

საქართველოში რეგულირებადი სატელეკომუნიკაციო მომსახურებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება

მომზადებულია

Dan Harris
Lucrezio Figurelli

მომხმარებელი

საქართველოს
კომუნიკაციების ეროვნული
კომისია

19 იანვარი 2026



შეტყობინება

წინამდებარე ანგარიში მომზადებულია საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისიისთვის (შემდგომში “კომისია”), The Brattle Group Limited-თან დადებული ხელშეკრულების პირობების შესაბამისად (შემდგომში “Brattle”). ანგარიშის გამოყენებისას და განხილვისას იგი უნდა გაანალიზდეს მთლიანობაში და არა ცალკეული ნაწილების სახით.

წინამდებარე ანგარიში ასახავს მისი ავტორების ანალიზს და მოსაზრებებს და არ წარმოადგენს Brattle-ის კლიენტების ან სხვა კონსულტანტების შეხედულებებს.

მოცემულ ანგარიშთან დაკავშირებით არ არსებობს მესამე მხარის ბენეფიციარები, ხოლო Brattle არ იღებს არანაირ პასუხისმგებლობას ნებისმიერი მესამე მხარის მიმართ ამ ანგარიშის შინაარსთან დაკავშირებით, მათ შორის, მასში წარმოდგენილი ინფორმაციის საფუძველზე განხორციელებულ ქმედებებსა თუ მიღებულ გადაწყვეტილებებზე.

© 2026 The Brattle Group

სარჩევი

I.	შესავალი	6
II.	რეზიუმე.....	8
II.A.	საკუთარი კაპიტალის ღირებულება.....	8
II.A.1.	ურისკო განაკვეთი	8
II.A.2.	საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (Equity Risk Premium – „ERP“) ...	9
II.A.3.	შესადარისი კომპანიების (benchmark) ჯგუფის შერჩევა	11
II.A.4.	ბეტა და კაპიტალის სტრუქტურა (Gearing).....	12
II.B.	სასესხო კაპიტალის ღირებულება	13
II.C.	NGA პრემიის მიზანშეწონილობა	16
II.D.	WACC-ის დიფერენცირების მიზანშეწონილობა ფიქსირებულ და მომხმარებელს შორის.....	19
II.E.	საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორის WACC.....	19
III.	ურისკო განაკვეთი (Risk-Free Rate).....	20
III.A.	შესაბამისი ქვეყანა.....	21
III.B.	საშუალო პერიოდი	22
III.C.	ობლიგაციის ვადა	24
III.D.	ურისკო განაკვეთის გაანგარიშება საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომხმარებლისთვის	29
IV.	საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია.....	31
IV.A	მეთოდოლოგიური საკითხები.....	31
IV.B	საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემიის შეფასების მეთოდოლოგია	31
IV.C	ERP-სთან დაკავშირებული გეოგრაფიული ასპექტები	32
IV.D	ERP-სთან დაკავშირებით არსებული დასაბუთებები.....	33
V.	შესადარისი კომპანიების (Peer Groups) შერჩევა და შერჩევის ტესტი.....	37
V.A.	პოტენციური შესადარისი კომპანიები	37
V.B.	ლიკვიდობისა და შერჩევის სხვა ტესტი	40
V.C.	შესადარისი კომპანიების საბოლოო სია	42
VI.	ბეტა და კაპიტალის სტრუქტურა	43
VI.A	მეთოდოლოგიური მოსაზრებები.....	43

VI.B შესადარისი კომპანიების საკუთარი კაპიტალის ბეტა.....	45
VI.C შესადარისი კომპანიების კაპიტალის სტრუქტურა და აქტივის ბეტა.....	48
VI.D სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარი კაპიტალთან და აქტივის ბეტა საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორისთვის.....	50
VI.E ქვეყნის ზომის გავლენა სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე	51
VII. სესხის ღირებულება	54
VII.A საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულების ალტერნატიული შეფასება.....	55
VII.B დასკვნა სასესხო კაპიტალის ღირებულებაზე.....	60
NGA პრემიის საჭიროება საქართველოს ელექტრონული კომუნიკაციების სექტორში.....	63
VIII.A ოპტიკურ-ბოჭკოვან პრემიასთან დაკავშირებული მარეგულირებელი პრაქტიკისა და მაგალითების მიმოხილვა	63
VIII.B რეკომენდაცია საქართველოში ახალი თაობის ქსელებში ინვესტიციებისთვის WACC პრემიის განსაზღვრის რელევანტურობის შესახებ	72
IX. WACC-ის დიფერენცირების მიზანშეწონილობა ფიქსირებულ და მობილურ მომსახურებებს შორის	75
X. WACC.....	76

I. შესავალი

1. საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისია (შემდგომში „კომისია“) პასუხისმგებელია საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებების რეგულირებაზე. მარეგულირებელი მიზნების შესაბამისად, კომისია პერიოდულად ახორციელებს რეგულირებული მომსახურებებისთვის დასაშვები უკუგების განაკვეთის განსაზღვრის მეთოდოლოგიის გადახედვას. კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (შემდგომში “WACC“) ამ პროცესში ცენტრალურ როლს ასრულებს, ვინაიდან იგი განსაზღვრავს იმ სამართლიან უკუგებას, რომლის მიღების უფლებაც ოპერატორებს აქვთ განხორციელებულ ინვესტიციებზე.
2. კომისიასა და The Brattle Group Limited-ს შორის გაფორმებული ხელშეკრულების შესაბამისად (შემდგომში „Brattle“) ამ უკანასკნელმა განახორციელა საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებისთვის მოქმედი WACC-ის მეთოდოლოგიის ყოვლისმომცველი მიმოხილვა და და შეიმუშავა 2026 წლიდან დაწყებული მომდევნო მარეგულირებელი პერიოდისთვის WACC-ის გამოთვლის მეთოდოლოგია. ამ პროცესში გათვალისწინებულ იქნა შემდეგი:

ა. არსებული მოქმედი მეთოდოლოგია, როგორც ეს ასახულია კომისიის 2022 ¹ წლის ივნისის გადაწყვეტილებასა და 2020 წლის PricewaterhouseCoopers (შემდგომში „PwC“)–ის ანგარიშში²;

ბ. ევროკომისიის სახელმძღვანელოებში წარმოდგენილი რეკომენდაციები³;

გ. ელექტრონული კომუნიკაციების ევროპული მარეგულირებელი ორგანოს (Body of European Regulators for Electronic Communications „BEREC“)⁴ ანგარიშები;

დ. საქართველოში მოქმედი სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების WACC-ის შეფასებისთვის რელევანტური, ქვეყნისთვის დამახასიათებელი სპეციფიკური რისკები, მათ შორის პოტენციური სავალუტო ეფექტები და საქართველოს ბაზრის შედარებით მცირე ზომა.

¹ „საქართველოს კომუნიკაციების ეროვნული კომისიის 2017 წლის 5 სექტემბრის N592/9 გადაწყვეტილებაში „მოხილური და ფიქსირებული ქსელებისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) განსაზღვრის შესახებ“ ცვლილების შეტანის თაობაზე“, G-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, „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“.

3. სამუშაო პროცესში, დამატებით შეფასდა შემდეგი საკითხები:

- ა. WACC-ის დიფერენცირების მიზანშეწონილობა მობილურ და ფიქსირებულ სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებს შორის;
 - ბ. WACC-ზე დამატებითი პრემიის განსაზღვრის მიზანშეწონილობა ახალი თაობის დაშვების ქსელებში (შემდგომში Next Generation Access - „NGA“), მათ შორის ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებსა და 5G ტექნოლოგიაში განხორციელებული ინვესტიციებისთვის, და ასეთის არსებობის შემთხვევაში-რა მოცულობით; და
 - გ. ნებისმიერი სხვა საკითხი, რომელიც შესაძლოა წარმოიშვას პროექტის მიმდინარეობისას და რელევანტური იყოს საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებისთვის WACC-ის გამოთვლასთან დაკავშირებით.
4. მოცემული ანგარიშის მომზადებისას მონაცემები გამოყენებულია 2025 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით (შეფასების თარიღი), რაც წარმოადგენს ანალიზის განხორციელების მომენტისთვის ხელმისაწვდომ უახლეს ინფორმაციას.
5. წინამდებარე ანგარიშში საკუთარი კაპიტალის ღირებულება შეფასებულია კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის (შემდგომში Capital Asset Pricing Model – „CAPM“) გამოყენებით. CAPM-ის გამოყენება მიზანშეწონილია კომისიისთვის, ვინაიდან აღნიშნული მეთოდი გამოიყენება ევროკავშირის ყველა მარეგულირებლის მიერ და რეკომენდებულია ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებში. შესაბამისად, საქართველოში მიზანშეწონილია CAPM-ის გამოყენების გაგრძელება სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების საკუთარი კაპიტალის ღირებულების გამოსათვლელად. ამდენად, ანგარიშში არ არის განხილული საკუთარი კაპიტალის ღირებულების შეფასების ალტერნატიული მეთოდები, მათ შორის Fama–French-ის მოდელები.
6. ანგარიში სტრუქტურირებულია CAPM-ისა და სასესხო კაპიტალის ღირებულების ძირითად კომპონენტებზე დაყრდნობით, კერძოდ:
- ა. ურისკო განაკვეთი (თავი III);
 - ბ. საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (თავი IV);
 - გ. ბეტას გამოთვლა, მათ შორის შესადარისი (ე.წ „benchmark“) კომპანიების შერჩევა და კაპიტალის სტრუქტურა (თავი V და VI);
 - დ. სასესხო კაპიტალის ღირებულება (თავი VII).
7. შემდგომ, თავი VIII განიხილავს, უნდა გააგრძელოს თუ არა კომისიამ NGA პრემიის გამოყენება და ასეთის არსებობის შემთხვევაში რა უნდა იყოს მისი მოცულობა, ხოლო თავი IX-უნდა გამოიყენებოდეს თუ არა განსხვავებული WACC ფიქსირებული და მობილური მომსახურებებისთვის.
8. დასკვნები შეჯამებულია მომდევნო თავში.

II. რეზიუმე

II.A. საკუთარი კაპიტალის ღირებულება

II.A.1. ურისკო განაკვეთი

9. Brattle-ის რეკომენდაციით, მიზანშეწონილია, ურისკო განაკვეთი განისაზღვროს საქართველოში გამოშვებული 10-წლიანი ვადის მქონე სახელმწიფო ობლიგაციების საპროცენტო სარგებლის (შემდგომში “სარგებელი”) ერთწლიანი საშუალოს საფუძველზე, რომელსაც დაემატება 60 საბაზისო პუნქტის კორექტირება 20-წლიან და 10-წლიან სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის სხვაობის (შემდგომში “სპრედის”) ასახვის მიზნით.
10. ურისკო განაკვეთის განსაზღვრისას საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების გამოყენება შეესაბამება ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებების რეკომენდაციებს და, უფრო ფართო კონტექსტში, საერთაშორისო მარეგულირებელ პრაქტიკას. Brattle-ის გამოცდილებით, ყველა მარეგულირებელი 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) ნომინირებული 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 პირობების თანაბრად არსებობის შემთხვევაში, სამომავლო ურისკო განაკვეთის საუკეთესო მაჩვენებელი არის მიმდინარე სარგებელი. მეორე მხრივ, არაერთმა ევროპელმა მარეგულირებელმა გადაუხვია ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებს, ვინაიდან ხუთწლიანი საშუალო პერიოდის გამოყენებამ არაგონივრული შედეგები გამოიწვია. შესაბამისად, ევროკომისიისთვის მომზადებულ Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშში („Brattle 2016 Report“) წარმოდგენილი რეკომენდაციების თანახმად, მიზანშეწონილია საშუალო პერიოდის ერთ წლამდე შემცირება.

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

⁶ Brattle 2016 წლის ანგარიში, §VI.A.4, გვ. 41-43.

12. დასკვნის სახით, საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემიასთან (შემდგომში Equity Risk Premium – „ERP“) თანხვედრის უზრუნველსაყოფად, იდეალურ შემთხვევაში კომისიას ურისკო განაკვეთი უნდა განესაზღვრა 20-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების საფუძველზე. თუმცა, აღნიშნული მიდგომა მოცემულ შემთხვევაში შეუძლებელია, ვინაიდან ამჟამად მიმოქცევაში არ არსებობს საქართველოს 20-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციები. ალტერნატივის სახით კი, რეკომენდებულია კომისიამ გამოიყენოს 10-წლიანი ვადის მქონე ობლიგაციები და განახორციელოს 60 საბაზისო პუნქტის კორექტირება 20-წლიან და 10-წლიან სახელმწიფო ობლიგაციებს შორის არსებული სპრედის ასახვის მიზნით.
13. 9.1%-იანი ერთწლიანი საშუალო სარგებლისთვის 60 საბაზისო პუნქტის დამატების შედეგად, ურისკო განაკვეთი განისაზღვრა 9.70%-ის ოდენობით.

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

14. 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.
15. მარეგულირებლები, 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 DMS-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 თანხვედრაში, რეკომენდებულია კომისიამ საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებისთვის ERP შეაფასოს ისტორიული მონაცემების საფუძველზე.

16. ERP-ის შეფასებისას მეორე მნიშვნელოვანი საკითხია გეოგრაფიული ფარგლების განსაზღვრა. პრინციპულად, 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 ინვესტირებენ 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 საერთაშორისო დივერსიფიკაციას.
17. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები ევროკავშირის წევრი ქვეყნებისთვის რეკომენდაციას უწევს ევროპული ERP-ის გათვალისწინებას. თუმცა, მიუხედავად იმისა, რომ საქართველომ ევროკავშირში გაწევრიანების განაცხადი შეიტანა, იგი ამჟამად ევროკავშირის წევრი არ არის. შესაბამისად, ჩნდება კითხვა საქართველოსთვის ERP-ის შესაბამისი გეოგრაფიული ფარგლების შესახებ. თეორიულად, შესაძლებელია საქართველოს მსგავსი ქვეყნების განხილვა და ამ ქვეყნებისთვის საშუალო შეწონილი ERP-ის შეფასების მცდელობა. თუმცა, ასეთი ქვეყნებისთვის გრძელვადიანი ისტორიული მონაცემები არ არსებობს. ეს ERP-ის გამოთვლას ორ ვარიანტამდე ავიწროებს: ევროპული ERP-ის ან მსოფლიო ERP-ის გათვალისწინება.
18. DMS-ის მონაცემების ანალიზი აჩვენებს, რომ ევროპის ERP-ის საბაზრო კაპიტალიზაციით შეწონილი საშუალო (5.9% 2025 წელს) დაბალია DMS-ში წარმოდგენილი ყველა ქვეყნის შეწონილ საშუალოზე (6.8% 2025 წელს). ამავდროულად, DMS-ის მიერ გამოქვეყნებული კომპოზიტური ინდექსები აჩვენებს ევროპისა და მსოფლიოს ERP-ის უფრო დაბალ და მსგავს მნიშვნელობას (4.6% 2025 წელს). ფაქტობრივად, ეს მტკიცებულება მიუთითებს, რომ ევროპის ERP-სა და მსოფლიო ERP-ს შორის სხვაობა, თუ ასეთი არსებობს, მცირე უნდა იყოს.
19. დამატებით აღსანიშნავია, რომ არ არსებობს შესაბამისი თეორიული საფუძველი იმისა, რომ საქართველოს ERP საშუალო ევროპულ ქვეყნებზე მაღალი იყოს. ასევე, საქართველოს, როგორც ქვეყნის, უფრო მაღალი რისკი უკვე გათვალისწინებულია ურისკო განაკვეთში. შესაბამისად, უფრო მაღალი „ქართული“ ERP-ის გამოყენებამ შესაძლოა გამოიწვიოს ქვეყნის რისკის ორმაგი გათვალისწინება
20. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების საფუძველზე, რეკომენდებულია კომისიამ გამოიყენოს 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%-ის ოდენობით განსაზღვრავს.

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

21. საქართველოში რეგულირებული სატელეკომუნიკაციო კომპანიები საფონდო ბირჟაზე არ არიან წარმოდგენილი, შესაბამისად, ბეტას შესაფასებლად აუცილებელია ისეთი კომპანიების შერჩევა, რომელთა აქციებიც საჯაროდ ივაჭრება და რომელთაც მსგავსი სისტემატური რისკები ახასიათებთ. ასეთ კომპანიებს უწოდებენ „შესადარისი კომპანიებს“ (peers).
22. 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, BEREC⁷-ის უახლეს ანგარიშსა და Brattle-ის წინა სატელეკომუნიკაციო სექტორის შესახებ ანგარიშებში გამოყენებული შესადარისი კომპანიების გაერთიანებით, მათ შორის ევროპის ფარგლებს გარეთ მდებარე სამი კომპანიის ჩათვლით. აღნიშნული ჯგუფიდან გამორიცხულია ორი რუსული კომპანია საჯარო ვაჭრობისა და ფინანსური მონაცემების ხელმისაწვდომობის არარსებობის გამო.
23. 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.
24. აღსანიშნავია, რომ ევროკავშირის ქვეყნებში მოქმედ კომპანიებს აქვთ საქართველოსთან ფართოდ მსგავსი მარეგულირებელი ჩარჩო და ისინი აუცილებლად უნდა იქნეს გათვალისწინებული ანალიზში. ამასთან, ევროპული კომპანიების დიდი რაოდენობა⁸ უზრუნველყოფს ბეტას მაღალი სანდოობით შეფასებისთვის საკმარის შესადარისი ჯგუფს. მეორე მხრივ, გაურკვეველია, რამდენად შეესაბამება ჩინეთის მარეგულირებელი ჩარჩო საქართველოსას. შესაბამისად, ჩინური კომპანიების ბეტას ჩართვამ შესაძლოა არაზუსტად შეაფასოს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო კომპანიები. ამდენად, რეკომენდებულია კომისიამ ბეტა შეაფასოს მხოლოდ ევროპული შესადარისი კომპანიების საფუძველზე.

⁷ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში WACC პარამეტრების შესახებ, გვ. 24.

⁸ 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 იმას 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 მნიშვნელოვან შემოსავალს იღებენ იმ ბიზნესისგან განსხვავებული საქმიანობიდან, რომლისთვისაც ბეტა ფასდება.

25. ბეტას მაღალი სანდოობით შეფასების მისაღებად, თითოეულ პოტენციურ შესაძარის კომპანიაზე გამოყენებულია რამდენიმე კრიტერიუმი. კერძოდ, გამორიცხულია არასაკმარისი ლიკვიდობის მქონე კომპანიები, საინვესტიციო ხარისხზე (investment grade) დაბალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე კომპანიები და კომპანიები, რომლებიც ჩართული იყვნენ შერწყმა-შეძენის (M&A) მასშტაბურ ოპერაციებში. აღნიშნული კრიტერიუმების გამოყენების შედეგად მიღებულია 20 ევროპული კომპანიისგან შემდგარი შესაძარის სია.

II.A.4. ბეტა და კაპიტალის სტრუქტურა (Gearing)

26. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებთან თანხვედრაში, შესაძარისი ჯგუფის საკუთარი კაპიტალის ბეტა შეფასებულია 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.

27. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებების შესაბამისად, საკუთარი კაპიტალის ბეტა სასესხო ვალდებულების არ მქონე ბეტამდე (unlevered) შესწორებულია Modigliani-Miller-ის ფორმულისა და სესხის (debt) ბეტას გამოყენებით. თითოეული შესაძარისი 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 შესაძარისი 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.

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

29. დამატებით შეფასდა, შეიძლება თუ არა საქართველოს ბაზრის შედარებით მცირე ზომამ პოტენციური გავლენა მოახდინოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე. აღნიშნული პოტენციური გავლენის შესაფასებლად, გაანალიზებულია ბეტას და დემოგრაფიულ ცვლადებს შორის კავშირი, მათ შორის ქვეყნის ფართობი, მოსახლეობა და მშპ ერთ სულ მოსახლეზე.

ინტუიციურად, 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. ჩატარებული ანალიზი არ ავლენს სტატისტიკურად მნიშვნელოვან კავშირს ქვეყნის ფართობსა და მოსახლეობის რაოდენობას და კომპანიის ბეტას შორის. შესაბამისად, დასკვნის სახით, ქვეყნის ზომა გავლენას არ ახდენს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე და, შედეგად, არ არსებობს აქტივების ბეტას კორექტირების საჭიროება საქართველოს შედარებით მცირე ზომის გათვალისწინებით.

II.B. სასესხო კაპიტალის ღირებულება

30. 2020 წელს PwC-იმ სასესხო კაპიტალის ღირებულება განსაზღვრა 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.

31. 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 საფუძველზე⁹. 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.¹⁰

32. მყარი მეთოდოლოგიის ჩამოსაყალიბებლად და სესხის პრემიის გონივრული ღირებულების მისაღებად, განხილულია ოთხი ალტერნატიული მიდგომა:

ა. 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.

ბ. შემდეგი მიდგომა, სესხის პრემიის გამოთვლა საქართველოში მოქმედი ოპერატორების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის და შესაბამისი ურისკო

⁹ ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ, ¶56.

¹⁰ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში გვ. 26, 27.

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 მეთოდოლოგიით მიღებული სესხის პრემია შეადგენს 2.00%. თუ დავამატებთ ერთ-ერთი დაინტერესებული მხარის მიერ შემოთავაზებულ პრემიას სავალუტო რისკების გასათვალისწინებლად, მივიღებთ დაახლოებით 3.00%-იან პრემიას. აღნიშნული მნიშვნელობა წარმოადგენს მაქსიმუმს, რადგან სესხების გარკვეული ნაწილი ლარშია დენომინირებული და, შესაბამისად, დამატებითი პრემია არ არის საჭირო.

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 („სეზ“) 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- ე.წ. „BB კორპორატიული მრუდი“ (BB Corporate Curve). როგორც ჩვენთვის ცნობილია, სეზი BB კორპორატიულ მრუდს გამოითვლის ლარში დენომინირებული საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლიანობის მრუდზე სპრედის დამატებით. 2025 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით, BB კორპორატიული მრუდი 10-წლიანი კორპორატიული ობლიგაციებისთვის დაახლოებით 4.44%-იან სპრედს გულისხმობდა.

33. დასკვნის სახით:

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

ბ. ოპერატორების ფინანსური ანგარიშგებებიდან შეფასებული სასესხო ღირებულება გარკვეულწილად პრობლემატურია, 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. ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, BB კორპორატიული მრუდი საქართველოში სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულების შესაფასებლად მიზანშეწონილად არ იქნა მიჩნეული.

34. ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, მიგვაჩნია, რომ BEREC-ის მონაცემებზე დაფუძნებული სასესხო კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა საქართველოს ოპერატორებისთვის ყველაზე სანდო შეფასებას უზრუნველყოფს. საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების საკრედიტო რეიტინგების გათვალისწინებით, საშუალო მაჩვენებლის ნაცვლად, ჩვენ ვიყენებთ Telecom Italia-სა და DIGI Communications-ის საშუალო სპრედს, რომლებიც წარმოადგენენ BEREC-ის შერჩევაში ყველაზე დაბალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე ოპერატორებს. აღნიშნული მიდგომით მიღებული სესხის სპრედი შეადგენს 2.64%-ს.¹¹

35. აღსანიშნავია, რომ 2.64%-იანი სასესხო სპრედი აღემატება კომპანიების ფინანსური ანგარიშგებებიდან მიღებულ 2.00%-ს და 3.00%-იანი სპრედი არის ზედა ზღვარი, რომელიც მიიღება დაინტერესებული მხარის ანალიზით შემოთავაზებული სავალუტო რისკის კორექტირების გათვალისწინებით აღნიშნული ადასტურებს, რომ მიღებული მნიშვნელობა გონივრულია.

36. 2.64%-იანი სპრედის ურისკო განაკვეთზე დამატებით მიიღება სასესხო კაპიტალის ღირებულება 11.74% გადასახადამდე ბაზისით, ანუ 9.98% გადასახადის შემდგომ ბაზისით. ჩვენ მიერ შეფასებული სასესხო კაპიტალის ღირებულება მსგავსია ან აღემატება დაინტერესებული მხარის ანალიზით შეფასებულ მონაცემს, ვადიანობის პრემიის გამოკლების შემდეგ, რომელთან დაკავშირებითაც ჩვენ განსხვავებული პოზიცია გვაქვს.

