTTH ტექნოლოგიად შეცვლის მიზნით განხორციელებულ ინვესტიციებს და

⁵² კომისიის ელექტრონულ ფორმებზე დაყრდნობით

⁵³ <https://desi.rcc.int/indicators>

მასთან დაკავშირებულ ძირითადი ქსელისა და მოწყობილობების განახლებებს. ეს ასევე შეიძლება მოიცავდეს ქსელის დიდ, მასშტაბურ განახლებებს, რომლებიც მიზნად ისახავს ქსელის საერთო გამტარუნარიანობის (throughput capacity) გაზრდას ან/და მომხმარებელთა რაოდენობის შემცირებას ქსელის საერთო ელემენტზე, რაც საბოლოოდ გამოიწვევს საბოლოო მომხმარებლებისთვის ინტერნეტკავშირის უფრო მაღალი სიჩქარის უზრუნველყოფის შესაძლებლობის შექმნას.

ბ. ახალი ინფრასტრუქტურის განვითარებაში განხორციელებული ინვესტიციებისთვის - იმ დასახლებებში ან დასახლების გარკვეულ უბნებში, სადაც ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელი არ არის ხელმისაწვდომი ან/და სადაც ამჟამად სხვა ტექნოლოგიები გამოიყენება.

გ. ინვესტიციები 5G ქსელში, იმ შემთხვევაში თუ მობილური ქსელის ოპერატორი სრულად დანერგავს 5G ქსელის ბირთვს (5G Core). კერძოდ, მობილური ქსელის პროგრამული და აპარატურული უზრუნველყოფა უნდა იყოს განკუთვნილი და ემსახურებოდეს 3GPP გლობალური ინიციატივის ფარგლებში შემუშავებულ ტექნიკურ სპეციფიკაციებში (TS 23.501 და TS 23.502, და TS 38) განსაზღვრული ქსელური ფუნქციების (network function) განხორციელებასა და მომავალი თაობის მობილურ ტექნოლოგიებში.

84. ზემოთ მოცემული ა-გ პუნქტებით გათვალისწინებული ინვესტიციებისთვის კომისია მიზანშეწონილად მიიჩნევს გამოიყენოს NGA პრემია ტარიფების გაანგარიშებისას ნებისმიერ შესაბამის საბითუმო ბაზარზე, რომელიც რეგულირდება ან განისაზღვრება, გაანალიზდება და დარეგულირდება კომისიის მიერ WACC-ს მოქმედების პერიოდში. ქვემოთ მოცემულია შესაბამისი ბაზრები და გადაწყვეტილებები:

1. საკომუნიკაციო საკანალიზაციო არხებთან დაშვების საბითუმო ბაზარი; (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - 620/9, 06.11.2014, ყველა შესაბამისი ცვლილებით);
2. ინტერნეტის გლობალურ რესურსებთან დაშვების საბითუმო ბაზარი და საქართველოში განთავსებულ ინტერნეტის რესურსებთან მათ შორის, ქეშირებულ კონტენტზე დაშვების საბითუმო ბაზარი; (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - 57-9, 01.29.2015, ყველა შესაბამისი ცვლილებით);
3. გამოყოფილი არხებით საბითუმო მომსახურების ბაზარი - ა) მაგისტრალურ/ძირითად ("trunk") ქსელთან დაშვების საბითუმო მომსახურების ბაზრის შესაბამისი სეგმენტი, ბ) „Backhaul“ გადაცემის ქსელთან დაშვების საბითუმო მომსახურების ბაზრის შესაბამისი სეგმენტი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - 671/9, 06.12.2018, ყველა შესაბამისი ცვლილებით);
4. ფიქსირებულ ლოკაციაზე ადგილობრივი და ცენტრალური საბითუმო დაშვების მომსახურების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - 9/361, 08/08/2024, ყველა შესაბამისი ცვლილებით);
5. 5G მობილურ ქსელზე დაშვებასთან დაკავშირებული საბითუმო მომსახურებები.

85. ამასთან, კომისიამ, Brattle-ის საკონსულტაციო დოკუმენტზე დაყრდნობით, გაითვალისწინა, შესაბამისი პრემიის ზომის სახით, ევროპელი მარეგულირებლების მიერ შერჩეული ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემიების მნიშვნელობების დიაპაზონი.

ა.თავდაპირველად, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემიის შემოღებისას გამოყენებული მაჩვენებლები მერყეობს 0.61%-4.81%-ის დიაპაზონში, საშუალო მაჩვენებელი კი 2.39%-ს

შეადგენს. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ იმ პერიოდთან შედარებით, როდესაც ეს მონაცემები შეირჩა, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ტექნოლოგია განვითარდა და მომხმარებელთა მოთხოვნა მაღალსიჩქარიან კავშირზე მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ამიტომ, ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ინვესტიციების რისკი, მოსალოდნელია იყოს შემცირებული.

ბ. ამჟამად გამოყენებული ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემიის მნიშვნელობები 0.80%-1.59%-ის დიაპაზონში მერყეობს, საშუალო მაჩვენებელი 1.45%-ია. თუმცა, ეს პრემია გამოიყენება ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში განხორციელებულ ყველა ინვესტიციაზე - არსებულ აქტივებსა და ახალ ინვესტიციებზე. შესაბამისად, შესაძლოა, ეს მონაცემი სათანადოდ არ ანაზღაურებდეს ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ახალი ინვესტიციების დამატებით რისკს.

86. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების საფუძველზე, მიზანშეწონილად იქნა მიჩნეული NGA პრემიის მნიშვნელობა განისაზღვროს 2%-ით. ეს მნიშვნელობა უფრო დაბალია, ვიდრე ევროპელი მარეგულირებლების მიერ თავდაპირველად შერჩეული პრემიის 2.39%-იანი საშუალო მაჩვენებელი და ასახავს დღეს ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ინვესტიციების დაბალ რისკს, გამომდინარე იქიდან რომ ტექნოლოგია განვითარდა და მოთხოვნაც გაიზარდა. ამავდროულად, ეს მნიშვნელობა უფრო მაღალია, ვიდრე ევროპაში ამჟამად გამოყენებული 1.45%-იანი საშუალო პრემია არსებულ ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებსა და ოპტიკურ-ბოჭკოვან აქტივებში ახალი ინვესტიციების ანაზღაურებისთვის, რაც ასახავს ახალი ინვესტიციების ანაზღაურებაში უფრო მაღალი პრემიის უზრუნველყოფის აუცილებლობას.

87. ამასთან, ალტერნატივის სახით კომისიის მიერ შესაძლოა განხილული ყოფილიყო პრემიის შეფასება კონკრეტულ დეტალურ ფინანსურ მოდელებზე დაყრდნობით, როგორც ეს გააკეთეს საფრანგეთის, იტალიისა და ესპანეთის ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანოებმა, რაც გულისხმობს, რომ პრემია გაანგარიშებულ იქნას საჭიროებისამებრ, ისე რომ ასახავდეს ოპერატორის მიერ ოპტიკურ-ბოჭკოვან ტექნოლოგიებში ინვესტიციების რისკს. თუმცა, ასეთი ტიპის მოდელის შემუშავება კომპლექსურია და საბოლოო ჯამში, შედეგები დამოკიდებული იქნება სხვადასხვა სცენარებისა და ფასების შესახებ არსებულ დაშვებებზე. სირთულისა და დაშვებებზე დამოკიდებულების გათვალისწინებით კომისია მიიჩნევს, რომ არ არსებობს მის მიერ ფინანსური მოდელზე დაყრდნობით შეფასების რაიმე არსებითი უპირატესობა პრემიის შედარებით ანალიზზე (Benchmark-ზე) დაყრდნობით განსაზღვრასთან შედარებით.

IV. WACC-ის დიფერენცირების მიზანშეწონილობა ფიქსირებულ და მობილურ მომსახურებებს შორის

88. სამუშაო პროცესში დამატებით შეფასდა, WACC-ის დიფერენცირების გონივრულობა მობილური და ფიქსირებული მომსახურებისთვის.