II.C. NGA პრემიის მიზანშეწონილობა

მარეგულირებელი პრეცედენტი და ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემიის შესახებ მტკიცებულებები

¹¹ 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.

37. სატელეკომუნიკაციო ქსელების ეკონომიკურ რეგულირებაში ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემიის ცნება სათავეს იღებს ევროკომისიის 2010 წლის 20 სექტემბრის რეკომენდაციიდან, 2010/572/EU. აღნიშნულ რეკომენდაციაში ევროკომისიამ აღნიშნა, რომ, ტარიფების გამოთვლის მიზნით, ევროკავშირის წევრ ქვეყნებში მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე (SMP) ოპერატორის WACC უნდა ასახავდეს ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ინვესტიციების უფრო მაღალ რისკს სპილენძის ქსელებში ოპერირებასთან შედარებით. ამ მიზნით, აღიარებული იქნა, რომ ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების განვითარება, განსაკუთრებით საწყის ეტაპებზე, მოიცავს მნიშვნელოვან რისკებს მაღალი, შეუქცევადი საინვესტიციო ხარჯებისა და მოთხოვნის გაურკვევლობის გამო, რის გამოც მარეგულირებლებმა WACC-ში უნდა გაითვალისწინონ რისკის პრემია, მათ შორის, საჭიროების შემთხვევაში, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემია სპილენძის ქსელის WACC-ზე დამატებით.

38. ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ინვესტიციებზე WACC-ის უფრო მაღალი დონის დასაბუთება დამატებით გაანალიზდა ევროკომისიისთვის მომზადებულ Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშში. კვლევამ გამოავლინა სამი ძირითადი მიზეზი, რის გამოც NGA ქსელების WACC შეიძლება აღემატებოდეს სპილენძის ქსელების WACC-ს:

- ა. კაპიტალის სტრუქტურა (leverage): ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების მშენებლობა მოითხოვს მნიშვნელოვან ინვესტიციებს, რაც ზრდის ბეტას და უკუგების განაკვეთის ცვალებადობას;
- ბ. მოთხოვნის გაურკვევლობა: ოპტიკურ-ბოჭკოვან მომსახურებებზე მოთხოვნა შეიძლება უფრო მგრძნობიარე იყოს ეკონომიკური ციკლების მიმართ;
- გ. ხანგრძლივი სასიცოცხლო ციკლის მქონე აქტივები: ახალი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი აქტივების ღირებულება უფრო მგრძნობიარეა მაკროეკონომიკური ცვლილებების მიმართ სპილენძის ქსელებთან შედარებით, რომელთაც უფრო მოკლე სასიცოცხლო ვადა აქვთ.

39. ოპტიკურ-ბოჭკოვან პრემიის გათვალისწინების დამატებითი საფუძველი უკავშირდება ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში განხორციელებული ინვესტიციების შეუქცევად ხასიათს. კერძოდ, ოპტიკურ-ბოჭკოვან ინფრასტრუქტურაში ინვესტიციის განხორციელებით მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე (SMP) ოპერატორი ფაქტობრივად კარგავს ინვესტიციის გადავადების შესაძლებლობის ეკონომიკურ ღირებულებას, რის გამოც აღნიშნული რისკი სათანადო ანაზღაურებით უნდა იქნეს კომპენსირებული.

40. აღნიშნული რეკომენდაციების შესაბამისად, რიგმა მარეგულირებლებმა შეაფასა ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ინვესტიციების რისკი სპილენძის ქსელებთან შედარებით და დაადგინა ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემიის საჭიროება. ამავე დროს, აღინიშნა, რომ ქსელის გაფართოებასთან ერთად რისკი და შესაბამისი პრემია უნდა შემცირებულიყო. შემდგომ ანალიზებში რიგმა მარეგულირებლებმა შეამცირა ან სრულად გააუქმა ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემია, NGA ქსელის გაზრდილი დაფარვის შედეგად ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ინვესტიციების შემცირებული რისკის გასათვალისწინებლად, ხოლო

ზოგიერთ შემთხვევაში ახალი თაობის ქსელებზე დაშვების (NGA) წინასწარი რეგულირება სრულად მოიხსნა.

41. დღეისათვის მხოლოდ 7 ეროვნული მარეგულირებელი ინარჩუნებს ოპტიკურ-ბოჭკოვან პრემიას WACC-ში, საშუალო მნიშვნელობით 1.45%. წარსულში კი 12-მა მარეგულირებელმა თავდაპირველად გამოიყენა პრემია 0.61%-დან (სლოვენია, ლუქსემბურგი) 4.81%-მდე (ესპანეთი), საშუალო მნიშვნელობით 2.39%.

რეკომენდაცია NGA პრემიის გამოყენებაზე საქართველოში

42. კაპიტალის სტრუქტურა, მოთხოვნის გაურკვევლობა და ოპტიკურ-ბოჭკოვანი აქტივების ხანგრძლივი სასიცოცხლო ციკლი შეიძლება ამართლებდეს WACC-ში NGA პრემიას, განსაკუთრებით ინვესტიციების საწყის ეტაპზე. თუმცა, დროის გასვლასთან ერთად ამ პრემიის არგუმენტები სუსტდება და ინვესტიციების დასრულებისა და მოთხოვნის განუსაზღვრელობის აღმოფხვრის შემდეგ პრემია არ უნდა იქნეს გამოყენებული.

43. საქართველოში ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების დანერგვისა და გამოყენების დონე ძალიან მაღალია, რის გამოც არსებული ოპტიკურ-ბოჭკოვანი აქტივებისთვის ზოგადი პრემიის გამოყენება აღარ არის რელევანტური. ფაქტობრივად, ინვესტიციები უკვე განხორციელებულია და მოთხოვნის გაურკვევლობა პოზიტიურად არის გადაჭრილი.

44. თუმცა, დღეის მდგომარეობით, საქართველოში ოპტიკურ-ბოჭკოვანი კავშირის მნიშვნელოვანი ნაწილისთვის კვლავ FTTB (*fiber-to-the-building*) ტექნოლოგიაა გამოყენებული და აბონენტების 90%-ზე მეტს აქვს 70 მბ/წმ ან უფრო დაბალი სიჩქარის ინტერნეტ კავშირი¹². აღსანიშნავია, რომ საქართველოს ეროვნული ფართოზოლოვანი გეგმის შესაბამისად ქვეყნის მასშტაბით ინტერნეტ კავშირის სიჩქარის გასაუმჯობესებლად მნიშვნელოვანი ინვესტიციები იქნება საჭირო, მათ შორის, არსებული FTTB ტექნოლოგიის კავშირის FTTH (*fiber-to-the home*) ტექნოლოგიაზე შესაცვლელად და და ასევე, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების განსავითარებლად იმ დასახლებებში, სადაც ამჟამად ამგვარი ტექნოლოგია არ არის ხელმისაწვდომი. ასევე აღსანიშნავია, რომ მობილურ ბაზარზე, 2023–2025 წლების პერიოდში სამივე ოპერატორმა შეიძინა 5G ტექნოლოგიის ლიცენზია. თუმცა, მხოლოდ ერთ ოპერატორს აქვს უზრუნველყოფილი 5G ტექნოლოგიის ქსელი მთელი ქვეყნის მასშტაბით, ხოლო დანარჩენ ორს ჯერ კიდევ სჭირდება მნიშვნელოვანი ინვესტიციების განხორციელება დაფარვის არეალის გაფართოებისა და კავშირის გასაუმჯობესებლად.

45. ყოველივე აღნიშნულის გათვალისწინებით და ამასთან, ევროპაში მარეგულირებელი ჩარჩოს ბოლოდროინდელი განვითარების შესაბამისად, მიზანშეწონილია კომისიამ გამოიყენოს ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემია:

¹² კომისიის მიერ მოწოდებულ მონაცემებზე დაყრდნობით.

ა. ქსელის განახლებაში განხორციელებული ინვესტიციებისთვის - ეს მოიცავს FTTB ტექნოლოგიის FTTH ტექნოლოგიად შეცვლის მიზნით განხორციელებულ ინვესტიციებს და არსებულ ძირითადი ქსელისა და მოწყობილობებთან დაკავშირებულ ნებისმიერ განახლებას. 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 - დასახლებებში, სადაც ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელი არ არის ხელმისაწვდომი ან/და სადაც ამჟამად სხვა ტექნოლოგიები გამოიყენება.

გ. ინვესტიციები 5G ქსელსა და მომავალი თაობის მობილურ ტექნოლოგიებში.

46. ზემოთ მოცემული ა-გ პუნქტებით გათვალისწინებული ინვესტიციებისთვის კომისიამ უნდა გამოიყენოს NGA პრემია ტარიფების გაანგარიშებისას ნებისმიერ შესაბამის საბითუმო ბაზარზე, რომელიც განისაზღვრება, გაანალიზდება და რეგულირდება კომისიის მიერ WACC-ს მოქმედების პერიოდში.¹³

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

¹³ ყოველგვარი ბუნდოვანების თავიდან ასაცილებლად, ეს ბაზრები მოიცავს: (1) საკომუნიკაციო-საკანალიზაციო არხებზე საბითუმო დაშვების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - 620/9 06.11.2014 ყველა ცვლილებით), (2) ინტერნეტ რესურსებზე საბითუმო დაშვების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება -57-9 01.29.2015 ყველა ცვლილებით), (3) გამოყოფილ არხებზე საბითუმო დაშვების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - N671/9 06.12.2018 ყველა ცვლილებით), (4) ფიქსირებულ ლოკაციაზე ადგილობრივი და ცენტრალური საბითუმო დაშვების მომსახურების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება 9/361, 08/08/2024 ყველა ცვლილებით), (5) 5G მობილური ქსელზე საბითუმო დაშვების მომსახურების ბაზარი და ნებისმიერი სხვა შესაბამისი საბითუმო ბაზარი, რომელიც შეიძლება განისაზღვროს, გაანალიზდეს და რეგულირდებოდეს კომისიის მიერ WACC-ს მოქმედების პერიოდში.

II.D.WACC-ის დიფერენცირების მიზანშეწონილობა ფიქსირებულ და მობილურ მომსახურებებს შორის

48. მიუხედავად იმისა, რომ ფიქსირებული ქსელის ოპერირების სისტემატური რისკი თეორიულად შეიძლება განსხვავდებოდეს მობილური ქსელის ოპერირების რისკისგან, არსებობს სამი ძირითადი მიზეზი, რის გამოც WACC-ის დიფერენცირება პრაქტიკულად არც მიზანშეწონილია და არც განხორციელებადი:

- ა. ტექნოლოგიური კონვერგენცია ამცირებს შესაძლო განსხვავებებს სისტემატურ რისკში;
- ბ. შესადარისი კომპანიების ანალიზით, ყველა კომპანია წარმოადგენს ფიქსირებული და მობილური მომსახურებების ინტეგრირებულ ოპერატორს, რის გამოც თითოეული მომსახურებისთვის ცალკეული ბეტას შეფასება შეუძლებელია;
- გ. Brattle-ის გამოცდილებით, ცნობილი არ არის არც ერთი მარეგულირებელი, რომელიც მობილური მომსახურებისთვის განსხვავებულ WACC-ს იყენებს.

49. შესაბამისად, რეკომენდებულია კომისიამ რეგულირებული ფიქსირებული და მობილური მომსახურებებისთვის გამოიყენოს ერთიანი WACC.

II.E. საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორის WACC

50. ქვემოთ წარმოდგენილი ცხრილი 1 ასახავს საქართველოში სატელეკომუნიკაციო სექტორის ნომინალური, გადასახადამდე WACC-ის გამოთვლას.

ცხრილი 1: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება.

ცხრილი 1: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება			
10 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[1]	ცხრილი 3	9.1%
20წ-10წ სახელმწიფო ობლიგაციების განაკვეთებს შორის სხვაობა	[2]	ცხრილი 3	0.6%
20 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[3]	[1]+[2]	9.7%
საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (ERP)	[4]	ცხრილი 5	5.9%
სესხის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან (Gearing (D/E))	[5]	ცხრილი 10	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 10	0.40
სესხის ბეტა	[9]	ცხრილი 10	0.10
საკუთარი კაპიტალის ბეტა	[10]	[8]+[5]x(1-[7])x([8]-[9])	0.58

საკუთარი კაპიტალის ღირებულება	[11]	$[3]+[10] \times [4]$	13.1%
სესხის ღირებულება, დაბეგვრამდე	[12]	ცხრილი 16	11.7%
სესხის ღირებულება, დაბეგვრის შემდგომ	[13]	$[12] \times (1-[7])$	10.0%
WACC, დაბეგვრის შემდგომ	[14]	$[13] \times [6] + [11] \times (1-[6])$	11.8%
WACC, დაბეგვრამდე	[15]	$[14]/(1-[7])$	13.9%
შენიშვნები და წყაროები:			
[1]: საქართველოში 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლის ყოველწლიური საპროცენტო განაკვეთის 1-წლიანი საშუალო მაჩვენებელი 2024 წლის 1 ოქტომბრიდან 2025 წლის 30 სექტემბრამდე. მონაცემები საქართველოს ეროვნული ბანკიდან.			
[7]: შემოსავლების სამსახური			

III. ურისკო განაკვეთი (Risk-Free Rate)

51. ურისკო განაკვეთის გამოთვლისას აუცილებელია სამი ძირითადი ასპექტის გათვალისწინება:

- ა. შესაბამისი ქვეყანა: რომელი ქვეყნის სახელმწიფო ობლიგაცია უნდა იქნეს გამოყენებული?
- ბ. საშუალო პერიოდი: რომელი პერიოდის შესაბამისად უნდა განისაზღვროს განაკვეთი?
- გ. ობლიგაციის ვადა: რომელი ვადიანობის ობლიგაცია უნდა იქნეს გამოყენებული?

52. 2020 წელს PwC-იმ ურისკო განაკვეთი განსაზღვრა საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების 8–10 წლიანი ვადის მქონე ერთწლიანი საშუალო სარგებლის საფუძველზე, როგორც ეს გამოქვეყნებული იყო საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ. ამასთან შედარებით, ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები ითვალისწინებს 10-წლიანი ვადის მქონე ადგილობრივ სახელმწიფო ობლიგაციებზე ხუთწლიანი საშუალო პერიოდის სარგებლის გამოყენებას, პარამეტრის ყოველწლიური განახლებით¹⁴. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებების თანახმად, ხუთწლიანი პერიოდის გამოყენება უზრუნველყოფს ურისკო განაკვეთის გამოთვლის თანმიმდევრულობას WACC-ის სხვა პარამეტრებთან, რომლებიც ასევე ხუთწლიანი საშუალოს საფუძველზე განისაზღვრება.

53. ქვემოთ, პირველ რიგში, განხილულია რეკომენდაციები აღნიშნული სამი საკითხის გადაწყვეტის შესახებ, რის შემდეგაც, გამოთვლილია საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებისთვის ურისკო განაკვეთი შეფასების თარიღის მდგომარეობით.

¹⁴ ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ, №31,35,65

III.A. შესაბამისი ქვეყანა

54. PwC-სა და ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებების შესაბამისად, საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლის გამოყენება, ურისკო განაკვეთის მიზნებისთვის, შეესაბამება მრავალ ქვეყანაში და სექტორში დამკვიდრებულ მარეგულირებელ პრაქტიკას. საკუთარი კაპიტალის ღირებულების შეფასებისას მარეგულირებლები, როგორც წესი, იყენებენ იმ ქვეყნის სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს, სადაც რეგულირებული სუბიექტი საქმიანობს. ასეთ ობლიგაციებს უწოდებენ „ადგილობრივ სახელმწიფო ობლიგაციებს“, ანუ იმ ობლიგაციებს, რომლებიც დაკავშირებულია რეგულირებულ კომპანიასთან.

55. თეორიულად, CAPM-ის ფარგლებში, ურისკო განაკვეთი უნდა ასახავდეს ჰიპოთეტური ურისკო აქტივის მოსალოდნელ შემოსავალს. ცხადია, საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციები სრულად ურისკო არ არის. საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელი (yield) რამდენიმე პროცენტული პუნქტით აღემატება ნამდვილ ურისკო განაკვეთს, რომელიც, მაგალითად, შეიძლება შეფასდეს გერმანიის სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლით. საქართველოსა და გერმანიის სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის სხვაობა ორი ფაქტორით აიხსნება. პირველი არის სავალუტო და ინფლაციური რისკი. საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციები დენომინირებულია ქართულ ლარში (GEL), ხოლო გერმანიის სახელმწიფო ობლიგაციები ევროში. შესაბამისად, საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციებში ინვესტორებმა უნდა მიიღონ კომპენსაცია ლარის გაუფასურების რისკისთვის ევროს მსგავს ვალუტებთან მიმართებით. საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების უფრო მაღალი სარგებელი გერმანიის ობლიგაციებთან შედარებით სწორედ ამ რისკის კომპენსაციას უზრუნველყოფს. კომისია კაპიტალის ღირებულებას ითვლის ლარში შეფასებული აქტივების ანაზღაურების მიზნით, შესაბამისად, ლარში შემოსავლის მომტანი აქტივების ინვესტორებისთვის, მათ შორის სატელეკომუნიკაციო ინფრასტრუქტურის შემთხვევაში, ლოგიკურია იგივე კომპენსაციის გათვალისწინება.

56. სხვაობის მეორე მიზეზია საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების შედარებით მაღალი დეფოლტის რისკი გერმანიის სახელმწიფო ობლიგაციებთან შედარებით. დეფოლტის რისკი ასახავს ისეთ ფაქტორებს, როგორებიცაა ქვეყნის არსებული სესხის ტვირთი, ეკონომიკური ზრდის პერსპექტივები და სესხის დინამიკა მომავალში. მიუხედავად იმისა, რომ ეს ფაქტორები სპეციფიკურია მთავრობის ფისკალური და ეკონომიკური პოლიტიკისთვის, სატელეკომუნიკაციო რეგულირებაში საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციებზე დეფოლტის რისკით განპირობებული დამატებითი სარგებელი, როგორც წესი, განიხილება „ქვეყნის რისკის“ გონივრულ პროქსიდ, ანუ იმ დამატებით რისკად, რომელსაც ბიზნესი აწყდება საქართველოში საქმიანობისას, გერმანიის მსგავსი ქვეყნისგან განსხვავებით.¹⁵ ქვეყნის რისკი მოიცავს როგორც

¹⁵ აღნიშნული საკითხის განხილვისთვის იხ. Dan Harris, Richard Caldwell, Lucia Bazzucchi და Francesco Lo Passo, „სატელეკომუნიკაციო ქსელებში ინვესტიციებისთვის გონივრული უკუგების განაკვეთის შეფასების მიდგომების მიმოხილვა მარეგულირებელ პროცესებში და ევროკავშირის ჰარმონიზაციის ვარიანტები“, მომზადებულია ევროკომისიისთვის, საკომუნიკაციო ქსელების, კონტენტისა და ტექნოლოგიების გენერალური დირექტორატი, 2016 („Brattle-ის 2016 წლის ანგარიში“), §VI.A.1, გვ. 24. იხ.

მარეგულირებელ, ასევე სამართლებრივ რისკებს. მიუხედავად იმისა, რომ დეფოლტის სპრედი სრულყოფილი პროქსი არ არის ქვეყნის რისკისთვის, ცხადია, რომ საქართველოს მიერ დეფოლტის გამოცხადებას ექნებოდა ძალიან ნეგატიური გავლენა ქართულ ბიზნესზე, მათ შორის სატელეკომუნიკაციო ინფრასტრუქტურაზე, რის გამოც არსებობს კავშირი საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების დეფოლტის სპრედსა და იმ ქვეყნის რისკს შორის, რომელსაც საქართველოში მოქმედი რეგულირებული სატელეკომუნიკაციო კომპანიები აწყდებიან.

57. ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელი წარმოადგენს ურისკო განაკვეთის ყველაზე შესაფერის შეფასებას საქართველოში რეგულირებული ბიზნესისთვის, იმ გაგებით, რომ „ურისკო“ ამ კონტექსტში მოიცავს ქვეყნის რისკის კომპენსაციასაც. საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების გამოყენება ურისკო განაკვეთის დასადგენად, შეესაბამება ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებს და, უფრო ფართოდ, საერთაშორისო მარეგულირებელ პრაქტიკას. Brattle-ის გამოცდილებით, ყველა მარეგულირებელი ან იყენებს საკუთარი ქვეყნის სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს ურისკო განაკვეთის გამოსათვლელად, ან გამონაკლის შემთხვევებში იყენებს იმავე ვალუტაში ნომინირებულ ძალიან დაბალი რისკის (AAA რეიტინგის მქონე) ობლიგაციის ურისკო განაკვეთს და შემდეგ ახორციელებს ქვეყნის რისკის კორექტირებას საკუთარი ქვეყნის ობლიგაციების სარგებლის საფუძველზე. უკანასკნელი მიდგომა საქართველოსთვის პრაქტიკული არ არის, რადგან ლარში ნომინირებული AAA რეიტინგის მქონე სხვა სახელმწიფო ობლიგაციები არ არსებობს.

III.B. საშუალო პერიოდი

58. ურისკო განაკვეთის გამოთვლის მეორე მნიშვნელოვანი ასპექტია საშუალო პერიოდის შერჩევა. ევროკომისიისთვის მომზადებულ Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშში¹⁶ განმარტებულია, რომ საშუალო პერიოდის არჩევა გარკვეულ კომპრომისს გულისხმობს. ერთი მხრივ, მიმდინარე სარგებელი წარმოადგენს ურისკო განაკვეთის საუკეთესო პროგნოზს მომდევნო მარეგულირებელი პერიოდისთვის, ვინაიდან იგი ასახავს ბაზრის მიერ ხელმისაწვდომ უახლეს ინფორმაციას მომავალი საპროცენტო განაკვეთის შესახებ. მეორე მხრივ, მარეგულირებელი თვალსაზრისით, გრძელვადიანი საშუალო პერიოდის გამოყენება გონივრულია, რადგან ერთდღიანი სარგებლის გამოყენება გარდაუვლად შემოიტანს შემთხვევითობასა და მერყეობას WACC-ის განსაზღვრაში. სრულიად შესაძლებელია, რომ სარგებელი ერთი კვირის შემდეგ 20 საბაზისო პუნქტით მაღალი იყოს, რის შედეგადაც WACC-ის გადაწყვეტილების ზუსტ თარიღს ექნება მნიშვნელოვანი გავლენა ურისკო განაკვეთზე და, შესაბამისად, WACC-ზე. ამის საპირისპიროდ, გრძელვადიანი საშუალო პარამეტრი ზრდის სტაბილურობასა და პროგნოზირებადობას, რაც მარეგულირებელი პერსპექტივიდან სასურველია.

ასევე ევროკომისიის შეტყობინება WACC-ის შესახებ, ¶34 და BERC-ის 2025 წლის ანგარიში, §2.2, გვ. 14-15.

¹⁶ Brattle-ის 2016 წლის ანგარიში, §VI.A.4, გვ. 41-43.

59. საბოლოოდ, Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშში რეკომენდებული იყო ერთწლიანი საშუალო პერიოდის გამოყენება. ერთწლიანი საშუალო მნიშვნელოვნად ამცირებს შეფასების მერყეობას ერთდღიან (spot) სარგებელთან შედარებით და ამავე დროს ამცირებს იმ მოძველებული ინფორმაციის გამოყენებას, რომელიც აღარ არის რელევანტური მომავალი მარეგულირებელი პერიოდისთვის. ეს მეთოდი კომისიამ გამოიყენა ბოლო WACC-ის გადაწყვეტილებაში და რეკომენდებულია მისი გამოყენება მომდევნო მარეგულირებელ პერიოდებშიც.

60. აღსანიშნავია, რომ ერთწლიანი საშუალოს გამოყენება არ შეესაბამება ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებს, რომლებიც სხვა WACC-ის პარამეტრებთან, განსაკუთრებით ბეტასთან, თანმიმდევრულობის უზრუნველსაყოფად ხუთწლიანი საშუალოს გამოყენებას ითვალისწინებს პარამეტრის ყოველწლიური განახლებით. თუმცა, არსებობს სულ მცირე ორი მიზეზი, რის გამოც ხუთწლიანი საშუალო არ არის მიზანშეწონილი, საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებების WACC-ის გამოსათვლელად:

ა. პირველ რიგში, არ არსებობს აუცილებლობა, რომ ურისკო განაკვეთის საშუალო პერიოდი იყოს თანმიმდევრული სხვა პარამეტრების, როგორცაა ბეტა, საშუალო პერიოდთან. როგორც ზემოთ ახსნილია, არ არსებობს იმის ვარაუდის საფუძველი, რომ ბოლო ხუთი წლის ურისკო განაკვეთის საშუალო იქნება საუკეთესო პროგნოზი მომდევნო მარეგულირებელი პერიოდისთვის. სხვა თანაბარ პირობებში, მომავალი ურისკო განაკვეთის საუკეთესო პროგნოზი მიმდინარე სარგებელია.

ბ. მეორე მხრივ, არაერთმა ევროპულმა მარეგულირებელმა გადაუხვია ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებებს, ვინაიდან ხუთწლიანი საშუალოს გამოყენებამ არაგონივრული შედეგები წარმოშვა რაოდენობრივი შემსუბუქების (Quantitative Easing-QE) პროგრამების დასრულების შემდეგ. QE პროგრამებმა ისტორიულად შეამცირა საპროცენტო განაკვეთები, თუმცა მათი დასრულებისას ცხადი გახდა, რომ განაკვეთები კვლავ გაიზრდებოდა¹⁷. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში QE პოლიტიკა არასდროს განხორციელებულა, აღნიშნული მაგალითი ნათლად აჩვენებს, რომ მონეტარული პოლიტიკის სტრუქტურულმა ცვლილებებმა შეიძლება განაპირობოს ის, რომ ახლო წარსულის საპროცენტო განაკვეთი აღარ იყოს მომავლის კარგი პროგნოზი. ამდენად, ხუთწლიანი საშუალო მოიცავდა დაბალ განაკვეთებს, რომლებიც აშკარად აღარ იყო რელევანტური მომავალი

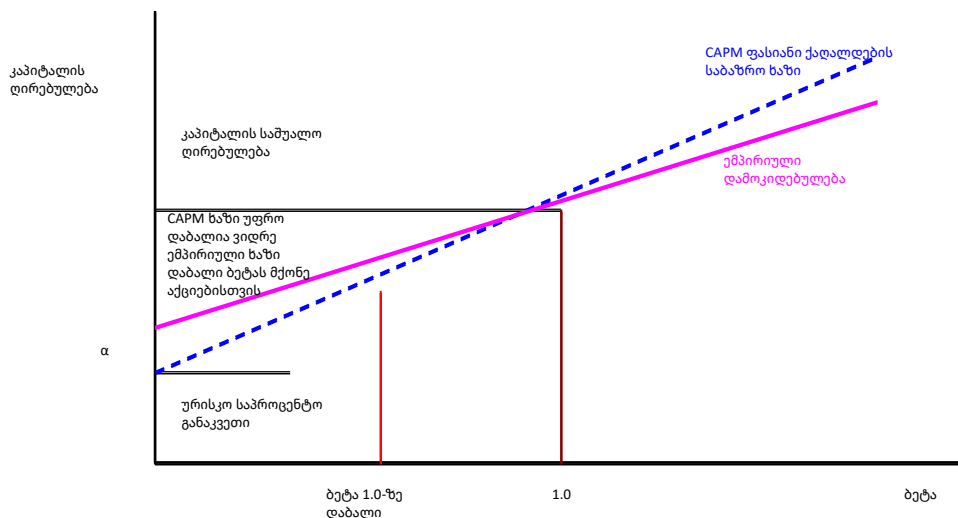
¹⁷ მაგალითად, 2022 წელს ესპანეთის მარეგულირებელმა CNMC-მ ურისკო განაკვეთი შეაფასა ათწლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების ხუთწლიანი და ექვსთვიანი სარგებლების საშუალოს გამოყენებით, რათა უკეთ ასახულიყო რაოდენობრივი შემსუბუქების (QE) დასრულების შემდგომი მიმდინარე მაკროეკონომიკური პირობები. ევროკომისიამ აღნიშნული მეთოდოლოგია მისაღებად მიიჩნია და აღნიშნა, რომ მარეგულირებლებს შეუძლიათ გადაუხვიონ სახელმძღვანელო მითითებებს, თუ ეს სათანადოდ დასაბუთებულია და შეესაბამება მარეგულირებელ მიზნებს (იხ. კომისიის კომენტარები, საქმე ES/2022/2419).

მარეგულირებელი პერიოდისთვის, ხოლო ერთწლიანი საშუალოს გამოყენებამ ეს პრობლემა თავიდან აირიდა.

III.C. ობლიგაციის ვადა

61. CAPM ფორმულაში გამოყენებულია ურისკო აქტივის მოსალოდნელი სარგებელი. 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-სარგებელის (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.¹⁸

გრაფიკი 1: ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ემპირიული ხაზი (Security Market Line)



62. ზოგადად, სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელი იზრდება ვადის მატებასთან ერთად: 20-წლიან ობლიგაციას, როგორც წესი, უფრო მაღალი სარგებელი აქვს, ვიდრე 10-წლიანს. ამის მიზეზია ის, რომ გრძელვადიანი ობლიგაციები უფრო მაღალი

¹⁸ 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, „The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence“, *Journal of Economic Perspectives* (2004), ECAPM-ისა და ემპირიული ტესტების შედეგების განხილვისთვის.

ინფლაციური რისკის მატარებელია, რის კომპენსაციასაც ინვესტორები უფრო მაღალი სარგებლით ითხოვენ¹⁹. ობლიგაციის უფრო ხანგრძლივ ვადასთან დაკავშირებულ დამატებით სარგებელს ეწოდება „ვადის პრემია“ (term premium).

63. ვადის პრემიის არსებობის პირობებში, თუ ERP იზომება როგორც აქციების ისტორიული დამატებითი სარგებელი ობლიგაციებთან შედარებით, მაშინ ურისკო განაკვეთის გამოთვლისას გამოყენებული ობლიგაციის ვადა უნდა იყოს თანმიმდევრული ERP-ის შეფასების ვადასთან²⁰. მაგალითად, თუ ERP იზომება აქციების დამატებითი სარგებლის საფუძველზე 20-წლიან ობლიგაციებთან შედარებით, მაშინ ურისკო განაკვეთი ასევე უნდა ეფუძნებოდეს 20-წლიან ობლიგაციებს. ანალოგიურად, თუ ERP იზომება 10-წლიან ობლიგაციებთან მიმართებით, მაშინ ურისკო განაკვეთი უნდა იყოს 10-წლიანზე დაფუძნებული. ურისკო განაკვეთისა და ERP-ის ვადებს შორის შეუსაბამობამ შეიძლება გამოიწვიოს საკუთარი კაპიტალის ღირებულების არასაკმარისი ან ზედმეტი შეფასება.²¹ მაგალითად, 10-წლიან ობლიგაციებთან შედარებით დამატებითი სარგებლის სახით გაზომილი ERP უფრო მაღალი იქნება, ვიდრე 20-წლიან ობლიგაციებთან შედარებით დამატებითი სარგებლის სახით გაზომილი ERP. შესაბამისად, 10-წლიანი ობლიგაციებით შეფასებული ERP-ის გამოყენება 20-წლიან ობლიგაციაზე დაფუძნებულ ურისკო განაკვეთთან ერთად არასაკმარისად შეაფასებდა საკუთარი კაპიტალის ღირებულებას.

64. როგორც ქვემოთ, თავ IV-შია აღწერილი, საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (ERP) დაფუძნებულია Dimson, Marsh და Staunton-ის (DMS) მიერ გამოთვლილ აქციების ისტორიულ დამატებით სარგებელზე გრძელვადიან ობლიგაციებთან მიმართებით. DMS იყენებს, საშუალოდ, დაახლოებით 20-წლიანი ვადის მქონე გრძელვადიან ობლიგაციებს.²² შესაბამისად, ERP-სთან თანხვედრის უზრუნველსაყოფად, იდეალურ შემთხვევაში კომისიას ურისკო განაკვეთი უნდა დაეთვალა 20-წლიანი ვადის სახელმწიფო ობლიგაციების საფუძველზე. თუმცა, მოცემულ შემთხვევაში ეს მიდგომა

¹⁹ ინფლაცია შეამცირებს ფიქსირებული კუპონების რეალურ ღირებულებას, რომელსაც ობლიგაციების უმეტესობა იხდის. შესაბამისად, თუ რეალიზებული ინფლაცია აღემატება ობლიგაციის მყიდველის მიერ მოსალოდნელ ინფლაციას, ობლიგაციის ღირებულება შემცირდება.

²⁰ იხ. მაგალითად, Harris, Caldwell, Lo Passo და Bazzucchi, „სატელეკომუნიკაციო ქსელებში ინვესტიციებისთვის გონივრული უკუგების განაკვეთის შეფასების მიდგომების მიმოხილვა მარეგულირებელ პროცესებში და ევროკავშირის ჰარმონიზაციის ვარიანტები“, მომზადებულია DG Connect-ისთვის, 2016 წლის ივლისი.

²¹ როგორც 10-წლიანი, ისე 20-წლიანი ობლიგაციის სარგებლის გამოყენება უკეთეს შედეგებს იძლევა CAPM-ის ემპირიულ ტესტებთან შესაბამისობის თვალსაზრისით, ვიდრე მოკლევადიანი ურისკო განაკვეთის გამოყენება. თუ DMS გამოაქვეყნებდა 10-წლიანი ობლიგაციების გრძელვადიან უკუგებებს და შეაფასებდა ERP-ს საბაზრო უკუგებებს 10-წლიან ობლიგაციებთან შედარებითი პრემიის საფუძველზე, შესაძლებელი იქნებოდა 10-წლიანი ობლიგაციის გამოყენება ურისკო განაკვეთისთვის და შესაბამისი ERP-ისთვის. თუმცა, DMS ამ მონაცემებს არ აქვეყნებს. ისინი მხოლოდ 20-წლიან ობლიგაციასთან მიმართებით გამოთვლილ ERP-ს აქვეყნებენ.

²² DMS-ის პუბლიკაციები კონკრეტულად ვადიანობას არ მიუთითებს და ზოგადად „გრძელვადიანი ობლიგაციების“ აქტივების კლასს მოიხსენიებს. თუმცა, DMS-ის 2021 წლის მონაცემთა წყაროების განყოფილების მიხედვით, DMS უმეტესი ქვეყნებისთვის სულ მცირე 1990-იანი წლებიდან იყენებს FTSE-ის 10+ წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების ქვეყნების ინდექსებს. დადასტურებულია, რომ ამ ინდექსების საშუალო ვადიანობა ზოგადად 20 წელთან ახლოსაა. აშშ-სთვის DMS იყენებს Ibbotson Associates-ის გრძელვადიანი ობლიგაციის ინდექსს 1927 წლიდან დღემდე, რომელიც შედგენილია დაახლოებით 20-წლიანი ვადიანობით.

არ არის პრაქტიკულად განხორციელებადი, ვინაიდან ამჟამად არ არსებობს 20-წლიანი ვადის საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციები. ალტერნატიული მიდგომაა, კომისიამ გამოიყენოს 10-წლიანი ვადის მქონე ობლიგაციები და განახორციელოს კორექტირება 10-წლიან და 20-წლიან ობლიგაციებს შორის ვადის პრემიის სხვაობის ოდენობით.

65. თეორიულად, გამომდინარე იქიდან, რომ DMS ERP-ს აფასებს 1900–2024 წლების ისტორიულ მონაცემებზე დაყრდნობით, შესაბამისი კორექტირების განსახორციელებლად საჭირო იქნებოდა ევროზონის ყველა ქვეყნისთვის იმავე პერიოდის განმავლობაში 10-წლიან და 20-წლიან ობლიგაციებს შორის სარგებლის სხვაობის შეფასება. თუმცა, პრაქტიკაში ასეთი მიდგომა არარეალისტურია. შესაბამისად, საუკეთესო შესაძლო ალტერნატივაა ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში 10-წლიან და 20-წლიან ობლიგაციებს შორის სარგებლის სხვაობის ანალიზი.

66. ანგარიშში გამოთვლილია, ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში ევროში დენომინირებული 10-წლიანი და 20-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის საშუალო სხვაობა, ცალ-ცალკე განხილულია AAA რეიტინგის მქონე და BBB რეიტინგის მქონე ქვეყნები. ქვემოთ წარმოდგენილი ცხრილი 2 ასახავს ამ ორი ჯგუფის საშუალო სხვაობას ერთთვიანი, ერთწლიანი, ორწლიანი და ხუთწლიანი პერიოდებისთვის. საერთო ჯამში, მოკლევადიანი საშუალო მაჩვენებლები მიუთითებს შედარებით მაღალ სპრედებზე, თითქმის 50 საბაზისო პუნქტამდე, მაშინ როდესაც გრძელვადიანი საშუალო მაჩვენებლები მიუთითებს უფრო დაბალ სპრედებზე, დაახლოებით 25 საბაზისო პუნქტის ოდენობით ხუთწლიანი საშუალოს შემთხვევაში. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ გრძელვადიანი საშუალო მაჩვენებლები, სავარაუდოდ, ასახავს რაოდენობრივი შემსუბუქების (Quantitative Easing-QE) გავლენას, რამაც, დიდი ალბათობით, სარგებლის მრუდის გათანაბრება გამოიწვია. შესაბამისად, მიჩნეულია რომ დაახლოებით 40 საბაზისო პუნქტის ოდენობის სპრედი გონივრულად ასახავს ევროპაში 20-წლიან და 10-წლიან სახელმწიფო ობლიგაციებს შორის ისტორიულ სხვაობას. ეს 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 2: 20- წლიანი და 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის საშუალო სხვაობა (სპრედი)

ცხრილი 2: 20-წლიანი და 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელს შორის საშუალო სხვაობა (სპრედი)					
		1 თვე [A]	1 წელი [B]	2 წელი [C]	5 წელი [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%
				0.33%	0.25%

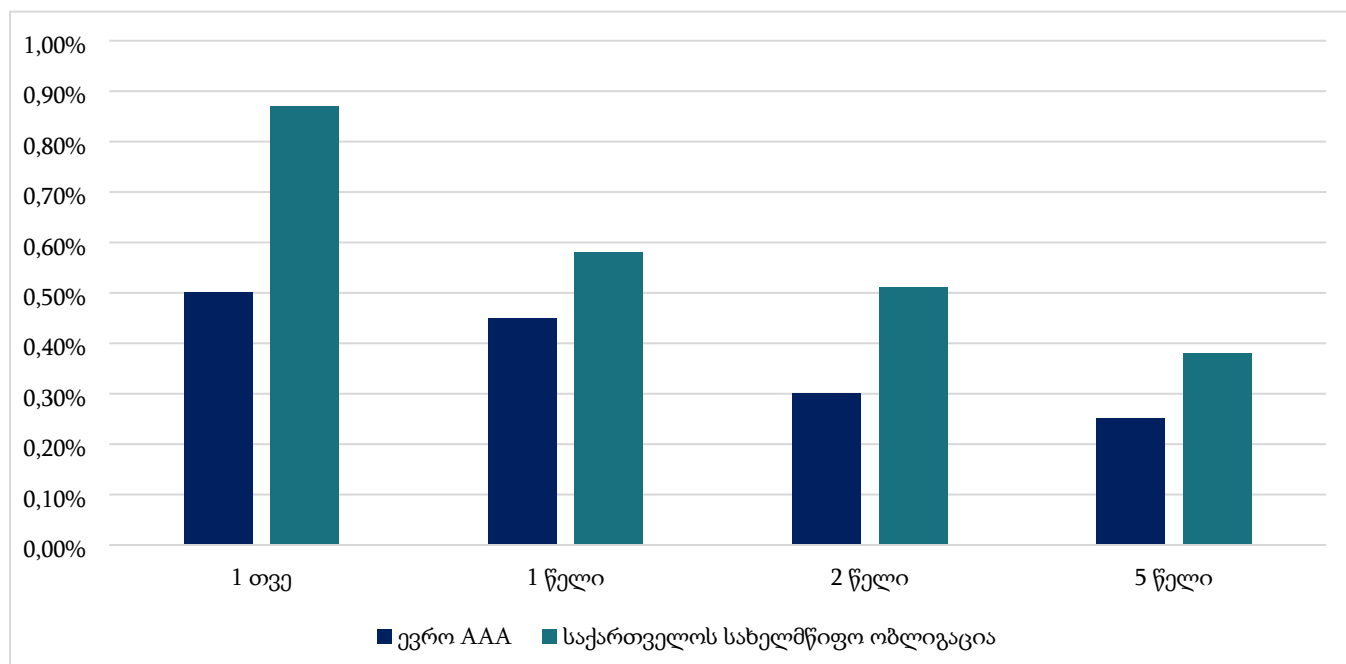
შენიშვნები და წყაროები:

[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.

67. 10-წლიან და 20-წლიან ობლიგაციებს შორის სარგებლის სხვაობის, ანუ ვადის პრემიის შეფასება ეფუძნება 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, შესწავლილია ევროში დენომინირებულ და საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციებს შორის ვადის პრემიები იმ მოკლე პერიოდის განმავლობაში, რომლისთვისაც ორივე ტიპის ობლიგაციის შესახებ მონაცემები ხელმისაწვდომია. 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



68. ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, რეკომენდებულია კომისიამ ურისკო განაკვეთზე, რომელიც გამოთვლილია 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების ერთწლიანი საშუალო სარგებლის საფუძველზე, გამოიყენოს 60 საბაზისო პუნქტის კორექტირება. 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.

69. დასასრულს აღსანიშნავია, რომ პრაქტიკაში ევროკავშირის მრავალი მარეგულირებელი კვლავ იყენებს 10-წლიანი ობლიგაციების საფუძველზე გამოთვლილ ურისკო განაკვეთს DMS მონაცემებზე დაფუძნებულ ERP-სთან თანხვედრაში. თუმცა, როგორც ზემოთ აღინიშნა, ასეთი მიდგომა მეთოდოლოგიურად არათანმიმდევრულია და Brattle-ს მიერ არ არის რეკომენდირებული. სხვა მარეგულირებლები, Brattle-ს პრაქტიკაში, მათ შორის ნიდერლანდების მარეგულირებელი ACM, უკვე გადავიდა 20-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების გამოყენებაზე ERP-სთან თანხვედრის უზრუნველსაყოფად.

II.D. ურისკო განაკვეთის გაანგარიშება საქართველოში

სატელეკომუნიკაციო მომსახურებისთვის

70. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების საფუძველზე, საქართველოში ურისკო განაკვეთი დადგენილია 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების ერთწლიანი საშუალო სარგებლის საფუძველზე, დამატებით 60 საბაზისო პუნქტის

კორექტირებით, რომელიც ასახავს 20-წლიან და 10-წლიან სახელმწიფო ობლიგაციებს შორის სპრედს.²³

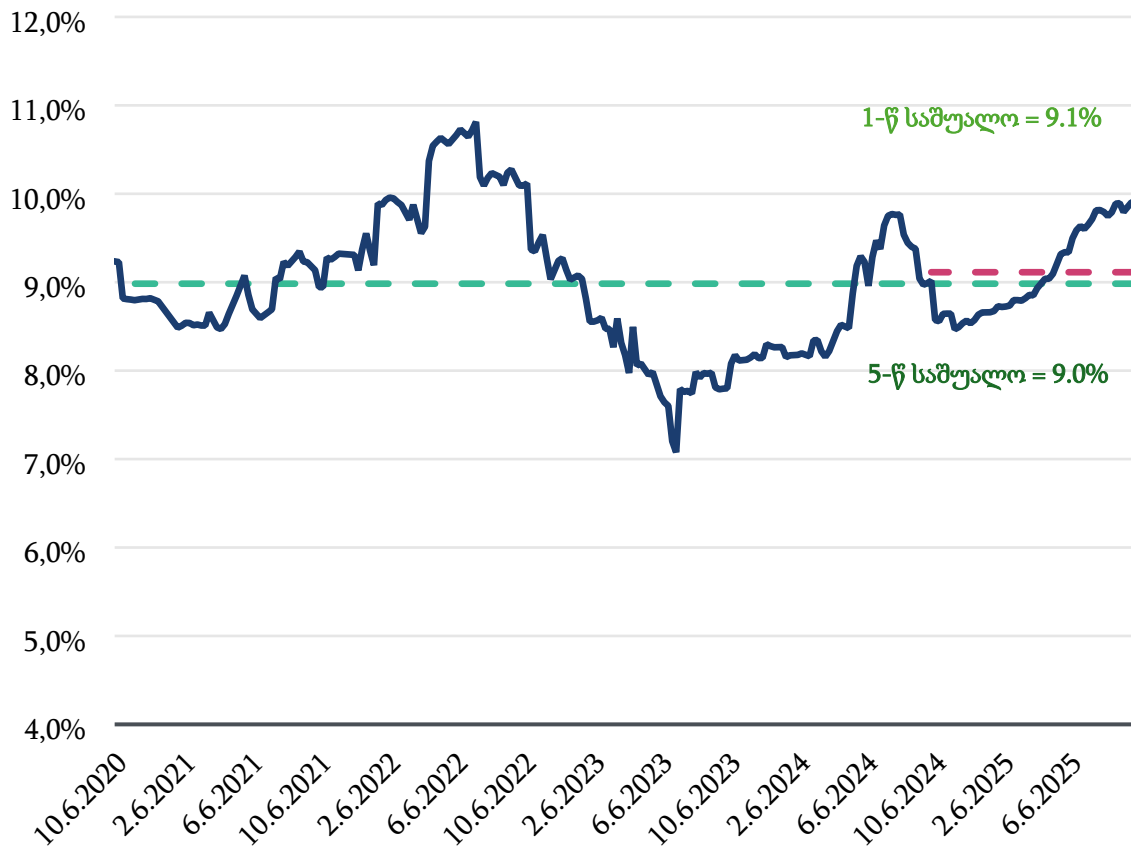
71. ქვემოთ, გრაფიკი 3 ასახავს ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლის დინამიკას, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული მონაცემების საფუძველზე.

72. ერთწლიანი პერიოდის განმავლობაში საქართველოში სახელმწიფო ობლიგაციების ნომინალური სარგებელი მზარდ ტენდენციას ავლენდა, 2024 წლის ბოლოს დაახლოებით 9.0%-დან 2025 წლის სექტემბრის ბოლოსთვის 9.9%-ზე ოდნავ მეტ მაჩვენებლამდე, გარკვეული მერყეობის ფონზე. მთლიანობაში, 2024 წლის 1 ოქტომბრიდან 2025 წლის 30 სექტემბრამდე პერიოდში 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების საშუალო სარგებელმა 9.1% შეადგინა. აღნიშნული მაჩვენებელი გადამოწმდა ხუთწლიანი საშუალოს გამოყენებითაც, რათა შეფასებულიყო საშუალო პერიოდის არჩევის გავლენა ურისკო განაკვეთის გაანგარიშებაზე.

73. ზოგადად, ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელი გარკვეული მერყეობით ხასიათდებოდა, მაქსიმუმი დაახლოებით 10.8% 2022 წლის შუა პერიოდში, უკრაინაში ომის დაწყების შემდეგ, ხოლო მინიმუმი დაახლოებით 7.1% 2023 წლის შუა პერიოდში. თუმცა, შემთხვევითი თანხვედრის შედეგად, განხილულ პერიოდებში ხუთწლიანი საშუალო მაჩვენებელი 9.0%-ს შეადგენს, რაც ფართოდ შეესაბამება ერთწლიან საშუალოს. შესაბამისად, მოცემული პერიოდისთვის ერთწლიანი ან ხუთწლიანი საშუალოს გამოყენებას WACC-ზე მნიშვნელოვანი გავლენა არ ექნებოდა. მიუხედავად ამისა, სხვა ისტორიული პერიოდებისთვის ან მომავალში ხუთწლიანი საშუალო შესაძლოა არ იყოს ახლოს ერთწლიან საშუალოსთან. ამ მიზეზით, ზემოაღნიშნული არგუმენტების საფუძველზე რეკომენდებულია კომისიამ გამოიყენოს ერთწლიანი საშუალო.