89. მიუხედავად იმისა, რომ ფიქსირებულ ქსელში ოპერირების სისტემატური რისკი პოტენციურად შეიძლება განსხვავდებოდეს მობილურ ქსელში ოპერირების სისტემატური რისკებისგან, არსებობს სამი ძირითადი მიზეზი, რის გამოც WACC-ის დიფერენციაცია შეიძლება არ იყოს მიზანშეწონილი და არც პრაქტიკაში განხორციელებადი.

90. პირველი, არსებობს ტექნოლოგიური კონვერგენცია. ფიქსირებული და მობილური ქსელები მოთხოვნის თვალსაზრისით სულ უფრო ურთიერთჩანაცვლებადია და სულ უფრო მეტად გამოიყენება მონაცემთა ტრაფიკის მიზნებისთვის. ასევე, მიწოდების მხრიდან, მობილური ქსელები უფრო დაემსგავსა ფიქსირებულ ქსელებს იმით, რომ ისინი ახლა იყენებენ უფრო მაღალი სიხშირის დიაპაზონებს, რაც მოითხოვს მნიშვნელოვნად მეტი საბაზო სადგურების რაოდენობას. ტექნოლოგიური კონვერგენციის ზრდა ასევე მოსალოდნელია 5G-ის განლაგებასთან ერთად, რომელიც მხარს უჭერს ფიქსირებული და მობილური

მიმართულებების ძირითად (core) გაერთიანებულ ქსელებს. ეს გულისხმობს, რომ სისტემატურ რისკში პოტენციური განსხვავება, თუ ასეთი არსებობს, სავარაუდოდ მცირდება.

91. მეორე, შერჩევაში არსებული ყველა კომპანია არის ინტეგრირებული ფიქსირებული და მობილური ოპერატორი, ისე რომ ცალკე ბეტას შეფასება ფიქსირებული და მობილური სერვისებისთვის შეუძლებელია. სხვა სიტყვებით, არ არსებობს მხოლოდ ფიქსირებული ან მხოლოდ მობილური ქსელის ოპერატორები, რომელთა საფუძველზეც შესაძლებელი გახდებოდა ფიქსირებული და მობილური მომსახურების ბეტას შეფასება.
92. მესამე, Brattle ანალიზით, მის პრაქტიკაში უცნობია, რომელიმე მარეგულირებელი, რომელიც უახლეს მარეგულირებელ პრაქტიკაში, იყენებს განსხვავებულ WACC-ს მობილური მომსახურებისთვის. ფაქტობრივად, მარეგულირებლები ან იყენებენ ერთიან WACC-ს ფიქსირებული და მობილური მომსახურებისთვის, ან საერთოდ არ იყენებენ WACC-ს მობილური მომსახურებისთვის, რადგან მიმდინარე ეტაპზე ამ მომსახურებისთვის არ არსებობს ფასისმიერი რეგულაცია.
93. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების საფუძველზე, კომისია მიზანშეწონილად მიიჩნევს განსაზღვროს საერთო WACC რეგულირებადი ფიქსირებული და მობილური მომსახურებისთვის.

V. საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორის WACC

94. ქვემოთ წარმოდგენილი ცხრილი 11 ასახავს საქართველოში სატელეკომუნიკაციო სექტორის ნომინალური, გადასახადამდე WACC-ის გამოთვლას.