²³ იხ. საქართველოს ეროვნული ბანკი, სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლის მრუდი, ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/en/page/georgian-lari-yield-curve> (ბოლო განახლება 2025 წლის 15 ოქტომბერი).

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



74. 9.1%-იან ერთწლიან საშუალო სარგებელზე 60 საბაზისო პუნქტის კორექტირების დამატება იძლევა ურისკო განაკვეთს 9.70%-ის ოდენობით.

ცხრილი 3: ურისკო განაკვეთი რეგულირებული სერვისებისთვის საქართველოში

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

IV. საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია

IV.A მეთოდოლოგიური საკითხები

75. საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურების საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემიის (ERP) შეფასებისას გასათვალისწინებელია ორი ძირითადი საკითხი:

ა. უნდა შეფასდეს თუ არა ERP ისტორიულ მონაცემებზე დაყრდნობით, თუ გათვალისწინებულ უნდა იქნეს ალტერნატიული მიდგომები, მაგალითად ისეთი როგორიცაა დივიდენდის ზრდის მოდელი (DGM) ან კვლევები/გამოკითხვები.

ბ. მეორე, უნდა ასახავდეს თუ არა საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურების ERP მსოფლიო, რეგიონულ, თუ ქვეყნისთვის სპეციფიკურ (საქართველოს) ERP-ს, იმ პირობით, რომ ასეთი ERP არსებობს.

76. აღნიშნული საკითხების განხილვა მოხდა შესაბამისი რიგითობით, ERP-ის შეფასებებთან დაკავშირებით დასაბუთებების წარმოდგენამდე.

IV.B საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემიის შეფასების

მეთოდოლოგია

77. ERP ზომავს დამატებით შემოსავალს, ანუ პრემიას, რომელიც საჭიროა ინვესტორებისთვის საკუთარი კაპიტალის ფლობასთან დაკავშირებული რისკის კომპენსაციისთვის, ურისკო აქტივის ფლობისგან განსხვავებით. მნიშვნელოვანია, რომ ურისკო განაკვეთისგან განსხვავებით, ERP არ ექვემდებარება დაკვირვებას. მაგალითად, არ არსებობს პროდუქტი, რომელიც ასახავს ბაზრის მოლოდინს ERP-სთან დაკავშირებით. მარეგულირებლებს მხოლოდ ERP-ის შეფასება შეუძლიათ, ხოლო ნებისმიერი შეფასება გარდაუვლად ექვემდებარება გარკვეულ უზუსტობებს.

78. ზოგადად, მარეგულირებლები ERP-ს აფასებენ ისტორიული მონაცემების საფუძველზე, სხვადასხვა ქვეყნის მასშტაბით აქციების ობლიგაციებთან შედარებით გრძელვადიანი ჭარბი უკუგებების საშუალო მნიშვნელობების გამოყენებით. ისტორიული მონაცემების გამოყენების ფუნდამენტური იდეა, ERP-ის შესაფასებლად, მდგომარეობს იმაში, რომ გრძელვადიან პერსპექტივაში, ინვესტორების მიერ მიღებული სარგებელი უნდა შეესაბამებოდეს მათ მოლოდინებს. მიუხედავად იმისა, რომ ნებისმიერ წელს ეს სარგებელი მოსალოდნელზე მაღალი ან დაბალი შეიძლება იყოს, ხანგრძლივ ვადიან პერსპექტივაში აღნიშნული გადახრები უნდა დაბალანსდეს. ასევე, ამ სარგებლის გრძელვადიანი საშუალო მაჩვენებლები, როგორც წესი, სტაბილური და მაღალპროგნოზირებადია, რაც სასურველი თვისებებია მარეგულირებელ გარემოში. მაგალითად, 125-წლიანი მონაცემებისთვის კიდევ ერთი წლის მონაცემის დამატება საშუალო მაჩვენებელს დიდად არ შეცვლის, მაშინაც კი, თუ ახალი მაჩვენებელი საკმაოდ განსხვავდება წინა 125 წლის საშუალო მაჩვენებლისგან.

79. ისტორიული მონაცემების წყარო, რომელსაც ევროკავშირის მარეგულირებლების უმეტესობა იყენებს, DMS-ის ყოველწლიურად გამოქვეყნებული მონაცემებია, რომელიც

1900-იანი წლებიდან დაწყებული საშუალო რეალიზებული ERP-ების გრძელვადიან შეფასებებს მოიცავს. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები ასევე რეკომენდაციას უწევს ევროპული ERP-ის შეფასებას ევროპული ქვეყნების ERP-ის რეალიზებული არითმეტიკული საშუალოს ისტორიულ მონაცემზე დაყრდნობით. ევროკომისიის რეკომენდაციების შესაბამისად, BEREC ევროპულ ERP-ს ითვლის ცალკეული ქვეყნების ERP-ების საშუალო შეწონილი მაჩვენებლის საფუძველზე. BEREC ეყრდნობა DMS-ის ²⁴ 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 DMS მონაცემთა ბაზაში.²⁵ BEREC თითოეული ქვეყნის ERP-ს შეწონვას ახორციელებს, როგორც ისტორიული პერიოდის, ასევე ბაზრის ზომის გათვალისწინებით, რაც თავის მხრივ ითვალისწინებს როგორც საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაციის, ასევე მშპ-ს ²⁶ მაჩვენებლებს.

80. ERP-ის შეფასების ალტერნატიული მეთოდებია დივიდენდის ზრდის მოდელი (DGM), რომელიც ასახავს საკუთარი კაპიტალის მიმდინარე ფასიდან (აქცია) და დივიდენდის ზრდის სავარაუდო ტემპიდან გამომდინარე ნაგულისხმევ პრემიას და ასევე ეყრდნობა კვლევიდან მიღებულ მონაცემებს. თუმცა, DGM, როგორც წესი, არასტაბილურია და ხშირად ეყრდნობა სუბიექტურ შეფასებებს, თავის მხრივ, კვლევიდან მიღებული მონაცემები ხშირად ცვალებადია და ეყრდნობა ბაზრის განვითარების ტენდენციის ოპტიმისტურ ან პესიმისტურ პერსპექტივას. ამ მიზეზების გამო, ისტორიული მონაცემების გამოყენება უპირატესია DGM და გამოკითხვის მონაცემებთან შედარებით.

81. ზემოაღნიშნული მოსაზრებებიდან გამომდინარე, რეკომენდებულია კომისიამ, საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურებებთან დაკავშირებული ERP, შეაფასოს ისტორიული მონაცემების საფუძველზე, ევროკომისიის სახელმძღვანელო პრინციპების შესაბამისად.

IV.C ERP-სთან დაკავშირებული გეოგრაფიული ასპექტები

82. მეორე მნიშვნელოვანი საკითხი, რომელიც გასათვალისწინებელია ERP-ის შეფასებისას, არის გეოგრაფიული მასშტაბი. პრინციპში, არ არსებობს ისეთი რამ, როგორიცაა „საქართველოს ERP“ ან „აშშ-ის ERP“. ამის ნაცვლად, ანალიტიკოსები კონკრეტული ქვეყნისთვის ობლიგაციებთან შედარებით საკუთარი კაპიტალის ჭარბი შემოსავლიანობის ისტორიულ მონაცემებს ზომავენ და შემდეგ აერთიანებენ ამ ანალიზს ERP-ის საერთო შეფასების ჩამოსაყალიბებლად. მაგალითად, თუ საქართველოსთვის საკუთარი კაპიტალის ჭარბი შემოსავლიანობის ისტორიული მონაცემი 6% იყო, ხოლო

²⁴ 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.

²⁵ ასეთი ქვეყნებია: ისლანდია, ბულგარეთი, ხორვატია, კვიპროსი, ჩეხეთი, ესტონეთი, უნგრეთი, ლატვია, ლიტვა, ლუქსემბურგი, მალტა, პოლონეთი, რუმინეთი, სლოვაკეთი და სლოვენია

²⁶ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, გვ. 6.

გერმანიისთვის-4%, ეს არ ნიშნავს, რომ საქართველოსთვის ERP 6%-ია, ხოლო გერმანიისთვის-4%, ორი მიზეზის გამო. პირველი, ერთი ქვეყნის მონაცემიდან მიღებული ERP სტატისტიკურად ბევრად უფრო არაზუსტი იქნება, ვიდრე 20 ან 30 ქვეყნის მონაცემებიდან მიღებული ERP. ანუ, სტატისტიკური თვალსაზრისით, საქართველოსთვის დაფიქსირებული 6%-იანი ჭარბი შემოსავლიანობა შესაძლოა სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად არ განსხვავდებოდეს გერმანიისთვის დაფიქსირებული 4%-იანი ჭარბი შემოსავლიანობისგან. ანუ, ორივე ქვეყნისთვის რეალური ERP შესაძლოა ერთი და იგივე იყოს. მეორე, თუ ინვესტორებს შესაძლებლობა აქვთ მოახდინონ ინვესტირება რამდენიმე ბაზარზე, გაუგებარია, რატომ დასჭირდებათ მათ საქართველოში ობლიგაციებთან მიმართებაში საკუთარი კაპიტალის ფლობისთვის უფრო მაღალი ჭარბი შემოსავალი, ვიდრე გერმანიაში, იმის გათვალისწინებით, რომ ობლიგაციების უკუგება (ურისკო განაკვეთი) უკვე ითვალისწინებს საქართველოს ქვეყნის რისკს.

83. უკიდურეს შემთხვევაში, თუ ინვესტორები მთელ მსოფლიოში იდეალურად დივერსიფიცირებულები არიან, გონივრული იქნებოდა „გლობალური“ ERP-ის გაზომვის მცდელობა. თუმცა, პრაქტიკაში ეკონომისტებმა აღმოაჩინეს „შიდა მიკერძოების“ (Home Bias) მტკიცებულებები. ანუ, ინვესტორებს აქვთ ტენდენცია, უფრო მეტი ინვესტიცია ჩადონ იმ ბაზრებზე, რომლებთანაც გეოგრაფიულად უფრო ახლოს არიან ან იცნობენ მას. ამასთან, მეორე უკიდურესობა იქნებოდა იმის დაშვება, რომ ინვესტორები მხოლოდ საკუთარ ქვეყანაზე არიან კონცენტრირებულნი და ინვესტიციებს ქვეყნის გარეთ არ ახორციელებენ.

84. ევროკომისიის სახელმძღვანელო პრინციპები ევროკავშირის წევრ სახელმწიფოებს ურჩევს, განიხილონ ევროპული ERP. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველომ წევრობაზე განაცხადი შეიტანა, საქართველო ჯერ არ არის ევროკავშირის ნაწილი. შესაბამისად, კითხვა, ERP-ს შესაბამის გეოგრაფიულ მასშტაბთან დაკავშირებით, საქართველოსთვის კვლავ აქტუალურია. პრინციპში, შეიძლება საქართველოს მსგავსი ქვეყნების განხილვა და ამ ქვეყნებისთვის საშუალო შეწონილი ERP-ის შეფასება. თუმცა, როგორც ქვემოთ არის განხილული, ასეთი ქვეყნების გრძელვადიანი ისტორიული მონაცემები არ არსებობს. აღნიშნული, ERP-ის გამოთვლას ორ ვარიანტამდე, ევროპული და მსოფლიო ERP-ის გამოყენებამდე ამცირებს. დოკუმენტის მომდევნო ნაწილში გაანალიზებულია არსებული ისტორიული ERP-ს მონაცემების გამოყენება და შემდეგ განმარტებულია რომ ევროპისა და მსოფლიო ERP-ს შორის სხვაობა, თუკი არსებობს კიდევ, მცირე უნდა იყოს. შესაბამისად, რეკომენდირებულია, კომისიამ, BEREC-ის მიერ ევროკავშირისთვის შერჩეული ERP-ის მაჩვენებელი გამოიყენოს.

IV.D ERP-სთან დაკავშირებით არსებული დასაბუთებები

85. ქვემოთ მოცემულ ცხრილში 4-ში წარმოდგენილია 35 ცალკეული ქვეყნის ERP-ის რეალიზებული არითმეტიკულ-გეომეტრიული საშუალოები, რომლებიც აღებულია

2025 წლის DMS ანგარიშიდან. ცხრილი²⁷ შეიცავს ERP-ის შეფასებებს 2024 წლამდე მონაცემების გამოყენებით და თითოეული ქვეყნისთვის საშუალო მაჩვენებლის გაანგარიშების დაწყების წელს განსაზღვრავს.

ცხრილი 4: საკუთარი კაპიტალის რისკის ისტორიული პრემია სახელმწიფო ობლიგაციებთან შედარებით (1900–2024)

ცხრილი 4: 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	

²⁷ Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2025, ცხრილი 12.

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 გამოირიცხებოდა 1921-1922 წლები, ხოლო გერმანიისთვის 1922-1923 წლები

86. როგორც ცხრილი 4-დან ჩანს, 1900 წლიდან მონაცემების გამოყენებით გამოთვლილი ERP მონაცემები ძირითადად მოიცავს ევროპის ქვეყნებს, ასევე კანადას, იაპონიას, ახალ ზელანდიას, სამხრეთ აფრიკას და აშშ-ს. 1990-იანი წლებიდან შეტანილ ქვეყნებში ძირითადად შედის ლათინური ამერიკის, აღმოსავლეთ აზიის და რუსეთის ქვეყნები. საქართველოსთვის ERP-ის მონაცემი არ არის წარმოდგენილი.

87. ფაქტობრივად, ცხრილში წარმოდგენილი ინფორმაცია ERP-ის მონაცემების გამოყენებას ორ ვარიანტამდე ამცირებს: ევროპული ან მსოფლიო ERP.

88. ცხრილში 5-ში დამატებით გაანალიზებულია რეალიზებული ERP-ის ევოლუცია DMS 35 ქვეყნის ორი ჯგუფისთვის-კერძოდ, ყველა ევროპული ქვეყნისთვის²⁸ 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 5-ში ასევე წარმოდგენილია BEREC-ის მიერ ევროპის ERP-ს შეფასება მისი 2021-2025 წლების პუბლიკაციებიდან.

89. 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.

²⁸ ეს ჯგუფი მოიცავს: ავსტრიას, ბელგიას, დანიას, ფინეთს, საფრანგეთს, გერმანიას, ირლანდიას, იტალიას, ნიდერლანდებს, ნორვეგიას, პორტუგალიას, ესპანეთს, შვედეთს, შვეიცარიას, გაერთიანებულ სამეფოსა და საბერძნეთს.

ცხრილი 5: მსოფლიოს და ევროპის საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (2021-2025)

ცხრილი 5: 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 კომპოზიტიური 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 „Global Investment Returns Yearbook 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.						
[D]: BEREC-ის ანგარიში WACC-ის პარამეტრების შესახებ 2024, გვ. 58.						
[E]: BEREC-ის ანგარიში WACC-ის პარამეტრების შესახებ 2025, გვ. 60.						

90. ზემოთ განმარტებულია, რომ არ არსებობს ისეთი რამ, როგორიცაა ცალკე აღებული საქართველოს ERP და რომ საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურების ERP-ის შეფასება საქართველოს მსგავსი შესადარისი ქვეყნების საფუძველზე პრაქტიკაში შეუძლებელია, რადგან ასეთი ქვეყნების გრძელვადიანი ისტორიული მონაცემები არ არსებობს. ამან ორი ვარიანტამდე შეამცირა არჩევანი: ევროპული ERP-ის ან მსოფლიო ERP-ის გამოყენება. ამასთან, ევროპულ ERP-სა და მსოფლიო ERP-ს შორის სხვაობა, თუკი საერთოდ არსებობს კიდევ, მცირე უნდა იყოს. მნიშვნელოვანია, რომ არ არსებობს შესაბამისი თეორიული მიზეზი, თუ რატომ ექნება საქართველოს უფრო მაღალი ERP, ვიდრე საშუალო დონის ევროპულ ქვეყნებს. ამასთან, საქართველოსთვის უფრო მაღალი ქვეყნის რისკის პრემია უკვე გათვალისწინებულია ქვეყნის ურისკო მაჩვენებელში. შესაბამისად, საქართველოსთვის უფრო მაღალი ERP-ის მაჩვენებლის გამოყენება ქვეყნის რისკის დუბლირებულად ასახვის ალბათობას გაზრდის.

91. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების გათვალისწინებით, რეკომენდებულია კომისიამ, ERP შეფასოს BEREC-ის მიერ ევროპული ქვეყნებისთვის წარმოდგენილი მნიშვნელობით მისი ყოველწლიური პუბლიკაციიდან, რადგან გამოყენებული მეთოდოლოგია გამჭვირვალეა და იძლევა გონივრულ შეფასებას, რომელიც ობიექტური წყაროდან მოდის. ამ მიდგომის გამოყენების შედეგად, საქართველოში სატელეკომუნიკაციო მომსახურების ERP-ის მნიშვნელობა 5.9%-ის ტოლია.

V. შესადარისი კომპანიების (Peer Groups)

შერჩევა და შერჩევის ტესტი

V.A. პოტენციური შესადარისი კომპანიები

92. CAPM-ის ფარგლებში ბეტა აფასებს კონკრეტული ინვესტიციის სისტემატურ რისკს²⁹, ანუ იმ ხარისხს, თუ რამდენად მოსალოდნელია მოცემული კომპანიის აქციის სარგებლის მოძრაობა საბაზრო ინდექსის სარგებელთან 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 მნიშვნელობით 1.0-ზე მეტი ზრდის დივერსიფიცირებული ინვესტორის პორტფელის რისკს, ხოლო ბეტა მნიშვნელობით 1.0-ზე ნაკლები ამცირებს მას.

93. პოტენციური შესადარისი კომპანიების შერჩევისას გათვალისწინებულია, 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, საფრანგეთსა თუ გერმანიაში მოქმედ სატელეკომუნიკაციო კომპანიასთან შედარებით, არ წარმოადგენს სისტემატურ რისკს. მაგალითად, შესაძლებელია არსებობდეს დამატებითი მარეგულირებელი ან სამართლებრივი რისკები, თუმცა:

²⁹ 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 ასახულია ურისკო განაკვეთის შედარებით მაღალ დონეში, რომელიც, როგორც ზემოთ არის განმარტებული, მოიცავს დამატებით კომპენსაციას საქართველოს ქვეყნის რისკისთვის.

94. იმ შემთხვევაში, თუ არსებობს არასისტემატური რისკები, რომლებიც არ არის ასახული საქართველოს ურისკო განაკვეთში, მათი კომპენსირება უნდა მოხდეს ხარჯების შეღავათების (cost allowances) მეშვეობით და არა კაპიტალის ღირებულების კორექტირების გზით.

95. ანალიტიკოსები, როგორც წესი, ბეტას აფასებენ კონკრეტული კომპანიის აქციის სარგებლის და საბაზრო ინდექსის სარგებლის რეგრესიული ანალიზით. შესაბამისად, კონკრეტული კომპანიის ან საქმიანობის ბეტას დასადგენად აუცილებელია, რომ კომპანია (ან კომპანიები, რომლებიც ახორციელებენ აღნიშნულ საქმიანობას) იყოს საჯარო და მისი აქციები განთავსებული იყოს საფონდო ბირჟაზე. თუმცა, საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორში მოქმედი რეგულირებული კომპანიები არ ექვემდებარებიან საჯარო ვაჭრობას. ამიტომ, ბეტა პარამეტრის შესაფასებლად აუცილებელია საჯარო ვაჭრობას დაქვემდებარებული ისეთი კომპანიების შერჩევა, რომელთაც გააჩნიათ მსგავსი სისტემატური რისკი. ასეთ კომპანიებს ეწოდება „შესადარისი კომპანიები“ (peers).

96. 2020 წელს PwC-იმ³⁰ შეიმუშავა 13 კომპანიისგან შემდგარი სია, რომლებიც ფლობენ ელექტრონულ საკომუნიკაციო ინფრასტრუქტურას; აღნიშნული სია მოიცავდა კომპანიებს ევროპიდან (10), ჩინეთიდან (1) და რუსეთიდან (2). თავის მხრივ, BEREC-ის წლიური მოხსენებები³¹ ბეტას შეფასებისას რეგულარულად იყენებს მხოლოდ ევროპულ შესადარის კომპანიებს. წინამდებარე ანგარიშში შექმნილია შესადარისი კომპანიების ვრცელი სია PwC-ის ანგარიშში, BEREC-ის უახლეს ანგარიშში, აგრეთვე სატელეკომუნიკაციო სექტორის შესახებ Brattle-ის წინა ანგარიშებში გამოყენებული კომპანიების საფუძველზე, მათ შორის სამი კომპანიის ჩათვლით ევროპის ფარგლებს გარეთ³². აღნიშნული ჯგუფიდან გამორიცხულია ორი რუსული კომპანია საჯარო ვაჭრობისა და ფინანსური მონაცემების ხელმისაწვდომობის არარსებობის გამო. ასევე გამორიცხულია Telenet Group Holding NV, ვინაიდან კომპანია საჯარო ვაჭრობიდან მოხსნილია³³. შედეგად, მიღებულია 27 პოტენციური შესადარისი კომპანიისგან შემდგარი ვრცელი სია.

³⁰ PwC-ის 2020 წლის ანგარიში, გვ. 13.

³¹ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, გვ. 24.

³² იხ. მაგალითად, The Brattle Group, „ნიდერლანდების გათბობის კომპანიებისთვის ბეტა და ERP“, 2025 წლის 8 მაისი, მომზადებულია ACM-ისთვის; და The Brattle Group, „კაპიტალის ღირებულება: ბეტა და Gearing WFTMR 2021-ისთვის“, 2021 წლის 12 მარტი, მომზადებულია Ofcom-ისთვის.

³³ იხ. Liberty Global, „Liberty Global-მა შეიძინა Telenet-ის 100% გამარტივებული იძულებითი გამოსყიდვის შედეგად“, 2023 წლის 16 ოქტომბერი, ხელმისაწვდომია: <https://www.libertyglobal.com/liberty-global-acquires-100-of-telenet-following-simplified-squeeze-out/>.

97. იმის გათვალისწინებით, რომ მარეგულირებელი ჩარჩო, რომლის პირობებშიც ფუნქციონირებს სატელეკომუნიკაციო კომპანია, განსაზღვრავს, თუ როგორ იცვლება კომპანიის შემოსავლები და მოგება სხვადასხვა ეკონომიკურ პირობებში, აღნიშნული ჩარჩო წარმოადგენს კომპანიის სისტემატური რისკის ერთ-ერთ მთავარ განმსაზღვრელ ფაქტორს. ამ მიზეზით, იდეალურ შემთხვევაში, შესადარისი კომპანიები უნდა შეირჩეს იმ ქვეყნებიდან, სადაც მოქმედებს საქართველოს მარეგულირებელ ჩარჩოსთან ფართოდ მსგავსი სისტემა.

98. აღსანიშნავია, რომ ევროკავშირის ქვეყნებში მოქმედ კომპანიებს აქვთ საქართველოსთან ფართოდ მსგავსი მარეგულირებელი ჩარჩო და, შესაბამისად, აუცილებლად უნდა იქნას გათვალისწინებული ანალიზში. ამასთან, ევროპული შესადარისი კომპანიების რაოდენობა უკვე საკმარისად დიდია სანდო ბეტას შეფასების მისაღებად³⁴. მეორე მხრივ, გაურკვეველია, რამდენად შეესაბამება ჩინეთში მოქმედი მარეგულირებელი ჩარჩო საქართველოს მარეგულირებელ სისტემას. შესაბამისად, ჩინური კომპანიების ბეტას ჩართვამ შესაძლოა არ უზრუნველყოს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო კომპანიებისთვის ბეტას სანდო შეფასება. აღნიშნულიდან გამომდინარე, რეკომენდებულია კომისიამ ბეტა შეაფასოს მხოლოდ ევროპული შესადარისი კომპანიების გათვალისწინებით.

ცხრილი 6: შესადარისი კომპანიების პოტენციური სია

ცხრილი 6: შესადარისი კომპანიების პოტენციური სია				
		BEREC 2025	PwC	Brattle
		[A]	[B]	[C]
რაოდენობა		14	9	21
BT Group plc	[1]		✓	✓
Deutsche Telekom AG	[2]	✓	✓	✓
Digi Communications N.V.	[3]	✓		
Elisa Oyj	[4]	✓		✓
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	[5]		✓	✓
iliad SA	[6]			✓
Koninklijke KPN N.V.	[7]	✓		✓
Magyar Telekom	[8]		✓	

³⁴ სხვა კვლევებში 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 იმას 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 მნიშვნელოვან შემოსავალს იღებენ იმ ბიზნესისგან განსხვავებული საქმიანობიდან, რომლისთვისაც ბეტა ფასდება.

NOS, S.G.P.S., S.A.	[9]	✓	✓	✓
Orange Belgium S.A.	[10]			✓
Orange Polska S.A.	[11]			✓
Orange S.A.	[12]	✓		✓
Proximus PLC	[13]	✓		✓
Swisscom AG	[14]			✓
Tele2 AB (publ)	[15]	✓		✓
Telecom Italia S.p.A.	[16]	✓	✓	✓
Telefónica Deutschland Holding AG	[17]			✓
Telefónica, S.A.	[18]	✓	✓	✓
Telekom Austria AG	[19]	✓		✓
Telenor ASA	[20]	✓	✓	✓
Telia Company AB (publ)	[21]	✓		✓
United Internet AG	[22]			✓
Vodafone Group Public Limited Company	[23]	✓	✓	✓
წყაროები და შენიშვნები:				
[A] BEREC 2025 ანგარიში				

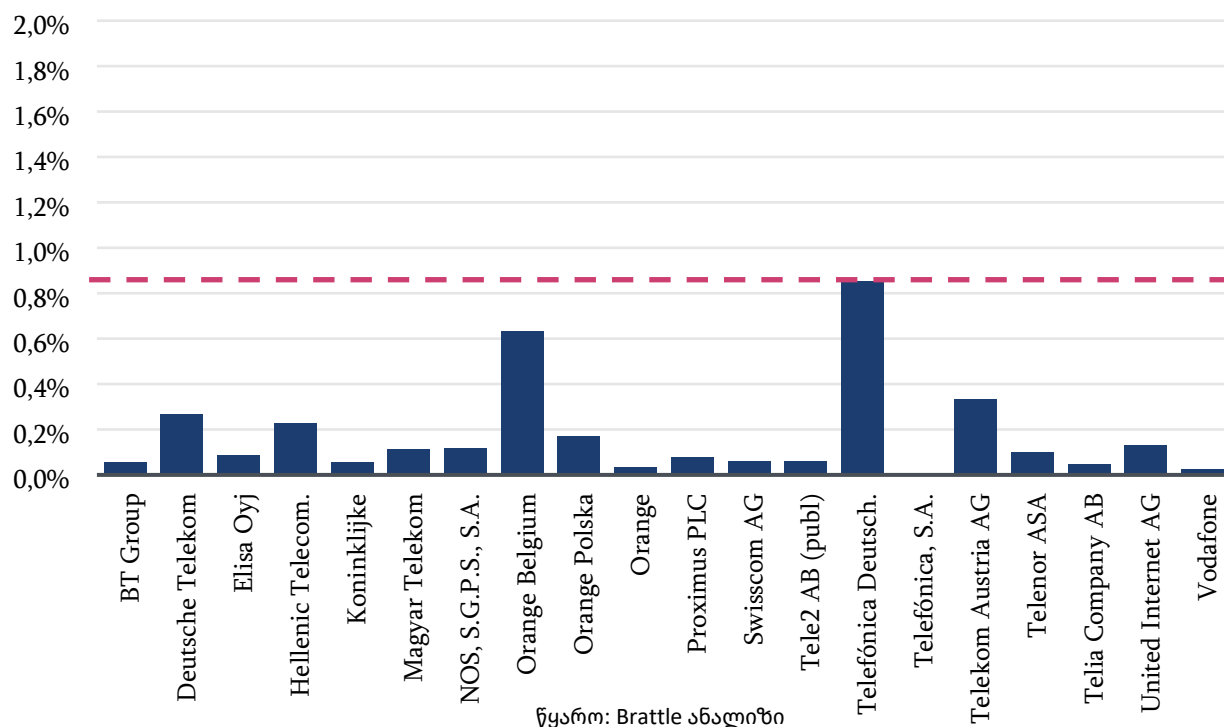
V.B. ლიკვიდობისა და შერჩევის სხვა ტესტი

99. ბეტას სანდო შეფასების მისაღებად, თითოეულ პოტენციურ შესადარის კომპანიაზე გამოყენებულია შერჩევის ტესტის რამდენიმე კრიტერიუმი.

100. შემოწმებულია, არის თუ არა შესადარისი კომპანიების აქციები საკმარისად ლიკვიდური. არალიკვიდური აქციები, როგორც წესი, იწვევს ბეტას მნიშვნელობის შემცირებას³⁵. საწყის სიაში შემავალი თითოეული პოტენციური შესადარისი კომპანიისთვის შეფასებულია აქციების ლიკვიდობა. ლიკვიდობის საზომად გამოყენებულია bid-ask სპრედი, რომელიც განისაზღვრება აქციის ფასის პროცენტულად, და ლიკვიდობის კრიტერიუმად დადგენილია 1%-იანი ზღვარი. დაანგარიშებულია bid-ask სპრედის საშუალო მნიშვნელობა აქციის ფასის პროცენტულად 2020 წლის 1 ოქტომბრიდან 2025 წლის 30 სექტემბრამდე. როგორც ნაჩვენებია გრაფიკ 4-ზე, 1%-იანი ზღვარი არ იწვევს არცერთი შესადარისი კომპანიის გამორიცხვას.

³⁵ 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.

გრაფიკი 4: Bid-ask სპრედი, 5-წლიანი პერიოდის საშუალო კვირეული



101. 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 აქციების ფასები, როგორც წესი, უფრო მძაფრად რეაგირებს კომპანიისთვის სპეციფიკურ სიახლეებზე, რაც ამცირებს შეფასებულ ბეტას და 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);

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, პრაქტიკაში, არც ერთი შესადარისი კომპანია არ გამორიცხულა.

V.C. შესადარისი კომპანიების საბოლოო სია

102. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 7-ში წარმოდგენილია შესადარისი კომპანიების საბოლოო სია, რომელიც მოიცავს 20 ევროპულ კომპანიას.

ცხრილი 7: შერჩევის ტესტის შეჯამება

ცხრილი 7: შერჩევის ტესტის შეჯამება							
		საკრე დიტო რეიტ ინგი	საინვეს ტიციო რეიტინ გი	ივაჭ რება თუ არა აქტი ურა დ?	Bid-ask სპრედ ი	< 1%- იან ზღვა რი	ლიკვიდო ბის ტესტი ჩააბარა?
		[A]	[B] იხ. შენიშვნ ა	[C]	[D]	[E] If [D]<= 1%	[F] იხ.შენიშვნ ა
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 Telecommunication s 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'.							

VI. ბეტა და კაპიტალის სტრუქტურა

VI.A მეთოდოლოგიური მოსაზრებები

103. ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები ითვალისწინებს საკუთარი კაპიტალის ბეტას შეფასებას ხუთწლიანი შეფასების პერიოდისა და ყოველკვირეული მონაცემების სიხშირის გამოყენებით.

104. როგორც Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშშია ახსნილი, შეფასების პერიოდის შერჩევა გარკვეულ კომპრომისს გულისხმობს. ერთი მხრივ, უფრო ხანგრძლივი პერიოდის მონაცემთა რაოდენობა ზრდის შეფასებისთვის ხელმისაწვდომ დაკვირვებათა რაოდენობას და აუმჯობესებს შეფასების სიზუსტეს. მეორე მხრივ, შეფასების პერიოდის ზედმეტად გახანგრძლივებამ შესაძლოა სათანადოდ ვერ ასახოს, დროთა განმავლობაში, სისტემატური რისკის ცვლილებები.

105. საბოლოო ჯამში, Brattle-ის 2016 წლის ანგარიშში რეკომენდებულია 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 არაფეფექტიანობები გავლენას ახდენს დღიურ ბეტაზე, თუნდაც მაშინ, როდესაც შესაძარისი სია შემოიფარგლება შედარებით ლიკვიდური კომპანიებით.

106. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების გათვალისწინებით, ბეტას სტაბილურობისა და ტენდენციების შესამოწმებლად, გაანალიზებულია როგორც ხუთწლიანი ყოველკვირეული, ისე ორწლიანი დღიური ბეტას ევოლუცია ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში მოძრავი ბეტას ანალიზის (rolling beta) საშუალებით.

107. დამატებით, ორწლიანი დღიური ბეტას მიმართ, გამოყენებულია ტესტი საბაზრო არაეფექტიანობების კორექტირებისთვის. კერძოდ, იმ შემთხვევაში, თუ იკვეთება, რომ აქციების ფასები, საბაზრო ინდექსთან შედარებით, სიახლეებზე რეაგირებს ერთი დღით ადრე ან ერთი დღით გვიან, ორწლიანი დღიური ბეტას ნაცვლად გამოყენებულია ხუთწლიანი ყოველკვირეული ბეტა. ასეთი ეფექტი შესაძლოა წარმოიშვას ბაზრების გახსნის დროისა და სავაჭრო საათების განსხვავებების ან კომპანიის აქციების ლიკვიდობისა და ბაზრის საშუალო ლიკვიდობის განსხვავებების გამო. თუ ასეთი ეფექტი არსებობს, დღიური სარგებლის გამოყენებით შეფასებული ბეტა შესაძლოა მიკერძოებული იყოს. ანალოგიურად, ფინანსური ბაზრების ფრიქციებმა: ინფორმაციულმა ასიმეტრიამ, ტრანზაქციის ხარჯებმა, ლიმიტირებულმა ორდერებმა და სიახლეებზე გადაჭარბებულმა რეაქციამ, შესაძლოა გავლენა მოახდინოს აქციის ფასში ინფორმაციის ასახვაზე. ამის საპირისპიროდ, ყოველკვირეული ბეტა ნაკლებად მგრძნობიარეა ინფორმაციის ათვისების სიჩქარის მიმართ, ვინაიდან ის ეფუძნება ხუთ სავაჭრო დღეზე დაგროვილ უკუგებას.

108. იდეალურად ეფექტიან ბაზარზე ყველა ინფორმაცია უნდა აისახოს ერთსა და იმავე დღეს. საბაზრო არაეფექტიანობების ტესტი წარმოადგენს Dimson-ის ტესტის ვარიანტს³⁶ და ითვალისწინებს კომპანიის დღიური სარგებლის რეგრესიულ ანალიზს საბაზრო ინდექსის სარგებელზე, დამატებით ერთი დღით ჩამორჩენილი ან ერთი დღით წინმსწრები მნიშვნელობების ჩართვით (ე.წ. Dimson-ის რეგრესია). თუ ჩამორჩენილი ან წინმსწრები კოეფიციენტები სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად განსხვავდება ნულისგან, ან ერთობლივად არის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი, ეს მიუთითებს, რომ მარტივი რეგრესიის გამოყენებით შეიძლება დაიკარგოს ინფორმაცია რეალური ბეტას შესახებ. აღნიშნული პრობლემა აღმოიფხვრება საკუთარი კაპიტალის ბეტას შეფასებისას ხუთწლიანი ყოველკვირეული მონაცემების გამოყენებით.

VI.B შესადარისი კომპანიების საკუთარი კაპიტალის ბეტა

109. შესადარისი კომპანიებისთვის საკუთარი კაპიტალის ბეტა შეფასებულია ინდივიდუალური აქციების დღიური და ყოველკვირეული სარგებლის რეგრესიული ანალიზით შესაბამისი საბაზრო ინდექსის დღიურ და ყოველკვირეულ სარგებელზე მიმართებით. დღიური მონაცემებისთვის გამოყენებულია ორწლიანი შეფასების

³⁶ Dimson-ის ტესტი შემუშავებულია Elroy Dimson-ის მიერ, რათა უზრუნველყოფილიყო კომპანიის ბეტას თანმიმდევრული შეფასება, როდესაც სარგებელი დამახინჯებულია იშვიათი ან არასინქრონული ვაჭრობის გამო. Dimson-მა (1979) აჩვენა, რომ დაკვირვებული სარგებელი შესაძლოა ასახავდეს ბაზრის მოძრაობებს რამდენიმე წინა ან მომდევნო პერიოდიდან, რაც იწვევს სტანდარტული ბეტას შეფასებების მიკერძოებას. Dimson-ის მიდგომა ამას ასწორებს ფასიანი ქაღალდის სარგებლის რეგრესიით დაგვიანებულ, იმავდროულ და წინმსწრებ საბაზრო სარგებელზე, შემდეგ კი ყველა მიღებული დახრილობის კოეფიციენტის აგრეგირებით თანმიმდევრული ბეტას შეფასების მიღებაა შესაძლებელი. Dimson, Elroy (1979). "Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading." *Journal of Financial Economics*, 7(2), 197–226.

ფანჯარა, ხოლო ყოველკვირეული³⁷ მონაცემებისთვის ხუთწლიანი შეფასების ფანჯარა. თითოეული შესადარისი კომპანიისთვის შესაბამის საბაზრო ინდექსად შერჩეულია ფართო ინდუსტრიული ინდექსები. კერძოდ, ევროპული კომპანიებისთვის გამოყენებულია STOXX Europe Total Market Index³⁸, ხოლო გაერთიანებული სამეფოს კომპანიებისთვის FTSE All-Share Index.³⁹

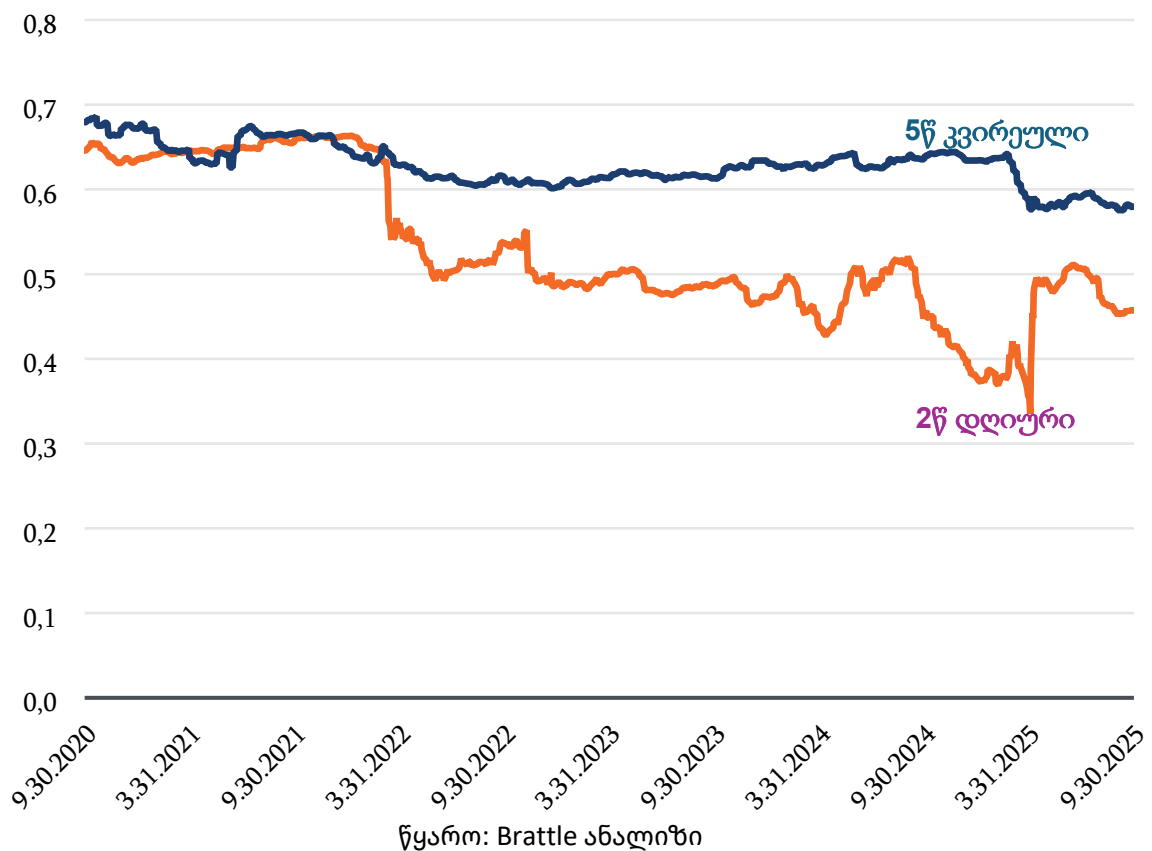
110. ქვემოთ წარმოდგენილ გრაფიკ 5-ზე ნაჩვენებია შესადარისი კომპანიების ორწლიანი და ხუთწლიანი საკუთარი კაპიტალის მედიანური ბეტას ევოლუცია. გრაფიკი აჩვენებს დივერგენციას ორწლიან და ხუთწლიან ბეტას შორის 2022 წლის დასაწყისში, როდესაც Covid-ის პანდემიის დასაწყისი ამოვარდა ორწლიანი ბეტას შეფასების პერიოდიდან. ამის შემდეგ შეინიშნება ორწლიანი ბეტას თანდათანობით კლების ტენდენცია, მაშინ როდესაც ხუთწლიანი ბეტა შედარებით სტაბილური დარჩა. 2025 წლის დასაწყისში კი აღინიშნება ხუთწლიანი ბეტას მცირე შემცირება, როდესაც Covid-ის პანდემიის დასაწყისი ამოვარდა ხუთწლიანი შეფასების პერიოდიდან. აღნიშნული შემცირება შედარებით მცირეა ორწლიანი ბეტასთვის დაფიქსირებულ კლებასთან შედარებით, და მედიანური ორწლიანი და ხუთწლიანი ბეტა კვლავ აჩვენებს სხვაობას, სადაც მედიანური ხუთწლიანი ბეტა დაახლოებით 0.10-ით აღემატება მედიანურ ორწლიან ბეტას.

³⁷ ბეტას შეფასების შესადარისი ჯგუფის ყველა კომპანიისთვის გამოყენებულია ორწლიანი პერიოდი 2023 წლის 1 ოქტომბრიდან 2025 წლის 30 სექტემბრამდე და ხუთწლიანი პერიოდი 2020 წლის 1 ოქტომბრიდან 2025 წლის 30 სექტემბრამდე.

³⁸ ევროპული კომპანიებისთვის გამოყენებულია STOXX Europe TMI ინდექსი, როგორც ეს რეკომენდებულია ევროკომისიის ანგარიშში WACC-ის შესახებ, ¶46

³⁹ აღსანიშნავია, რომ ადგილობრივი ქართული საბაზრო ინდექსის გამოყენება ბეტას გამოსათვლელად არ იქნებოდა მიზანშეწონილი. ეს განპირობებულია იმით, რომ საქართველოს სატელეკომუნიკაციო კომპანიაში ტიპური ინვესტორი ასევე უნდა ფლობდეს ინვესტიციებს საქართველოს ფარგლებს გარეთ. სხვა სიტყვებით, ისინი უფრო დივერსიფიცირებული იქნებოდნენ, ვიდრე მხოლოდ საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ინვესტირების შემთხვევაში. შესაბამისად, ინვესტორი დაინტერესებული იქნებოდა საქართველოს სატელეკომუნიკაციო კომპანიის სარგებელს და გაცილებით უფრო ფართო საბაზრო ინდექსის სარგებელს შორის კორელაციით და არა მხოლოდ ქართული საბაზრო ინდექსით.

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



111. არსებობს რამდენიმე მიზეზი, რომლებიც შესაძლოა ხსნიდეს ხუთწლიან ყოველკვირეულ და ორწლიან დღიურ ბეტას შორის დივერგენციას.

ა. პირველ რიგში, როგორც ზემოთ აღინიშნა, შესაძლოა არსებობდეს ნარჩენი ლიკვიდობის პრობლემა, რომელიც არ ქრება მაშინაც კი, როდესაც შესაძარისი კომპანიების ჯგუფი ლიკვიდობის მიხედვით იფილტრება. კერძოდ, თუნდაც ძალიან დაბალი სავაჭრო აქტივობის მქონე კომპანიების გამორიცხვის შემდეგ, მონაცემებში მაინც რჩევა გარკვეული ლიკვიდობის ფრიქციები, ვინაიდან დღიური ბეტა უფრო მგრძნობიარეა მიკროსტრუქტურული და დროითი ეფექტების მიმართ, ისინი, როგორც წესი, უფრო დაბალია ყოველკვირეულ ბეტასთან შედარებით.

ბ. მეორე, ეკონომიკურმა შოკებმა, მათ შორის Covid-ის პანდემიამ, უკრაინაში ომმა, სავაჭრო პოლიტიკის ირგვლივ არსებულმა გაურკვევლობამ და ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტმა, სავარაუდოდ, უფრო ძლიერი გავლენა მოახდინა ორწლიან დღიურ ბეტაზე. ეს განპირობებულია იმით, რომ ორწლიანი ბეტა უფრო მეტად რეაგირებს ინდივიდუალურ ეკონომიკურ შოკებზე, ვიდრე ხუთწლიანი ბეტა. იმ შემთხვევაში, თუ ბოლო პერიოდის შოკებმა გაზარდა დივერსიფიცირებადი რისკი, ეს გამოიწვევდა ორწლიანი ბეტას შედარებით დაბალ შეფასებას ხუთწლიან ბეტასთან მიმართებით.

გ. მესამე, სატელეკომუნიკაციო სექტორი ხასიათდება შერწყმისა და შეძენის (M&A) აქტივობის სიხშირით. მიუხედავად იმისა, რომ მნიშვნელოვანი M&A აქტივობის შეფასების ტესტმა არ გამოავლინა ისეთი მსხვილი ტრანზაქციები, რომელთაც აშკარა გავლენა ექნებოდათ აქციების ფასის ცვალებადობაზე, შერწყმის და შეძენის ხშირი აქტივობა მაინც შეიძლება ახდენდეს ზეგავლენას დღიური ბეტას შემცირების ეფექტზე.

112. ზემოაღნიშნული ფაქტორების ერთობლიობა მხარს უჭერს ხუთწლიანი ბეტას გამოყენებას.

113. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 8-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 ბეტით.

ცხრილი 8: საკუთარი კაპიტალის ბეტა

ცხრილი 8: 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] ვარსკვლავით (*) აღნიშნულია მნიშვნელობა, თუ 2-წლიანი ყოველდღიური ბეტა ხასიათდება საბაზრო არაეფექტიანობით.				
[B]: თუ დაფიქსირდა საბაზრო არაეფექტიანობა [C], სხვა შემთხვევაში [A].				

114. საერთო ჯამში, შედეგები ადასტურებს მოლოდინებს, რომ ხუთწლიანი ყოველკვირეული ბეტა, როგორც წესი, უფრო მაღალია, ვიდრე ორწლიანი ბეტა, ხოლო კორექტირებული ორწლიანი დღიური ბეტა მიუთითებს ნარჩენი ლიკვიდობის პრობლემების არსებობაზე. შესაბამისად, რეკომენდებულია კომისიამ ბეტას გამოთვლა დააფუძნოს ხუთწლიანი ყოველკვირეული მონაცემების გამოყენებით შეფასებულ საკუთარი კაპიტალის ბეტაზე.

VI.C შესადრისი კომპანიების კაპიტალის სტრუქტურა და აქტივის ბეტა

115. საკუთარი კაპიტალის ბეტა ასახავს არა მხოლოდ ბიზნესის სისტემატურ რისკს, არამედ ასევე ასახავს სასესხო კაპიტალის რისკს ანუ ფინანსურ ბერკეტს (financial leverage). სესხის ზრდასთან ერთად, საკუთარი კაპიტალი უფრო რისკიანი ხდება, ვინაიდან მოგებიდან მეტი რესურსი იხარჯება სესხის მომსახურებაზე მანამ, სანამ დივიდენდები გადანაწილდება საკუთარ კაპიტალზე. სესხის ზრდის პირობებში, კომპანიის მოგების ზრდა ან კლება უფრო ძლიერად აისახება საკუთარი კაპიტალის ღირებულებაზე. შესაბამისად, თუ ორი კომპანია ზუსტად ერთსა და იმავე საქმიანობას ეწევა, მაგრამ ერთს მეტი სესხი აქვს, ამ კომპანიას ექნება უფრო მაღალი საკუთარი კაპიტალის ბეტა, ვიდრე ნაკლები სესხის მქონე კომპანიას.