ცხრილი 11: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება

ცხრილი 11: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება			
10 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[1]	ცხრილი 2	9.1%
20წ-10წ სახელმწიფო ობლიგაციების განაკვეთებს შორის სხვაობა	[2]	ცხრილი 2	0.6%
20 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[3]	[1]+[2]	9.7%
საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (ERP)	[4]	ცხრილი 4	5.9%
სესხის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან (Gearing (D/E))	[5]	ცხრილი 7	71.1%
მოზიდული კაპიტალის წილი დატვირთულ კაპიტალში (Leverage (D/(D+E)))	[6]	$[5]/([5]+1)$	41.6%
მოგების გადასახადის ეფექტური განაკვეთი	[7]	იხ. შენიშვნა	15.0%
აქტივის ბეტა	[8]	ცხრილი 7	0.40
სესხის ბეტა	[9]	ცხრილი 7	0.10
საკუთარი კაპიტალის ბეტა	[10]	$[8]+[5]x(1-[7])x([8]-[9])$	0.58
საკუთარი კაპიტალის ღირებულება	[11]	$[3]+[10]x[4]$	13.1%
სესხის ღირებულება, დაბეგვრამდე	[12]	ცხრილი 9	11.7%
სესხის ღირებულება, დაბეგვრის შემდგომ	[13]	$[12]x(1-[7])$	10.0%
WACC, დაბეგვრის შემდგომ	[14]	$[13]x[6]+[11]x(1-[6])$	11.8%
WACC, დაბეგვრამდე	[15]	$[14]/(1-[7])$	13.90%
შენიშვნები და წყაროები:			
[1]: საქართველოში 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლის ყოველდღიური საპროცენტო განაკვეთის 1-წლიანი საშუალო მაჩვენებელი 2024 წლის 1 ოქტომბრიდან 2025 წლის 30 სექტემბრამდე. მონაცემები საქართველოს ეროვნული ბანკიდან.			
[7]: შემოსავლების სამსახური			

2025 წლის 22 დეკემბერს, The Brattle Group Limited-ის მიერ წარმოდგენილი საკონსულტაციო დოკუმენტი გასაცნობად გაეგზავნათ სატელეკომუნიკაციო დარგში მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე ოპერატორებს. აღნიშნული დოკუმენტი ასევე გამოქვეყნებული იყო კომისიის ვებ-გვერდზე. დოკუმენტთან დაკავშირებით შპს „მაგთიკომმა“ (კომისიაში რეგისტრაციის N შ-26-6/78, 09.01.2026) და სს „სილქნეტმა“ (კომისიაში რეგისტრაციის N შ-26-6/193, 13.01.2026) კომისიაში წარმოადგინეს შენიშვნები და კომენტარები. მათი მოსაზრებები ეხებოდა: სასესხო კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრას, კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების ფორმულაში დამატებითი პრემიის (ე.წ. Size Premium) გათვალისწინებას, საკუთარი კაპიტალის ღირებულებასა და სასესხო კაპიტალის შეფარდებას საკუთარ კაპიტალთან (Gearing კოეფიციენტი). დამატებით, კომისიის წარმომადგენლებთან და პროექტში ჩართულ კონსულტანტებთან ერთად, 2026 წლის 16 იანვარს ელექტრონული პლატფორმის საშუალებით გაიმართა შეხვედრა, სადაც წარმოდგენილ კითხვებს გაეცა პასუხი. ასევე, კომისიაში წარმოდგენილ ზემოაღნიშნულ წერილებზე შპს „მაგთიკომს“ და სს „სილქნეტს“ გაეგზავნათ წერილობითი პასუხები (კომისიაში რეგისტრაციის N გ-26-08/212, 21.01.2026 და N გ-26-08/211, 21.01.2026). ასევე 2026 წლის 22 იანვარს კომისიაში შემოვიდა შპს „სელფი მობაილის“ წერილი (კომისიაში რეგისტრაციის N შ-26-6/565, 22.01.2026), ხოლო წერილში ასახული მოსაზრებები ასევე წინასწარ იყო წარმოდგენილი ელექტრონული ფოსტის საშუალებით (შემოსვლის თარიღი: 16.01.2026), რომელზეც სხდომის მიმდინარეობისას გაიცა პასუხები. ოპერატორების მოსაზრებებისა და შენიშვნების გათვალისწინებით დამატებით ანალიზს დაექვემდებარა და შემდგომ მიზანშეწონილად იქნა მიჩნეული სასესხო კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშებაში ცვლილების შეტანა, რომელიც უკვე ასახულია წინამდებარე დოკუმენტის შესაბამის ქვე-თავში (II.B, სასესხო კაპიტალის ღირებულება).