116. აქტივის რისკის შედარებითი რისკის “ერთნაირ პირობებში” გასაზომად აუცილებელია ბეტას შესწორება (ე.წ. unlevering), რაც გულისხმობს დაშვებას, რომ კომპანია სრულად ფინანსდება საკუთარი კაპიტალით. მიღებულ ბეტას ეწოდება აქტივის ბეტა ან უბერკეტო (unlevered) ბეტა. ევროკომისიის სახელმძღვანელო რეკომენდაციების შესაბამისად, საკუთარი კაპიტალის ბეტას კორექტირება ხდება Modigliani–Miller-ის ფორმულისა და სესხის ბეტას გამოყენებით.⁴⁰

117. თითოეული შესადრისი კომპანიისთვის სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან (ე.წ. gearing) დაანგარიშებულია დროის იმავე პერიოდებზე, რომელიც გამოიყენება ბეტას შეფასებისთვის, კვარტალური მაჩვენებლების საშუალო მნიშვნელობის საფუძველზე. კვარტალური მაჩვენებლები განისაზღვრება კვარტალური წმინდა სესხის გაყოფით კვარტალურ საბაზრო კაპიტალიზაციაზე.

⁴⁰ ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ ¶48 და BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, გვ. 64.

118. სესხის ბეტად ყველა შესადარისი კომპანიისთვის შერჩეულია 0.1. თეორიულად, სესხის ბეტა დამოკიდებულია დეფოლტის რისკზე, თუმცა პრაქტიკაში შესადარისი კომპანიების საკრედიტო რეიტინგები ვიწრო დიაპაზონში მერყეობს: BBB-დან A-მდე და ევროკომისიის სახელმძღვანელო რეკომენდაციების თანახმად მიზანშეწონილია სესხის ბეტას ერთიანი მნიშვნელობის გამოყენება, კალკულაციის სირთულის შემცირებისა და გამჭვირვალობის გაზრდის მიზნით.⁴¹

119. ქვემოთ მოცემულ ცხრილში 9-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 9: საკუთარი კაპიტალის და აქტივის ბეტა

ცხრილი 9: 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

⁴¹ იხ. ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ, ¶49. ასევე, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ მაღალი რეიტინგის მქონე კომპანიებისთვის სესხის ბეტას უფრო დაბალი მნიშვნელობის შერჩევა არ იმოქმედებდა აქტივის მედიანურ ბეტაზე.

Proximus PLC	ბეგლია	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]: $([C] + [D] \times (1 - [B]) \times [A]) / (1 + (1 - [B]) \times [A])$.						

VI.D სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარი კაპიტალთან და აქტივის ბეტა საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორისთვის

120. საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორისთვის WACC დაანგარიშებულია ევროპული შესადარისი კომპანიების მედიანური მონაცემების, ხუთწლიანი ყოველკვირეული მნიშვნელობების გამოყენებით. შედეგები შეჯამებულია ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 10-ში.

ცხრილი 10: აქტივის ბეტა და სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორისთვის

ცხრილი 10: აქტივის ბეტა და სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან საქართველოს სატელეკომუნიკაციო სექტორისთვის	
აქტივის ბეტა [A]	სასესხო კაპიტალის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან (gearing D/E) [B]

BT Group plc	[1]	0.66	139.0%
Deutsche Telekom AG	[2]	0.40	133.4%
Elisa Oyj	[3]	0.34	16.5%
Hellenic Telecommunications Organization S.A.	[4]	0.56	10.1%
Koninklijke KPN N.V.	[5]	0.31	49.5%
Magyar Telekom	[6]	0.31	88.7%
NOS, S.G.P.S., S.A.	[7]	0.35	83.8%
Orange Belgium S.A.	[8]	0.20	127.9%
Orange Polska S.A.	[9]	0.54	72.2%
Orange S.A.	[10]	0.19	110.5%
Proximus PLC	[11]	0.39	112.9%
Swisscom AG	[12]	0.17	33.7%
Tele2 AB (publ)	[13]	0.52	38.9%
Telefónica Deutschland Holding AG	[14]	0.41	62.6%
Telefónica, S.A.	[15]	0.36	172.5%
Telekom Austria AG	[16]	0.35	52.1%
Telenor ASA	[17]	0.43	56.7%
Telia Company AB (publ)	[18]	0.41	70.1%
United Internet AG	[19]	0.70	54.9%
Vodafone Group Public Limited Company	[20]	0.47	178.8%
საშუალო	[21]	0.40	83.2%
მედიანა	[22]	0.40	71.1%
შენიშვნები და წყაროები:			
Brattle ანალიზი Bloomberg მონაცემებზე დაყრდნობით			

VI.E ქვეყნის ზომის გავლენა სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე

121. წინამდებარე ანგარიშში ასევე გაანალიზებულია, არსებობს თუ არა იმის საფუძველი, რომ საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების შედარებით მცირე ზომამ შესაძლოა გავლენა მოახდინოს WACC-ზე.

122. საქართველოს ბაზრის შედარებით მცირე ზომამ შესაძლოა პოტენციური გავლენა მოახდინოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე. სხვა სიტყვებით, შესაძლოა გავლენა იქონიოს ბეტაზე. აღნიშნული პოტენციური გავლენის შესაფასებლად, შეფასებულ ბეტებსა და დემოგრაფიულ ცვლადებს შორის, გაანალიზებულია კავშირი, მათ შორის: ქვეყნის ფართობი, მოსახლეობის რაოდენობა და მშპ ერთ სულ მოსახლეზე (GDP per capita). ინტუიციურად, სხვა თანაბარ პირობებში, უფრო დიდი ფართობი შეიძლება მოითხოვდეს უფრო მაღალ ინვესტიციებს და ზრდიდეს რისკს. საპირისპიროდ, მოსახლეობის უფრო მაღალი რაოდენობა შეიძლება ზრდიდეს სიმჭიდროვის ეკონომიებს და ამცირებდეს რისკს. ანალოგიურად, მაღალი მშპ ერთ სულ მოსახლეზე შეიძლება მიუთითებდეს მომხმარებელთა დაბალ მგრძნობელობაზე ფასების მიმართ.

123. კერძოდ, ანალიზი ჩატარებულია შემდეგ რეგრესიულ მოდელზე დაყრდნობით:

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

124. სადაც:

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

ა. Population_i -ქვეყნის მოსახლეობა იმ ქვეყნისთვის, სადაც ოპერატორი ფუნქციონირებს (ლოგარითმულად გაზომილი)⁴²;

Land area_i - ქვეყნის ფართობი (ლოგარითმულად გაზომილი)⁴³;

GDP per capita_i -ერთ სულ მოსახლეზე მშპ, გამოხატული 2015 წლის აშშ დოლარებში (ლოგარითმულად გაზომილი)⁴⁴.

125. 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 ცვლადებისთვის⁴⁵.

126. ცხრილი 11-ში წარმოადგენილია რეგრესიის შედეგები. საერთო ჯამში, არ გამოვლენილა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ქვეყნის ფართობასა და მოსახლეობასა და კომპანიის ბეტას შორის. შესაბამისად, ვერცერთ კოეფიციენტი ვერ მიიჩნევა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანად, რაც მიუთითებს, რომ ქვეყნის ფართობი და მოსახლეობა არ ახდენს გავლენას ბეტაზე⁴⁶. შესაბამისად, დასკვნის სახით, ქვეყნის ზომა არ ახდენს გავლენას სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სისტემატურ რისკზე და, შედეგად, არ არსებობს აქტივის ბეტას კორექტირების საჭიროება საქართველოს შედარებით მცირე ზომის გასათვალისწინებლად.

⁴² გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის მონაცემები 2023 წ

⁴³ გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის მონაცემები 2021 წ

⁴⁴ მსოფლიო ბანკის მონაცემები 2024 წ

⁴⁵ 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.

⁴⁶ ასევე ჩატარებულია უფრო მარტივი რეგრესიები, რომელთა ყველა შედეგი სტატისტიკურად არამნიშვნელოვანი აღმოჩნდა.

ცხრილი 11: სტატისტიკური რეგრესიის შედეგები მოსახლეობის და ქვეყნის ფართობის გავლენის შესახებ აქტივის ბეტაზე

ცხრილი 11: სტატისტიკური რეგრესიის შედეგები მოსახლეობის და ქვეყნის ფართობის გავლენის შესახებ აქტივის ბეტაზე	
ცვლადი	კოეფიციენტი
Log(მოსახლეობა)	0.0604 (0.0805)
Log(მიწის 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. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.	

127. აღსანიშნავია, რომ ოპერატორებთან კონსულტაციის პროცესში ერთ-ერთმა დაინტერესებულმა მხარემ განაცხადა, რომ: ა. უფრო მაღალი საბაზრო კაპიტალიზაციის მქონე კომპანიებს უფრო მაღალი ბეტა აქვთ, რადგან მათი მცირე ზომა მათ უფრო მოწყვლადს ხდის სისტემატური შოკების მიმართ; ბ. და რომ ჩვენს შესადარებელ ჯგუფში შემავალ კომპანიებს უფრო მაღალი საბაზრო კაპიტალიზაცია აქვთ, ვიდრე საქართველოს ოპერატორებს, რის შედეგადაც ჩვენი ანალიზი არასაკმარისად აფასებს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების ბეტას.

128. როგორც ზემოთ აღინიშნა, ქვეყნის (ანუ დასაფარავი) ტერიტორია, მოსახლეობის რაოდენობა და მშპ ერთ სულ მოსახლეზე რელევანტურია სატელეკომუნიკაციო ქსელის განლაგებისა და ოპერირებისთვის. ამის საპირისპიროდ, გაურკვეველია, თუ რატომ უნდა მოახდინოს უფრო მაღალმა ან დაბალმა საბაზრო კაპიტალიზაციამ გავლენა სატელეკომუნიკაციო ოპერატორის სისტემატურ რისკზე და, კონკრეტულად, ოპერატორის უკუგებასა და საბაზრო ინდექსის უკუგებას შორის კავშირზე, რასაც ბეტა აფასებს. მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, ჩვენ ჩავატარეთ რეგრესიული ანალიზი შეფასებულ 5-წლიან ბეტასა და ჩვენს შერჩევაში შემავალი კომპანიების საბაზრო კაპიტალიზაციას შორის, რომელიც გაზომილია ათას ევროში.

129. ცხრილი 12 წარმოადგენს რეგრესიის შედეგებს. ჩვენ ვერ აღმოვაჩინეთ სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირის მტკიცებულება საბაზრო კაპიტალიზაციასა და კომპანიის ბეტას შორის. შეფასებული კოეფიციენტი ნულთან ძალიან ახლოსაა და სტატისტიკურად არამნიშვნელოვანია. ჩვენი დასკვნით, ჩვენი ანალიზი არ აფასებს არასაკმარისად საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების ბეტას.

ცხრილი 12: საბაზრო კაპიტალიზაციისა და აქტივის ბეტას რეგრესიის შედეგები

ცხრილი 12: საბაზრო კაპიტალიზაციისა და აქტივის ბეტას რეგრესიის შედეგები	
ცვლადი	კოეფიციენტი
საბაზრო კაპიტალიზაცია	-1.26E-07 (2.12E-07)
დაკვირვებები	20
წყაროები და შენიშვნები:	
Brattle-ის ანალიზი Bloomberg-ის მონაცემებზე დაყრდნობით.	
სტანდარტული ცდომილებები ფრჩხილებშია. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.	

VII. სესხის ღირებულება

130. 2020 წელს PwC-იმ სესხის ღირებულება განსაზღვრა როგორც ურისკო განაკვეთისა და სასესხო კაპიტალის პრემიის ჯამი. თავის მხრივ, პრემია გამოითვლება საქართველოში იურიდიულ პირებზე გაცემულ სესხებზე არსებული ერთწლიანი საშუალო საპროცენტო განაკვეთიდან ურისკო განაკვეთის გამოკლებით, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული მონაცემების საფუძველზე.⁴⁷

131. ამის საპირისპიროდ, ევროკომისიის სახელმძღვანელო მითითებები რეკომენდაციას უწევს სესხის ღირებულების განსაზღვრას ურისკო განაკვეთისა და სესხის პრემიის ჯამის სახით, სადაც ორივე მაჩვენებელი უნდა ეფუძნებოდეს ხუთწლიან საშუალო მნიშვნელობებს. სახელმძღვანელოები რეკომენდაციას უწევს სესხის პრემიის გამოთვლას გრძელვადიან კორპორატიულ ობლიგაციებს (რომელთა ვადა მაქსიმალურად უნდა უახლოვდებოდეს 10 წელს) და ანალოგიური ვადის მქონე სახელმწიფო ობლიგაციებს სარგებლებს შორის სხვაობის (სპრედის) საფუძველზე⁴⁸. ამ რეკომენდაციებთან შესაბამისობაში, BEREC ყოველწლიურად აქვეყნებს ოპერატორებზე მორგებულ სესხის პრემიას, მეორად ბაზარზე ინდივიდუალური ოპერატორების მიერ გამოშვებული ობლიგაციების სარგებლის და ურისკო განაკვეთის გამოყენებით, საბოლოოდ 10 წლიანი ვადის მქონე და 5 წლიანი საშუალო პერიოდის გამოყენებით⁴⁹.

132. მყარი მეთოდოლოგიის ჩამოსაყალიბებლად და სასესხო კაპიტალის ღირებულების გონივრული შეფასების მისაღებად, განხილულია ოთხი ალტერნატიული მიდგომა.

⁴⁷ PwC 2020 წლის ანგარიში, გვ. 19.

⁴⁸ ევროკომისიის ანგარიში WACC-ის შესახებ, ¶56.

⁴⁹ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, გვ. 26, 27

VII.A საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულების ალტერნატიული შეფასება

133. პირველ რიგში, განხილულია PwC-ის მიერ გამოყენებული მეთოდოლოგია. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 13-ში წარმოდგენილია სესხის პრემიის გამოთვლა PwC-ის მეთოდოლოგიისა და საქართველოს ეროვნული ბანკის 2025 წლის სექტემბრის მონაცემების საფუძველზე. შედეგად დადგინდა, რომ საქართველოში იურიდიულ პირებზე გაცემულ სესხებზე ერთწლიანი საშუალო საპროცენტო განაკვეთი, 2025 წლის სექტემბრის მდგომარეობით, შეადგენდა 12.91%-ს, რაც გულისხმობს 3.81%-იან სესხის პრემიას.

ცხრილი 13: სასესხო კაპიტალის ღირებულება-PwC-ის მიდგომა

		საპროცენტო განაკვეთები ქართულ ლარში	
		იურიდიული პირები	ფიზიკური პირები
		%	%
		[A]	[B]
ოქტომბერი 2024	[1]	11.61%	17.21%
ნოემბერი 2024	[2]	12.01%	17.46%
დეკემბერი 2024	[3]	12.36%	17.87%
იანვარი 2025	[4]	12.35%	18.51%
თებერვალი 2025	[5]	12.69%	18.27%
მარტი 2025	[6]	12.88%	18.24%
აპრილი 2025	[7]	13.15%	18.05%
მაისი 2025	[8]	13.63%	17.74%
ივნისი 2025	[9]	12.74%	17.77%
ივლისი 2025	[10]	13.10%	17.72%
აგვისტო 2025	[11]	13.39%	17.80%
სექტემბერი 2025	[12]	13.99%	17.67%
საშუალო [1]-[12]		[13]	12.91%
10 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების % განაკვეთი		[14]	9.10%
სპრედი		[13]-[14]	3.81%
შენიშვნები და წყაროები:			
საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები			

134. აღნიშნული მეთოდოლოგიის უპირატესობაა ის, რომ იგი პირდაპირ განსაზღვრავს საქართველოში მოქმედი კორპორატიული (იურიდიული) პირების სესხის პრემიას. თუმცა, ვინაიდან მასში გათვალისწინებულია საქართველოში იურიდიულ პირებზე გაცემული ყველა სესხი, არსებობს რისკი, რომ სესხის მიღებული პრემია

გადაჭარბებულად შეაფასებს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების რეალურ მონაცემს. ეს განპირობებულია იმით, რომ სესხის პრემია, სავარაუდოდ, მოიცავს არაუზრუნველყოფილ სესხებსაც, რომლებიც უფრო მაღალი რისკის მატარებელია და, შესაბამისად, უფრო მაღალ საპროცენტო განაკვეთებს ითვალისწინებს. ამის საპირისპიროდ, სატელეკომუნიკაციო ოპერატორებს, როგორც წესი, შეუძლიათ სესხების მიღება აქტივებით უზრუნველყოფის საფუძველზე და, შესაბამისად, აქვთ უზრუნველყოფილი სესხი. ამასთანავე, სატელეკომუნიკაციო ოპერატორები საშუალო ქართულ კომპანიასთან შედარებით უფრო მსხვილი კომპანიებია. სესხის ღირებულება კი, როგორც წესი, მცირდება კომპანიის ზომის ზრდასთან ერთად, ვინაიდან დაკავშირებული ფიქსირებული ხარჯები უფრო დიდ სესხზე ნაწილდება. შესაბამისად, სატელეკომუნიკაციო ოპერატორები, სავარაუდოდ, აკმაყოფილებენ დაკრედიტების უფრო ხელსაყრელ პირობებს, ვიდრე საქართველოში მოქმედი საშუალო მსესხებელი⁵⁰.

135. მეორე მიდგომის ფარგლებში, სასესხო კაპიტალის ღირებულება დაანგარიშებულია საქართველოში მოქმედი ოპერატორების ფინანსური ანგარიშების ანალიზის და შესაბამის პერიოდში მოქმედი ურისკო განაკვეთის სხვაობის საფუძველზე. სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულება განისაზღვრა შპს სელფი მობაილისა და სს სილქნეტის ფინანსურ ანგარიშგებებზე დაყრდნობით საპროცენტო ხარჯებისა და სესხის ნარჩენი ღირებულების გამოყენებით. მაგთიკომისთვის სასესხო კაპიტალის ღირებულება არ გამოთვლილა, ვინაიდან კომპანიას არ გააჩნია სასესხო ვალდებულებები, რომლებზეც ხდება პროცენტის დარიცხვა.

136. ცხრილი 14-ში წარმოდგენილია ოპერატორების ფინანსური ანგარიშგებებიდან მიღებული მონაცემები საპროცენტო ხარჯებისა და სასესხო ვალდებულებების ნაშთების შესახებ, აგრეთვე სასესხო კაპიტალის ღირებულების შესაბამისი შეფასებები ბოლო ხუთი სრული კალენდარული წლის (2020–2024) განმავლობაში. შედეგად დადგინდა, რომ აღნიშნულ პერიოდში საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო ვალდებულებების საშუალო ღირებულება შეადგენდა 11.10%-ს. ეს შეესაბამება საშუალო 2%-იან სხვაობას (სპრედს) იმავე პერიოდში მოქმედი 10-წლიანი ვადის მქონე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებელზე. აღსანიშნავია, რომ ეს სპრედი მნიშვნელოვნად მერყეობს წლების მიხედვით-2022 წელს -0.06%-დან 2021 წელს 3.26%-მდე, რაც, სავარაუდოდ, უკავშირდება მსხვილი ობლიგაციების გამოშვებას ან ძირითანხის დაფარვას. აღნიშნული მერყეობა მხარს უჭერს უფრო გრძელვადიანი საშუალო პერიოდის, მაგალითად ხუთწლიანი საშუალო პერიოდის გამოყენებას მოკლევადიან პერიოდთან შედარებით.

⁵⁰ ასევე, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები არ განასხვავებს სხვადასხვა მახასიათებლების მქონე სესხებს, როგორცაა უზრუნველყოფილი და არაუზრუნველყოფილი ინსტრუმენტები. შეუძლებელია იმ საპროცენტო განაკვეთების გამოყოფა, რომლებიც გამოიყენება საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების მიერ ჩვეულებრივ მიღებული სესხების მსგავს სესხებზე.

ცხრილი 14: სასესხო კაპიტალის ღირებულება ფინანსური ანგარიშგებების მონაცემებზე დაყრდნობით

ცხრილი 14: სასესხო კაპიტალის ღირებულება ფინანსური ანგარიშგებების მონაცემებზე დაყრდნობით				2019	2020	2021	2022	2023	2024	საშუალო
საპროგნოზო განაკვეთი										
სელფი მობაილი	ლარი '000s	[1]		42,004	52,372	59,097	55,580	38,537	11,306	
სილქნეტი	ლარი '000s	[2]		92,642	82,761	83,456	62,284	49,451	54,892	
სესხის წარჩენი ბალანსი										
სელფი მობაილი	ლარი '000s	[3]		371,055	461,806	493,508	667,795	84,612	82,157	
სილქნეტი	ლარი '000s	[4]		644,769	731,863	662,676	560,991	558,375	582,749	
სასესხო კაპიტალის განაკვეთი										
სელფი მობაილი	%	[5]	[1]/საშ ([3], [3]{t-1})		12.58%	12.37%	9.57%	10.24%	13.56%	11.66%
სილქნეტი	%	[6]	[2]/საშ ([4], [4]{t-1})		12.02%	11.97%	10.18%	8.84%	9.62%	10.53%
საშუალო	%	[7]	საშ([5], [6])		12.30%	12.17%	9.88%	9.54%	11.59%	11.10%
საქართველოს სამთავრობო მონაცემები										
10წ ობლიგაცია	%	[8]	NBG		9.55%	8.91%	9.94%	8.11%	8.97%	9.10%
სპრედი	%	[9]	[7]-[8]		2.75%	3.26%	-0.06%	1.43%	2.62%	2.00%
შენიშვნები და წყაროები:										
[1]: [A], [B],[C]: შპს სელფი მობაილი, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2020 წლისთვის, გვ. 33.; შპს სელფი მობაილი, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2021 წლისთვის, გვ. 28. [D]: შპს სელფი მობაილი, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2022 წლისთვის, გვ. 28. [E],[F]: შპს სელფი მობაილი, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2024 წლისთვის, გვ. 21.										
[2]: [A],[B]: სს სილქნეტი კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგება 2020 წლისთვის, გვ. 15. [C],[D]: სს სილქნეტი, კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგება 2022 წლისთვის, გვ. 15. [E],[F]: სს სილქნეტი, კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგება 2024 წლისთვის, გვ. 16.										
[3]: [A],[B],[C]: შპს სელფი მობაილი, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2020 წლისთვის, გვ. 33, შპს სელფი მობაილი, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2021 წლისთვის, გვ. 33. [D]: შპს სელფი მობაილი, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2022 წლისთვის, გვ. 28.										

წლისთვის, გვ. 32. [E],[F]: შპს სელფი მობაილი ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2024 წლისთვის, გვ. 25. [4]: [A],[B]: სს სილქნეტი, კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგება 2020 წლისთვის, გვ. 23. [C],[D]: სს სილქნეტი, კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგება 2022 წლისთვის, გვ. 22. [E],[F]: სს სილქნეტი, კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგება 2024 წლისთვის, გვ. 24.

137. მოლოდინების შესაბამისად, განხილულ მიდგომაზე დაფუძნებული 2.00%-იანი სესხის პრემია მნიშვნელოვნად დაბალია PwC-ის მეთოდოლოგიით მიღებულ 3.81%-იან სესხის პრემიაზე, რაც, სავარაუდოდ, ასახავს იმ უფრო ხელსაყრელ დაკრედიტების პირობებს, რომლებიც სატელეკომუნიკაციო ოპერატორებს ხელმისაწვდომი აქვთ საქართველოში მოქმედ საშუალო კომპანიასთან შედარებით.

138. აღნიშნული მიდგომის მთავარი უპირატესობაა ის, რომ იგი უშუალოდ იმ კომპანიების მონაცემებს ეფუძნება, რომელთათვისაც WACC-ის გამოთვლა ხდება. ამასთანავე, მისი ძირითადი შეზღუდვაა შესადარისი კომპანიების მცირე რაოდენობა, ვინაიდან დაკვირვებად სიაში მხოლოდ ორი კომპანია მონაწილეობს. გარდა ამისა, ფინანსური ანგარიშგებები ასახავს ქართული ლარისგან განსხვავებულ ვალუტებში, მაგალითად, აშშ დოლარსა და ევროში გამოშვებული სესხების საპროცენტო ხარჯებს. ასეთ „მყარ ვალუტებზე“ დაფუძნებული საპროცენტო განაკვეთები, რომლებსაც ლართან შედარებით უფრო დაბალი ინფლაციური რისკი ახასიათებთ, არასაკმარისად ასახავს ოპერატორის ფაქტობრივ სასესხო კაპიტალის ღირებულებას ქართულ ლარში. მიუხედავად იმისა, რომ შესაძლებელია ოპერატორების ანგარიშგებებში ქართულ ლარში დენომინირებული ვალის გამოყოფა ლარის საპროცენტო განაკვეთის მისაღებად, აღმოჩნდა, რომ ამ სესხების განაკვეთები კიდევ უფრო არასტაბილურია, ვიდრე საერთო მაჩვენებელი, ხოლო ზოგიერთ წელს ლარში დენომინირებული სესხი საერთოდ არ არსებობს.