ამასთან, კომისია მიზანშეწონილად მიიჩნევს, დაეყრდნოს 2022 წლის გადაწყვეტილებაში ჩამოყალიბებულ რეკომენდაციებს, რომლებიც სატელეკომუნიკაციო სექტორის დინამიკისა და ბაზრის მოთხოვნების ანალიზს, მათ შორის, სექტორული WACC-ის გადათვლისა და განახლების საჭიროების პერიოდულ შეფასებას უკავშირდება. შესაბამისად, კომისია დასაშვებად მიიჩნევს, რომ WACC-ის გაანგარიშებაში გამოყენებული პარამეტრების არსებითი ცვლილებების შემთხვევაში, რაც შეიძლება გამოიკვეთოს ბაზრის კვლევის ან/და საფასო რეგულაციის განახლების ან შემოღების შედეგად, კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება პერიოდულად გადაიანგარიშოს, მათ შორის NGA პრემიაც ბაზრის დინამიკისა და განვითარების მიხედვით. ამასთანავე, სხვა თანაბარი პირობების არსებობის შემთხვევაში, კომისია რეკომენდირებულად მიიჩნევს WACC-ის გადახედვის სამწლიან პერიოდულობას. წინამდებარე გადაწყვეტილებით განსაზღვრული WACC გავრცელდება 2026 წელსა და მომდევნო საანგარიშგებო პერიოდებზე.

სარეზოლუციო ნაწილი

ზემოაღნიშნული ანალიზიდან გამომდინარე, „ელექტრონული კომუნიკაციების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-4 და მე-11 მუხლის, საქართველოს ზოგადი ადმინისტრაციული კოდექსის 63-ე მუხლისა და VI და VII თავების და კომისიის 2006 წლის 20 აპრილის №5 დადგენილებით დამტკიცებული „ავტორიზებული პირების მიერ ხარჯთაღრიცხვისა და დანახარჯების განცალკევებულად განაწილების მეთოდოლოგიური წესების“ 25-ე მუხლის მე-3 და მე-4 პუნქტების, შესაბამისად, კომისიამ კენჭისყრის შედეგად ერთხმად

გ ა დ ა წ ყ ვ ი ტ ა :

1. შევიდეს ცვლილება „მობილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) დადგენის თაობაზე“ კომისიის 2017 წლის 5 სექტემბრის N592/9 გადაწყვეტილებაში და გადაწყვეტილების პირველი და მეორე პუნქტები ჩამოყალიბდეს შემდეგი რედაქციით:

„1. კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება დადგინდეს:

ა) მობილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის გარდა NGA ქსელის მიზნობრივი სეგმენტებისა 13.90% ოდენობით;

ბ) NGA ქსელის მიზნობრივი სეგმენტისთვის 15.90%-ის ოდენობით;

2. „The Brattle group limited“-ის მიერ 2025 წლის 1 ოქტომბერს გაფორმებული, N 0110/01-25, ხელშეკრულების შესაბამისად წარმოდგენილი საკონსულტაციო დოკუმენტი „საქართველოში რეგულირებადი სატელეკომუნიკაციო მომსახურებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება “ (ამ გადაწყვეტილების დანართი N1) ცნობილ იქნას გადაწყვეტილების განუყოფელ ნაწილად;”;

2. ამ გადაწყვეტილების პირველი პუნქტით დადგენილი კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება გათვალისწინებულ იქნას 2026 წლის იანვრის პერიოდიდან;

3. გადაწყვეტილება ძალაში შედის კომისიის ოფიციალურ ვებგვერდზე www.comcom.ge გამოქვეყნებისთანავე;

4. გადაწყვეტილება შეიძლება გასაჩივრდეს თბილისის საქალაქო სასამართლოს ადმინისტრაციულ საქმეთა კოლეგიაში (მისამართი: ქ. თბილისი, დავით აღმაშენებლის ხეივანი, №64) გადაწყვეტილების ძალაში შესვლიდან ერთი თვის ვადაში;

5. გადაწყვეტილების შესრულებაზე კონტროლი დაევალოს კომისიის აპარატის კონკურენციის ხელშეწყობის და ბაზრის რეგულირების დეპარტამენტს (ე. სიჭინავა).

ეკატერინე იმედაძე

წევრი

ნათია კუკულაძე

წევრი

ივანე მახარაძე

წევრი