139. აღსანიშნავია, რომ ერთ-ერთი დაინტერესებული მხარის მიერ მომზადებულ ანალიზში შეფასებულია ერთ პროცენტის (1%) სავალუტო რისკის პრემია ევროში დენომინირებული სესხის ქართულ ლარში დენომინირებულ სესხზე კონვერტაციისთვის. იგივე მიდგომის გამოყენების შემთხვევაში, სასესხო სპრედი შეფასდებოდა 3.00%-ით. აღსანიშნავია, რომ, სხვა თანაბარ პირობებში, აღნიშნული კორექტირება გადაჭარბებულად ასახავს სასესხო ღირებულებას, რადგან სავალუტო რისკის პრემია ემატება ყველა სესხს, მიუხედავად იმისა, რომ სესხების გარკვეული ნაწილი ლარშია დენომინირებული. შესაბამისად, 3.00% წარმოადგენს ზედა ზღვარს.

140. მესამე ეტაპზე, პირველი ორი მეთოდოლოგიით მიღებული შედეგების დამატებითი შემოწმების მიზნით, განხილულია ევროპული სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების მიერ სესხის გადახდილი პრემია, როგორც ეს ასახულია BEREC-ის წლიურ ანგარიშებში. ცხრილ 15-ში წარმოდგენილია 2025 წლის BEREC-ის ანგარიშში გამოქვეყნებული მონაცემები, რომელზე დაყრდნობითაც ევროპული სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის პრემია მერყეობს 0.53%-დან (Telefónica) 3.05%-მდე (DIGI Communications), ხოლო საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 1.34%-ს. ასევე აღსანიშნავია, რომ ინვესტიციურ დონეზე დაბალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე კომპანიებისთვის მაჩვენებელი მნიშვნელოვნად აღემატება საშუალო მაჩვენებელს-

Telecom Italia (BB) შემთხვევაში 2.23%, ხოლო DIGI Communications (BB-) შემთხვევაში 3.05%. Telecom Italia-სა და DIGI Communications-ისთვის გამოთვლილი სპრედების საშუალო უდრის 2.64%

ცხრილი 15: სასესხო კაპიტალის ღირებულება – BEREC

ცხრილი 15: სასესხო კაპიტალის ღირებულება-BEREC					
		საკრედიტო რეიტინგი	სასესხო კაპიტალის პრემია	ადგილობრივი ურისკო განაკვეთი	CoD
			%	%	%
			[A]	[B]	[C]
					[A]+[B]
შესადარისი კომპანიები BEREC					
Deutsche Telekom AG	[1]	BBB+	1.3%	1.2%	2.4%
DIGI Communications N.V.	[2]	BB-	3.1%	5.7%	8.8%
Koninklijke KPN N.V.	[3]	BBB	1.1%	1.4%	2.5%
Orange S.A.	[4]	BBB+	0.7%	1.7%	2.4%
Proximus S.A.	[5]	BBB+	0.8%	1.7%	2.5%
Tele 2 AB	[6]	BBB	1.3%	1.4%	2.8%
Telecom Italia	[7]	BB	2.2%	2.8%	5.0%
Telefónica S.A.	[8]	BBB-	0.5%	2.1%	2.6%
Telenor	[9]	A-	1.1%	2.6%	3.7%
Telia Company AB	[10]	BBB+	1.3%	1.4%	2.7%
Vodafone Group plc	[11]	BBB	1.3%	2.5%	3.8%
საშუალო	[12]	საშუალო([1]-[11])	1.34%		
საშუალო BB კომპანიებისთვის	[13]	საშუალო ([2],[7])	2.64%		
[1],[3]-[11]: მონაცემები BEREC-იდან, „ანგარიში WACC პარამეტრების გაანგარიშების შესახებ ევროკომისიის WACC შეტყობინების მიხედვით“, 2025					
[2]: მონაცემები BEREC-იდან, „ანგარიში WACC პარამეტრების გაანგარიშების შესახებ ევროკომისიის WACC შეტყობინების მიხედვით“, 2023.					

141. და ბოლოს, საქართველოს ეროვნული ბანკი (სებ) აქვეყნებს ლარში დენომინირებული BB რეიტინგის მქონე ქართული კორპორატიული სესხის სავარაუდო საპროცენტო განაკვეთებს ანუ სარგებლიანობას (yield) სხვადასხვა ვადიანობისთვის, ე.წ.

„BB კორპორატიული მრუდი“⁵¹. როგორც ჩვენთვის ცნობილია, სეზონური BB კორპორატიული მრუდის გამოითვლის ლარში დენომინირებული საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლიანობის მრუდზე სპრედის დამატებით. 2025 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით, რაც შეესაბამება Brattle-ის შეფასების თარიღს, სეზონური ლარში დენომინირებული 10-წლიანი BB რეიტინგის ქართული კორპორატიული ობლიგაციების სარგებლიანობა შეაფასა 14.35%-ით. იმავე პერიოდის 10-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების სარგებლიანობის გამოკლებით მიიღება შეფასებითი (იმპლიციტური) სპრედი 4.44%-ის ოდენობით.

VII.B დასკვნა სასესიო კაპიტალის ღირებულებაზე

142. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 16-ში წარმოდგენილია სესხის სპრედის ალტერნატიული შეფასებები და შესაბამისი სასესიო კაპიტალის ღირებულების შედარება.

143. აღსანიშნავია, რომ BB კორპორატიული მრუდიდან მიღებული სპრედი (4.44%) მნიშვნელოვნად აღემატება საქართველოში იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების საშუალო სპრედს (3.81%), რომელიც გამოყენებული იყო წინა მარეგულირებელ პერიოდში. ეს შედეგი მეტად მოულოდნელია, რადგან მოსალოდნელი იქნებოდა, რომ საკრედიტო რეიტინგის მქონე ობლიგაციებს უფრო დაბალი სარგებლიანობა (yield) ან საპროცენტო განაკვეთი ჰქონოდათ, ვიდრე ზოგადად იურიდიულ სესხებს. აღნიშნული შედეგის შესაძლო ახსნა შეიძლება უკავშირდებოდეს შერჩევის თავისებურებებს, ასევე ლიკვიდურობისა და ზომის საკითხებს. თუმცა, არ გვაქვს საკმარისი ინფორმაცია ამ განხილვის სათანადო ახსნისთვის. ასევე აღსანიშნავია, რომ BB კორპორატიული მრუდიდან მიღებული შეფასებული სპრედი 4.44% მნიშვნელოვნად აღემატება BEREK-ის მიერ სატელეკომუნიკაციო ოპერატორებისთვის გამოთვლილ უმაღლეს სპრედსაც, რომელიც შეადგენს 3.05%-ს. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების საფუძველზე, ვასკვნით, რომ BB კორპორატიული მრუდი არ უზრუნველყოფს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესიო კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრის შესაბამის მონაცემს.

144. როგორც ზემოთ აღინიშნა, მიგვაჩნია, რომ წინა მეთოდი, რომელიც დაფუძნებული იყო სეზონური მრუდის გამოყენებული იურიდიული სესხების საშუალო საპროცენტო განაკვეთების მონაცემებზე, სავარაუდოდ, გადაჭარბებულად ასახავს საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების საპროცენტო ხარჯებს. სატელეკომუნიკაციო კომპანიები, სავარაუდოდ, უფრო მსხვილია, ვიდრე სეზონური მრუდის შერჩევაში შემავალი საშუალო კომპანია, და შეუძლიათ უფრო დაბალი განაკვეთების მიღება აქტივებით უზრუნველყოფილი სესხების მეშვეობით.

145. ასევე მიგვაჩნია, რომ ოპერატორების ფინანსური ანგარიშგებების ანალიზით შეფასებული სასესიო კაპიტალის ღირებულება პრობლემატურია, რადგან მონაცემები მოიცავს უცხოურ ვალუტაში გამოშვებულ სესხს, ხოლო ქართულ ლარში დენომინირებული სესხების შესახებ მონაცემები ფრაგმენტული და არასტაბილურია. შეფასებული 2.00%-იანი სპრედი, სავარაუდოდ, არასაკმარისად ასახავს ოპერატორების

⁵¹ ხელმისაწვდომი: <https://nbg.gov.ge/en/page/bb-corporate-curve>.

ფაქტობრივ სასესხო ღირებულებას ქართულ ლარში. ანალოგიურად, 3.00%-იანი სპრედი, რომელიც გამოითვლება შეფასებულ სპრედზე 1%-იანი სავალუტო რისკის პრემიის დამატებით ევროში დენომინირებული სესხის ქართულ ლარში დენომინირებულ სესხზე კონვერტაციისთვის, წარმოადგენს მხოლოდ ოპერატორების ფაქტობრივი სასესხო ღირებულების ზედა ზღვარს, რადგან მათი სესხის გარკვეული ნაწილი უკვე ქართულ ლარშია წარმოდგენილი.

146. შესაბამისად, ვასკვნით, რომ BEREC-ის მონაცემებზე დაფუძნებული სასესხო კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა საქართველოს ოპერატორებისთვის, სავარაუდოდ, ყველაზე სანდო შეფასებას უზრუნველყოფს. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ შპს სელფი მობაილს და სს სილქნეტს მინიჭებული აქვთ BB- და B+ რეიტინგები, შესაბამისად⁵². ეს რეიტინგები დაბალია ევროპული შესადარებელი კომპანიების უმეტესობის რეიტინგებთან შედარებით, რაც მიუთითებს საკრედიტო რისკის უფრო მაღალ დონეზე. ეს მკაფიოდ მეტყველებს იმაზე, რომ BEREC-ის საშუალო სესხის პრემიის (1.34%) გამოყენება არასაკმარისად ასახავდა საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების რეალურ სასესხო კაპიტალის ღირებულებას. საქართველოს ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულება, სავარაუდოდ, აღემატება 1.34%-იან საორიენტაციო შეფასებას და უფრო მეტად შეესაბამება ისეთი კომპანიების მიერ გადახდილ პრემიებს, როგორებიცაა Telecom Italia და DIGI Communications, რომელთა პრემიები შეადგენს 2.23%-სა და 3.05%-ს, შესაბამისად. აქედან გამომდინარე, სასესხო კაპიტალის ღირებულებას ვაფასებთ Telecom Italia-სა და DIGI Communications-ის BEREC-ის შერჩევაში ყველაზე დაბალრეიტინგიანი ოპერატორების, საშუალო სპრედის საფუძველზე, რომელიც უდრის 2.64%-ს. შედეგად მიღებული სასესხო სპრედი შეადგენს 2.64%-ს⁵³.

ცხრილი 16: სასესხო კაპიტალის ღირებულება სატელეკომუნიკაციო სერვისებისთვის საქართველოში

ცხრილი 16: საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორების სასესხო კაპიტალის ღირებულება

ურისკო	[1]	9.10%
განაკვეთი 10-წლიან სახელმწიფო ობლიგაციებზე		

⁵² იხ. Scope Ratings, „Scope-მა Cellfie Mobile LLC-ს მიანიჭა BB-/სტაბილური ემიტენტის რეიტინგი“, 2013 წლის 4 დეკემბერი (ხელმისაწვდომია: <https://scoperatings.com/ratings-and-research/rating/EN/175842>) და Fitch Ratings, „Fitch-მა დაადასტურა Silknet-ის 'B+' რეიტინგი; პერსპექტივა სტაბილურია“, 2025 წლის 28 იანვარი (ხელმისაწვდომია: <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-silknet-at-b-outlook-stable-28-01-2025>).

⁵³ აღსანიშნავია, რომ WACC-ის მომავალ განახლებებში საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ოპერატორებს შესაძლოა უკვე ჰქონდეთ თავისუფლად მოვაჭრე ობლიგაციები შესაბამისი სარგებლიანობით (yield). ასეთ შემთხვევაში, კომისიას შეეძლება აღნიშნული სარგებლიანობის მონაცემები გააერთიანოს BEREC-ის ანგარიშიდან მიღებულ შესაბამის სპრედებთან.

		BEREC	Brattle	BEREC	Brattle	სებ	სებ
		ევროპული სატელეკომ უნიკაციო ოპერატორ ების საშუალო	ფინანსურ ი ანგარიშგ ებების ანალიზი	BB რეიტინგის ევროპული სატელეკომუ ნიკაციო ოპერატორებ ის საშუალო	ფინანსურ ი ანგარიშგ ებების ანალიზი სავალუტ ო რისკის პრემიით	საქართვე ლოში იურიდი ულ პირებზე გაცემულ ი სესხების საშუალო	BB კორპორატ იული მრუდი
		[A]	[B]	[C]	[D]	[E]	[F]
სესხის პრემია	[2]	1.34%	2.00%	2.64%	3.00%	3.81%	4.44%
სასესხო კაპიტალის ღირებულება, გადასახადამდე შენიშვნები და წყაროები:	[3]	10.44%	11.10%	11.74%	12.10%	12.91%	13.54%
[1]: ცხრილი 3.							
[2]:							
[A],[C]: ცხრილი 15.							
[B]: ცხრილი 14.							
[E]: ცხრილი 13.							
[F]: ცხრილი A1.							

147. აღსანიშნავია, რომ 2.64%-იანი სესხის სპრედი აღემატება კომპანიების ფინანსური ანგარიშგებებიდან მიღებულ 2.00%-ს, თუმცა დაბალია იმ 3.00%-ზე, რომელსაც მივიღებთ დაინტერესებული მხარის ანალიზში შემოთავაზებული სავალუტო რისკის კორექტირების გამოყენების შემთხვევაში. ეს გონივრულია, რადგან სპრედის შესაბამისი დონე სწორედ ამ ორ მნიშვნელობას შორის უნდა იყოს.

148. 2.64%-იანი სპრედის ურისკო განაკვეთზე დამატებით მიიღება სასესხო კაპიტალის ღირებულება 11.74% გადასახადამდე ბაზისით, ანუ 9.98% გადასახადის შემდგომ ბაზისით.

149. აღსანიშნავია, რომ ჩვენ მიერ გამოთვლილი სასესხო კაპიტალის ღირებულება აღემატება დაინტერესებული მხარის ანალიზით შეფასებულ 10.84%-იან სასესხო კაპიტალის ღირებულებას. ეს ასეა იმ შემთხვევაშიც კი, თუ გავითვალისწინებთ შემოთავაზებულ ვადიანობის კორექტირებას, რომელთან დაკავშირებითაც ჩვენ განსხვავებული პოზიცია გვაქვს⁵⁴. ანალიზში შპს სელფი მობაილ-ის სასესხო კაპიტალის

⁵⁴ როგორც ჩვენთვის ცნობილია, ანალიზში სასესხო კაპიტალის ღირებულება გამოთვლილია ერთწლიანი ვადიანობის სესხების საფუძველზე. ანალიზის მიხედვით, სასესხო კაპიტალის ღირებულებას უნდა დამატოს 2.08%-იანი ვადიანობის პრემია 20-წლიანი ვადიანობის სესხის დამატებითი რისკის ასახვად. თუმცა, თუ საქართველოს ოპერატორები მოკლევადიან სესხებს იყენებენ, არ არსებობს საფუძველი ვადიანობის პრემიის დამატებისა იმ გრძელვადიანი სესხის ხარჯების დასაფარად, რომელიც მათ არ გააჩნიათ. ასევე აღსანიშნავია, რომ ვადიანობის პრემია გადაჭარბებულად მაღალი ჩანს. მაგალითად, გრაფიკ 2-ში წარმოდგენილი მონაცემების თანახმად, საქართველოს ერთწლიანი და ხუთწლიანი სასესხო კაპიტალის ინსტრუმენტების სარგებლიანობას შორის სხვაობა მხოლოდ 19 საბაზისო პუნქტს შეადგენს.

ღირებულება შეფასებულია 13.42%-ით. თუმცა, ვადიანობის კორექტირება სასესხო კაპიტალის ღირებულების 2.08%-ს შეადგენს. აღნიშნული პრემიის გამოკლების შემთხვევაში შპს სელფი მობაილ-ის სასესხო კაპიტალის ღირებულება შეადგენს 11.34%-ს, რაც ოდნავ დაბალია ჩვენ მიერ შეფასებულ სასესხო კაპიტალის ღირებულებაზე.

VIII. NGA პრემიის საჭიროება საქართველოს ელექტრონული კომუნიკაციების სექტორში

150. 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 განხილული იქნება მარეგულირებელი პრაქტიკა და ფიქსირებულ ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელში ინვესტიციების პრემიასთან დაკავშირებული მაგალითები (ნაწილი VIII.A), ხოლო შემდეგ წარმოდგენილ იქნება რეკომენდაციები საქართველოში WACC-ში NGA ქსელებში ინვესტიციების (ნაწილი VIII.B) პრემიის რელევანტურობის შესახებ.

VIII.A ოპტიკურ-ბოჭკოვან პრემიასთან დაკავშირებული მარეგულირებელი პრაქტიკისა და მაგალითების მიმოხილვა

151. 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 რეგულირებას⁵⁵. 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.

152. 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

⁵⁵ ევროკომისიის რეკომენდაციები, „კომისიის 2010 წლის 20 სექტემბრის რეკომენდაცია ახალი თაობის დაშვების ქსელებზე (NGA) რეგულირებული დაშვების შესახებ“, 2010/572/EU, 2010 წლის სექტემბერი.

სპილენძის ქსელისთვის გათვალისწინებულ WACC⁵⁶-ზე. რეკომენდაცია ეროვნულ მარეგულირებელ ორგანოებს ურჩევდა გათვალისწინებინათ გაურკვევლობის ფაქტორები, რომლებიც დაკავშირებულია მოთხოვნის განუსაზღვრელობასთან, ქსელის განვითარებასთან დაკავშირებულ ხარჯებთან, ტექნოლოგიურ პროგრესთან და ბაზრის დინამიკასთან⁵⁷.

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 გაანალიზონ და დროთა განმავლობაში შეცვალონ რისკის პრემია.

153. სპილენძის ქსელების WACC-თან შედარებით ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ინვესტიციებისთვის NGA პრემიის ჩართვის რაციონალი გაანალიზებულია ევროკომისიის დაკვეთით მომზადებულ Brattle-ის 2016 წლის კვლევაში, WACC-ის გაანგარიშების მეთოდოლოგიების⁵⁸ 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-ბოჭკოვან ქსელებთან დაკავშირებული საქმიანობა, ქსელის განვითარებისთვის, მოითხოვს მნიშვნელოვან ინვესტიციებს. დიდი ინვესტიციების განხორციელების აუცილებლობამ შეიძლება გაზარდოს ბეტა კოეფიციენტი, რადგან ის იწვევს ფულადი ნაკადების საჭიროებას და ზრდის უკუგების მერყეობას.

ბ. მოთხოვნის განუსაზღვრელობა: ოპტიკურ-ბოჭკოვან სერვისებზე მოთხოვნა შეიძლება იყოს უფრო მეტად დამოკიდებული 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.

154. ოპტიკურ-ბოჭკოვან 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

⁵⁶ *Ibid.*, არტიკლი. 25

⁵⁷ *Ibid.*, დანართი I.

⁵⁸ Brattle-ის 2016 წლის ანგარიში.

მნიშვნელოვანი საბაზრო ძალაუფლების მქონე (SMP) ოპერატორი ფაქტობრივად კარგავს ინვესტიციის გადავადების შესაძლებლობის ეკონომიკურ ღირებულებას, რის გამოც აღნიშნული რისკი სათანადო ანაზღაურებით უნდა იქნეს კომპენსირებული.

155. 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 კომპენსირებულიყო. 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, მარეგულირებლებმა საერთოდ გააუქმეს NGA ქსელზე დაშვების რეგულირება, რადგან დაადგინეს, რომ წინასწარი რეგულირების (ex-ante) საფუძველი აღარ არსებობდა.

156. მაგალითად, 2013 წელს ესპანეთის კონკურენციის ეროვნულმა სააგენტომ (CNMC) WACC-ს განსაზღვრისას გაითვალისწინა 4.81%-იანი რისკის პრემია 30 მბ/წმ-ზე მეტი სიჩქარის ფართოზოლოვანი ქსელებით მომსახურებისთვის. CNMC-მ აღნიშნული პრემია ფინანსური მოდელის საფუძველზე განსაზღვრა, რომელიც ტოლი იყო ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ინფრასტრუქტურის ინვესტიციის შიდა მოგებიანობის ნორმასა (IRR) და სპილენძზე დაფუძნებული ინფრასტრუქტურის ინვესტიციის IRR-ს შორის სხვაობისა.⁵⁹ შემდგომში, 2016 წლიდან, ესპანეთის კონკურენციის ეროვნულმა სააგენტომ გააუქმა ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებზე დაშვების წინასწარი რეგულირება, რითაც მნიშვნელოვანი ძალაუფლების მქონე ოპერატორის ფასების კონტროლი შემოიფარგლა ეკონომიკური რეპლიკაციის ტესტით⁶⁰.

157. 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

⁵⁹ CNMC, რეზოლუცია ახალი თაობის წვდომის ქსელების საბითუმო მომსახურებისთვის ნომინალური უკუგების განაკვეთში რისკის პრემიის გამოთვლის პროცედურის შესახებ (MTZ 2012/2155).

⁶⁰ 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 ორგანოების რეკომენდაციას. (ANME/DTSA/2154/14/MERCADOS 3a 3b 4).

კოეფიციენტი (0.83), ვიდრე სპილენძის ქსელში ინვესტიციებს (0.50)⁶¹. კერძოდ, მოქმედი ოპერატორის British Telecom-ის(BT) ოპტიკურ ბოჭკოვან ქსელზე დაშვების მომსახურებაზე WACC-ის გაანგარიშებისას, Ofcom-მა BT-ის ბეტა დაშალა 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 ქსელის სისტემატური რისკი მსგავსი იყო სხვა მობილური და ფართოზოლოვანი სატელეკომუნიკაციო სერვისების სისტემატური რისკისა, როგორც საცალო, ასევე საბითუმო მომსახურებებისთვის⁶². ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ინვესტიციებზე პრემია ეტაპობრივად შემცირდა 0.9%-მდე 2018 წელს და 0.8%-მდე 2021 წელს⁶³.

158. 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 შემცირება გამართლებული იყო მოთხოვნის გაურკვევლობის შემცირებით, ახალი ქსელის გაზრდილი პენეტრაციისა და მოხმარების გამო, აგრეთვე საინვესტიციო ხარჯების შემცირებით.⁶⁴

159. 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-

⁶¹ Ofcom, ფართოზოლოვანი ინტერნეტის საბითუმო წვდომის ბაზრების მიმოხილვა, 2014 წლის ივნისი, დანართი 7.

⁶² Ofcom, ადგილობრივი წვდომის საბითუმო ბაზრის მიმოხილვა: დადგენილება, 2018 წლის მარტი, დანართი 20.

⁶³ 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.

⁶⁴ იხილეთ დენ ჰარისის, ლუკრეციო ფიგურელის, მასიმილიანო კოლოჯის ნაშრომი „WACC KPN-ისა და VodafoneZiggo-სთვის“, 2020 წლის თებერვალი, სექცია IX.B.

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.

160. 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 ნაცვლად⁶⁵. ეს მაჩვენებელი იგივე აღმოჩნდა ბაზრის შემდგომი ანალიზის დროსაც და უცვლელი დარჩა 2021 წლამდე⁶⁶. 2022 წელს კი ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემია შემცირდა 1.92%-მდე და 2023 წელს 1.36%-მდე⁶⁷. 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 პრემია⁶⁸. მიმდინარე საბაზრო კონსულტაციების დროს, AGCOM განიხილავს სატარიფო კონტროლის ვალდებულების საერთოდ გაუქმებას.⁶⁹

161. ქვემოთ მოცემული გრაფიკი 6 ასახავს ევროკავშირისა 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 WACC-ში, 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

⁶⁵ იხ. AGCOM, Delibera n. 623/15/CONS, Allegato E.

⁶⁶ იხ. AGCOM, Delibera n. 348/19/CONS, Annesso 6 del Documento V.

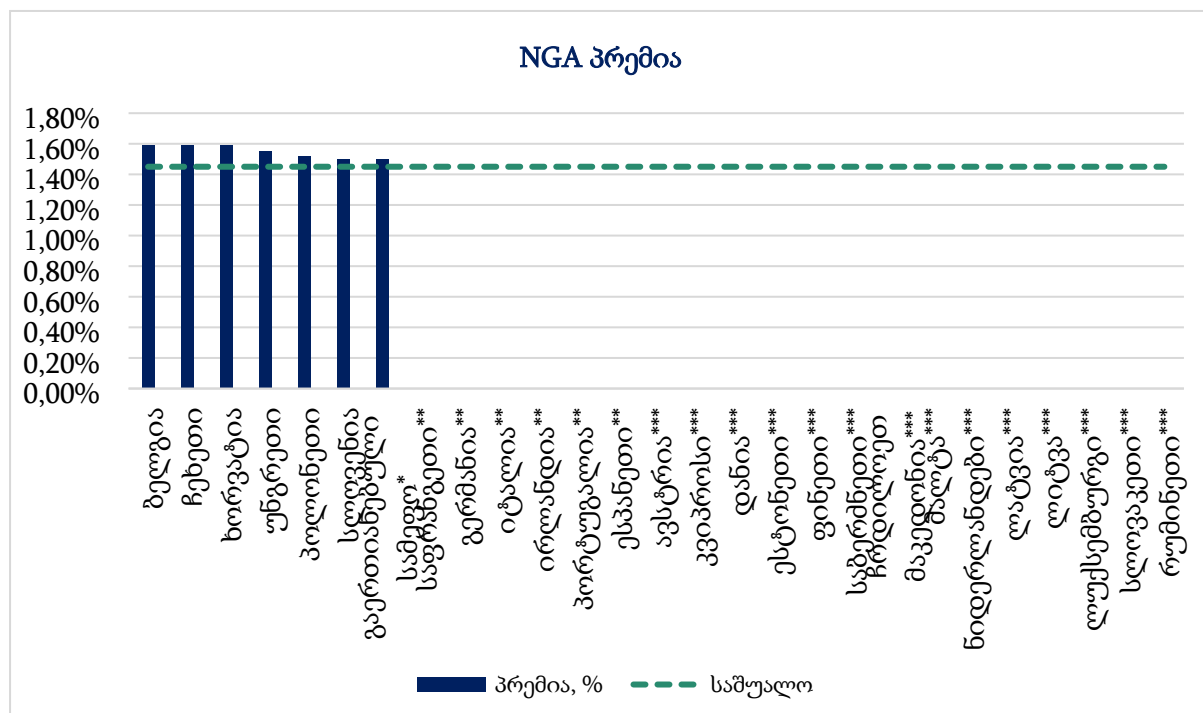
⁶⁷ BEREC, „BEREC-ის ანგარიში მარეგულირებელი აღრიცხვა პრაქტიკაში 2023“, 2023 წლის დეკემბერი, თავი 5 - WACC, დიაგრამა 57 და BEREC, „BEREC-ის ანგარიში მარეგულირებელი აღრიცხვა პრაქტიკაში 2024“, 2024 წლის დეკემბერი, თავი 5 - WACC, დიაგრამა 58.

⁶⁸ იხ. AGCOM, Delibera n. 114/24/CONS, Annesso 1 del Documento VI, ¶138.

⁶⁹ იხ. AGCOM, Delibera n. 205/25/CONS.

ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის რისკის პრემიას აფასებენ ან ფინანსური მოდელის გამოყენებით (საფრანგეთი, იტალია და ესპანეთი), ან აქტივების ბეტას დიფერენციალის 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



შენიშვნები:

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

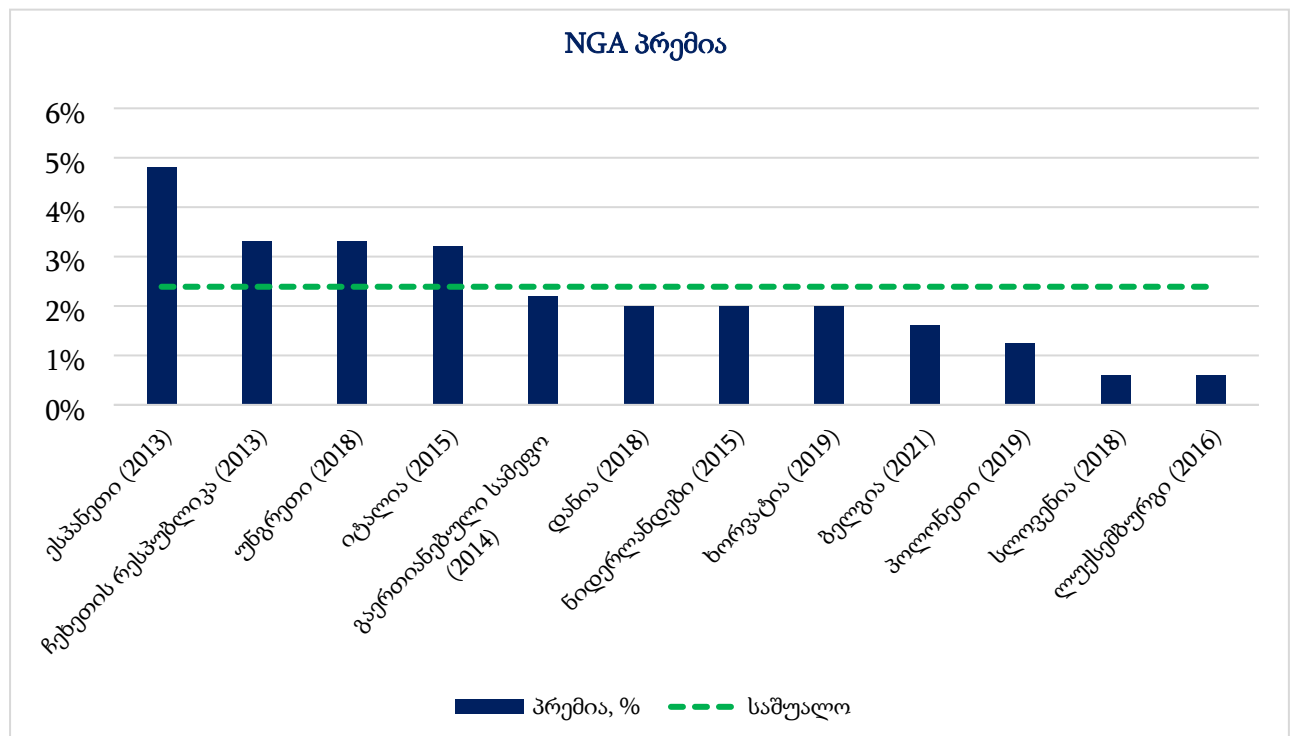
** ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემია უდრის 0-ს

*** ინფორმაცია არ არის ხელმისაწვდომი

162. 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 რისკის პრემიის ეს საწყისი მაჩვენებლები მერყეობდა 0.61%-დან სლოვენიასა და ლუქსემბურგში და 4.81%-მდე ესპანეთში, საშუალოდ კი 2.39%-ს შეადგენდა⁷⁰.

⁷⁰ 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

გრაფიკი 7: ევროპელი მარეგულირებლების მიერ თავდაპირველად გამოყენებული პრემია



163. 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)⁷¹ და დიდი ბრიტანეთის მარეგულირებელი ორგანოსთვის (Ofcom) მომზადებულ ანგარიშებში⁷², 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 წარმოადგენენ მემკვიდრეობით მიღებული სპილენძის ქსელის მფლობელებს იმ ქვეყნებიდან სულ მცირე ერთ-ერთში მაინც, სადაც ისინი ოპერირებენ) და იმ ფიქსირებული სატელეკომუნიკაციო და საკაბელო ქსელის „ალტერნატიული“ ოპერატორების,

დერეგულირებულ იქნა და ჩვენთვის ცნობილი არ არის არცერთი შემთხვევა, როდესაც ARCEP-მა ფაქტობრივად გამოიყენა აღნიშნული პრემია

⁷¹ 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).

⁷² 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>).

აქტივების ბეტა კოეფიციენტებს შორის სხვაობაზე დაკვირვებით, რომლებიც კონკურენციას უწევენ ე.წ. „ისტორიულ“ ოპერატორებს. ეს ანალიზი Brattle-ის მიერ ცოტა ხნის წინ კიდევ ერთხელ იქნა გამოყენებული ნიდერლანდებში გათბობის ქსელების WACC-ის გაანგარიშებისას⁷³ და კომისიისთვის წინამდებარე ანალიზის მომზადებისას.

164. ქვემოთ მოცემულ ცხრილ 17-ში წარმოდგენილია ე.წ. „ისტორიული“ ოპერატორებისა და „ალტერნატიული“ ოპერატორების ბეტა კოეფიციენტებს შორის შედარების შედეგები დროის ოთხ სხვადასხვა მომენტში, რაც შეესაბამება ნიდერლანდების მარეგულირებელი ორგანოს (ACM) და დიდი ბრიტანეთის მარეგულირებელი ორგანოს (Ofcom) ზემოთ აღნიშნულ ანგარიშებში და კომისიისთვის მომზადებულ 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 მეთოდოლოგია. საერთო ჯამში, „ისტორიული“ და „ალტერნატიული“ ოპერატორებს შორის ბეტა კოეფიციენტის სხვაობა დროთა განმავლობაში მცირდება - 2019-2020 წლებში 0.10-ზე მეტიდან 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 17: აქტივების მედიანური ბეტა ისტორიული და ალტერნატიული ოპერატორებისთვის

ცხრილი 17: აქტივების მედიანური ბეტა ისტორიული (incumbent) და ალტერნატიული ოპერატორებისთვის					
ანგარიში	თარიღი	ბეტა [A]	ალტერნატიული ოპერატორები [B]	ისტორიული ოპერატორები [C]	სხვაობა [D]
ACM	1 ნოემბერი 2019	3წ დღიური	0.57	0.44	0.13
Ofcom	2 ოქტომბერი 2020	5წ დღიური	0.6	0.49	0.11
ACM-ენერგეტიკის კომპანიები	3 თებერვალი 2025	3წ დღიური	0.33	0.32	0.01
ComCom	4 სექტემბერი 2025	5წ კვირეული	0.44	0.37	0.07

⁷³ Dan Harris, Lucrezio Figurelli, Andrzej Zacharjasz, „ნიდერლანდების გათბობის კომპანიებისთვის ბეტა და ERP“, 2025 წლის მაისი (ხელმისაწვდომია: <https://www.acm.nl/system/files/documents/tbg-beta-and-erp-for-the-heating-companies-in-the-netherlands.pdf>).

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.

[3]: Dan Harris, Lucrezio Figurelli, Andrzej Zacharjusz, „ბეტა და ERP ნიდერლანდების ენერგეტიკის კომპანიებისთვის“, 2025 წლის მაისი, ¶68 და ცხრილი 6.

[4]: ცხრილი B2.

165. 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 განვითარებისთვის⁷⁴. 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, პროექტისთვის სპეციფიკურ რისკის პრემიას, რომელიც ეროვნულმა მარეგულირებელმა ორგანოებმა შესაძლოა გამოიყენონ საბაზისო WACC-ს ზევით, როდესაც ახალი VHCN-ების დანერგვა დამატებით და რაოდენობრივად შეფასებად რისკებს წარმოშობს⁷⁵. ამრიგად, ევროკომისიის 2010 წლის სარეკომენდაციო დოკუმენტის შესაბამისად, მოქმედი ჩარჩო ადასტურებს, რომ ამგვარი რისკის პრემია კვლავაც მიზანშეწონილია კონკრეტული ოპტიკურ-ბოჭკოვანი საინვესტიციო პროექტებისთვის და ისინი გამჭვირვალედ უნდა ასახავდეს დამატებით რისკს.

⁷⁴ EC შეტყობინება WACC-ს თაობაზე, ¶6, შენიშვნა 9.

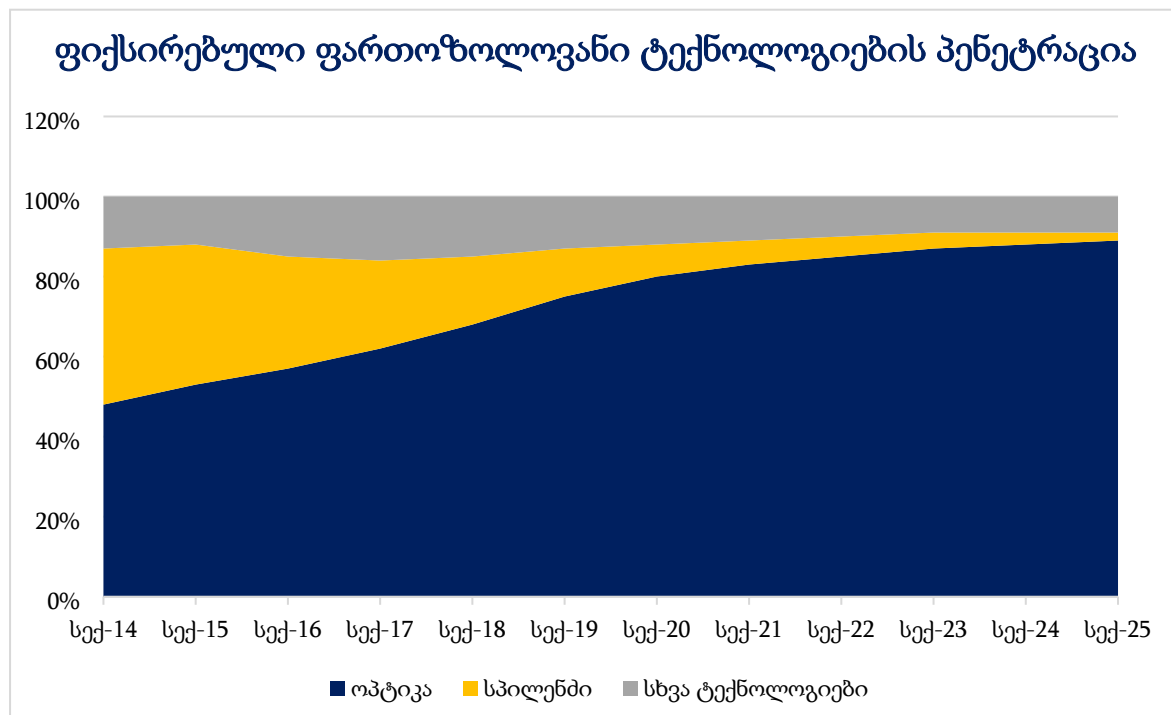
⁷⁵ BEREC-ის 2025 წლის ანგარიში, §1.2, გვ. 9-10. იხილეთ აგრეთვე ევროკომისია, „კომისიის რეკომენდაცია (EU) 2024/539, 2024 წლის 6 თებერვალი, გიგაბიტის კავშირის მარეგულირებელი ხელშეწყობის შესახებ“, ¶¶64-65.

VIII.B რეკომენდაცია საქართველოში ახალი თაობის ქსელებში ინვესტიციებისთვის WACC პრემიის განსაზღვრის რელევანტურობის შესახებ

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

167. ქვემოთ მოცემულ გრაფიკ 8-ზე წარმოდგენილია 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, ერთნიშნა მაჩვენებლამდე შემცირდა.

გრაფიკი 8: ფიქსირებული ფართოზოლოვანი ტექნოლოგიების პენეტრაცია საქართველოს ფიქსირებული ინტერნეტ მომსახურების ბაზარზე



168. 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. აქტივებში ინვესტიციები განხორციელებულია და მოთხოვნის განუსაზღვრელობა დადებითად შეფასდა.

169. თუმცა, დღეის მდგომარეობით, საქართველოში ოპტიკურ-ბოჭკოვანი კავშირის მნიშვნელოვანი ნაწილისთვის კვლავ FTTB (*fiber-to-the-building*) ტექნოლოგიაა გამოყენებული და აბონენტების 90%-ზე მეტს აქვს 70 მბ/წმ ან უფრო დაბალი სიჩქარის ინტერნეტ კავშირი⁷⁶. აღსანიშნავია, რომ საქართველოს ეროვნული ფართოზოლოვანი გეგმის შესაბამისად ქვეყნის მასშტაბით ინტერნეტ კავშირის სიჩქარის გასაუმჯობესებლად მნიშვნელოვანი ინვესტიციები იქნება საჭირო, მათ შორის, არსებული FTTB ტექნოლოგიის კავშირის FTTH (*fiber-to-the home*) ტექნოლოგიაზე შესაცვლელად და და ასევე, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელების განსავითარებლად იმ დასახლებებში, სადაც ამჟამად ამგვარი ტექნოლოგია არ არის ხელმისაწვდომი. ასევე აღსანიშნავია, რომ მობილურ ბაზარზე, 2023–2025 წლების პერიოდში სამივე ოპერატორმა შეიძინა 5G ტექნოლოგიის ლიცენზია. თუმცა, მხოლოდ ერთ ოპერატორს აქვს უზრუნველყოფილი 5G ტექნოლოგიის ქსელი მთელი ქვეყნის მასშტაბით, ხოლო დანარჩენ ორს ჯერ კიდევ სჭირდება მნიშვნელოვანი ინვესტიციების განხორციელება დაფარვის არეალის გაფართოებისა და კავშირის გასაუმჯობესებლად.

170. 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.

171. ყოველივე აღნიშნულის გათვალისწინებით და ამასთან, ევროპაში მარეგულირებელი ჩარჩოს ბოლოდროინდელი განვითარების შესაბამისად, მიზანშეწონილია კომისიამ გამოიყენოს ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემია:

ა. ქსელის განახლებაში განხორციელებული ინვესტიციებისთვის - ეს მოიცავს FTTB ტექნოლოგიის FTTH ტექნოლოგიად შეცვლის მიზნით განხორციელებულ ინვესტიციებს და არსებულ ძირითადი ქსელისა და მოწყობილობებთან დაკავშირებულ ნებისმიერ განახლებას. ეს ასევე შეიძლება მოიცავდეს ქსელის დიდ, მასშტაბურ განახლებებს, რომლებიც მიზნად ისახავს ქსელის საერთო

⁷⁶ კომისიის მიერ მოწოდებულ მონაცემებზე დაყრდნობით.

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 - დასახლებებში, სადაც ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელი არ არის ხელმისაწვდომი ან/და სადაც ამჟამად სხვა ტექნოლოგიები გამოიყენება.

გ. ინვესტიციები 5G ქსელსა და მომავალი თაობის მობილურ ტექნოლოგიებში. ზემოთ მოცემული ა-გ პუნქტებით გათვალისწინებული ინვესტიციებისთვის კომისიამ უნდა გამოიყენოს NGA პრემია ტარიფების გაანგარიშებისას ნებისმიერ შესაბამის საბითუმო ბაზარზე, რომელიც განისაზღვრება, გაანალიზდება და დარეგულირდება კომისიის მიერ WACC-ს მოქმედების პერიოდში.

172. ზემოთ მოცემული ა-გ პუნქტებით გათვალისწინებული ინვესტიციებისთვის კომისიამ უნდა გამოიყენოს NGA პრემია ტარიფების გაანგარიშებისას ნებისმიერ შესაბამის საბითუმო ბაზარზე, რომელიც განისაზღვრება, გაანალიზდება და რეგულირდება კომისიის მიერ WACC-ს მოქმედების პერიოდში.⁷⁷

173. ამასთან, მიზანშეწონილია კომისიამ შესაბამისი პრემიის ზომის სახით გაითვალისწინოს ევროპელი მარეგულირებლების მიერ შერჩეული ოპტიკურ-ბოჭკოვანი პრემიების მნიშვნელობების დიაპაზონი.

ა. თავდაპირველად, ოპტიკურ-ბოჭკოვანი ქსელის პრემიის შემოდებისას 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,

⁷⁷ ყოველგვარი ბუნდოვანების თავიდან ასაცილებლად, ეს ბაზრები მოიცავს: (1) საკომუნიკაციო-საკანალიზაციო არხებზე საბითუმო დაშვების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - 620/9 06.11.2014 ყველა ცვლილებით), (2) ინტერნეტ რესურსებზე საბითუმო დაშვების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - 57-9 01.29.2015 ყველა ცვლილებით), (3) გამოყოფილ არხებზე საბითუმო დაშვების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება - N671/9 06.12.2018 ყველა ცვლილებით), (4) ფიქსირებულ ლოკაციაზე ადგილობრივი და ცენტრალური საბითუმო დაშვების მომსახურების ბაზარი (კომისიის ძირითადი გადაწყვეტილება 9/361, 08/08/2024 ყველა ცვლილებით), (5) 5G მობილური ქსელზე საბითუმო დაშვების მომსახურების ბაზარი და ნებისმიერი სხვა შესაბამისი საბითუმო ბაზარი, რომელიც შეიძლება განისაზღვროს, გაანალიზდეს და რეგულირდებოდეს კომისიის მიერ WACC-ს მოქმედების პერიოდში.

შესაძლოა, ეს მონაცემი სათანადოდ არ ანაზღაურებდეს ოპტიკურ-ბოჭკოვან ქსელებში ახალი ინვესტიციების დამატებით რისკს.

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

175. ამასთან, ალტერნატივის სახით კომისიის მიერ შესაძლოა განხილული ყოფილიყო პრემიის შეფასება 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 ინვესტირების მაღალ 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 მიიჩნევა, რომ არ არსებობს კომისიის მიერ ფინანსური მოდელის შემუშავების რაიმე არსებითი უპირატესობა პრემიის შედარებით ანალიზზე (Benchmark-ზე) დაყრდნობით განსაზღვრასთან შედარებით.

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

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

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

178. 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.

179. 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 „წმინდა მოთამაშე“ ფიქსირებული და მობილური ოპერატორები, რომელთა საფუძველზეც შესაძლებელი გახდებოდა ფიქსირებული და მობილური მომსახურების ბეტას შეფასება.

180. მესამე, Brattle პრაქტიკაში უცნობია, რომელიმე მარეგულირებელი, რომელიც 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 ამ მომსახურებისთვის არ არსებობს ფასისმიერი რეგულაცია.

181. ზემოაღნიშნული მოსაზრებების საფუძველზე, რეკომენდებულია კომისიამ გამოიყენოს საერთო WACC რეგულირებადი ფიქსირებული და მობილური მომსახურებისთვის.

X. WACC

182. წინამდებარე გამოთვლებისა და განხილვების საფუძველზე, ცხრილ 18-ში დეტალურად წარმოდგენილია საქართველოში ელექტრონული კომუნიკაციების რეგულირებული საქმიანობებისთვის ნომინალური, დაბეგვრამდე WACC-ის გამოთვლა.

ცხრილი 18: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება რეგულირებული სერვისებისთვის საქართველოში

ცხრილი 18: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება რეგულირებული სერვისებისთვის საქართველოში			
10 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[1]	ცხრილი 3	9.1%
20წ-10წ სახელმწიფო ობლიგაციების განაკვეთებს შორის სხვაობა	[2]	ცხრილი 3	0.6%
20 წ. სახელმწიფო ობლიგაციების ურისკო განაკვეთი	[3]	[1]+[2]	9.7%
საკუთარი კაპიტალის რისკის პრემია (ERP)	[4]	ცხრილი 5	5.9%
სესხის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან (Gearing (D/E))	[5]	ცხრილი 10	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 10	0.40
სესხის ბეტა	[9]	ცხრილი 10	0.10
საკუთარი კაპიტალის ბეტა	[10]	$[8]+[5] \times (1-[7]) \times ([8]-[9])$	0.58
საკუთარი კაპიტალის ღირებულება	[11]	$[3]+[10] \times [4]$	13.1%
სესხის ღირებულება, დაბეგვრამდე	[12]	ცხრილი 16	11.7%
სესხის ღირებულება, დაბეგვრის შემდგომ	[13]	$[12] \times (1-[7])$	10.0%
WACC, დაბეგვრის შემდგომ	[14]	$[13] \times [6] + [11] \times (1-[6])$	11.9%
WACC, დაბეგვრამდე	[15]	$[14]/(1-[7])$	13.9%
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			