

**საჯარო კონსულტაციების ფარგლებში ოპერატორების მიერ დასმულ
შეკითხვებზე Ernst & Young-ის პასუხები**

From: Zviad Memarnishvili

To: 'David Selepanishvili'; 'Archil Gomiashvili'; 'David Dzidziguri'; 'Natroshvili Giorgi';
'Ghubianuri Tamar'; Zviad Memarnishvili; 'Giorgadze Levan'; IEsartia@beeline.ge;
VDangadze@beeline.ge; Elmedadze@beeline.ge; IKhvtasi@beeline.ge; 'Nino Turkia'; 'Baia
Pshavlishvili'; 'Mari'; nino@cgc.ge; office@ak.ge Temo Kighuradze; 'Vakhtang Abashidze'

დასმული შეკითხვები:

- 1) წასესხები კაპიტალის ღირებულება;
- 2) ურისკო განაკვეთის ინდიკატორი, საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციები VS ამერიკის სახელმწიფო ობლიგაციები;
- 3) ზომაზე კორექტირების გამოყენება შეწონილი კაპიტალის დათვლისას;
- 4) ზემოაღნიშნული ცვლილებების ანალიზი, შეწონილი კაპიტალისა და ტარიფის გაანგარიშების ჭრილში.

შესავალი:

პირველ რიგში გვინდა ისევ და ისევ ხაზი გავუსვათ რომ შეწონილი კაპიტალის დათვლა ემყარება რიგ დაშვებებს და ასევე ისტორიულ სტატისტიკურ ინფორმაციას, რაც თავის თავში გულისხმობს, რომ მოცემული სიდიდე არასდროს იქნება აბსოლუტური და იგი მიახლოებით ხასიათს ატარებს, მითუმეტეს რომ ჩვენს შემთხვევაში აღებულია თეორიული ოპერატორი. აქვე აღვნიშნავთ რომ ამ გაანგარიშების მიზანი როგორც ეს შესაბამის დოკუმენტაციაში არის მითითებული არის BU-LRIC მოდელში გამოყენება და მისი სხვა მიზნისათვის გამოყენებისათვის საჭიროა მისი გადახედვა კონკრეტული მიზნის ჭრილში.

ასევე გვინდა განვმარტოთ რომ გაანგარიშება და მოდელი აღებულია კომისიის მიერ მოთხოვნილი აპრობირებული რეგულაციებისა და მეთოდოლოგიის გათვალისწინებით „European Regulators Group. „Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation (February 2007)“.

1) წასესხები კაპიტალის ღირებულება:

შეხვედრაზე განხილულ იქნა რომ შეწონილი კაპიტალის გაანგარიშებაში გამოყენებულია წლის შეწონილი საშუალო 12.6%. ოპერატორებმა აღნიშნეს რომ სტატისტიკა ხასიათდება ზრდის ტენდენციით და განხილულ უნდა იქნეს უფრო მოკლევადიანი საშუალოს გაანგარიშების შესაძლებლობა.

მიგვაჩნია რომ შეკითხვა საკმაოდ ლეგიტიმურია თუმცაღა აქ გასათვალისწინებელია კონკრეტული ინდუსტრიის მახასიათებელი ფაქტორები და ასევე მეთოდოლოგიური რეკომენდაციები.

მთავარი ფაქტორი არის ის რომ ინდუსტრია არ ხასიათდება სასესხო კაპიტალის მაღალი წილით, და შესაბამისად საბაზრო მონაცემებში მისი წილი ძალიან მცირეა. ამგვარად სესხის განაკვეთთან დაკავშირებით როგორც შეხვედრაზე ვახსენეთ, ჩავატარეთ ეგრეთწოდებული „აკადემიური მიზნებისთვის“ კვლევა კომერციულ ბანკებთან. სარეკომენდაციო საპროცენტო განაკვეთი კვლევის პერიოდში დაფიქსირდა საბაზრო საშუალოსთან მიახლოებული მონაცემი.

ასევე მიგვაჩნია რომ მოცემულ ნიშნულზე ზემოთ არცერთი ოპერატორი არ აიღებს სესხს ლარში (დიდი ოდენობით) ქართული კომერციული ბანკიდან და სხვა თანაბარ პირობებში აუცილებლად მიმართავს საერთაშორისო საკრედიტო თუ საფინანსო ორგანიზაციას, ან თუმცა აიღებს უცხოურ ვალუტაში სესხს ქართული კომერციული ბანკიდან. სესხის უცხოურ ვალუტაში დაფიქსირების შემთხვევაში გამოსაყენებელი იქნება ფიშერის ფორმულა, რომელიც დღევანდელი გრძელვადიანი ინფლაციების გათვალისწინებით 20%- ინ ნაზრდს გვაძლევს საპროცენტო განაკვეთზე. უცხოურ ვალუტაში საშუალო საკრედიტო განაკვეთი 2015 წლის იანვრიდან 2016 წლის იანვრამდე 10.5%-ია (ლარში გადაყვანილი კი ფიშერის ფორმულის გათვალისწინებით 12.65%) და ხასიათდება კლების ტენდენციით, რაც გულისხმობს რომ ტენდენციის გათვალისწინების შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთი კიდევ შესაძლოა შემცირდეს. ასევე ჩვენ მიგვაჩნია რომ ერთი წლის საშუალო მონაცემი ფარავს საკმაოდ მოკლე ვადას და შესაბამისად წლის განმავლობაში ტენდენციის გამოყოფა არ არის მიზანშეწონილი.

სწორედ ამიტომ თეორიული ოპერატორის შეწონილი კაპიტალის განხილვისას მიგვაჩნია მიზანშეწონილად შეწონილი კაპიტალისა კონკრეტული დროის ერთ წერტილში დათვლა ბოლო ერთი წლის სტატისტიკის გათვალისწინებით, ვინაიდან ის ითვალისწინებს ორი დისპროპორციული ფაქტორის შეწონვას. გთხოვთ იხილოთ შესაბამისი ვარიაციების ანალიზი წერილის ბოლოს მოცემულ ცხრილში.

2) საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციები VS ამერიკის სახელმწიფო ობლიგაციები;

საქართველოს სახელმწიფო 10 წლიანი ობლიგაციები სულ გამოცემულია 10 ჯერ, საერთო ღირებულებით 115 მილონი, რაც სტატისტიკისთვის საკმაოდ დაბალი მაჩვენებელია. ასევე მიგვაჩნია რომ ყველა მსგავსი გამოშვება ექვემდებარებოდა კონკრეტულ მიზნებს და ვინაიდან ამ ობლიგაციებით ვაჭრობა პირველადი გასხვისების შემდგომ თითქმის არ ფიქსირდება, ამ ტიპის ობლიგაციებს ლიკვიდურ აქტივად ანალიზისთვის ვერ

განვიხილავთ. ასევე ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორია ის რომ არ არსებობს ურთიერთდამოკიდებულების სტატისტიკა ქვეყნის სახელმწიფო ობლიგაციების და ბაზარზე არსებული კორპორატიული ობლიგაციების საშუალო მოგების ნორმის სხვაობა (Market risk premium), რაც დამახასიათებელია კაპიტალის ბაზრის დაბალი განვითარების მქონე ქვეყნებისათვის. ამერიკის ურისკო განაკვეთთან მიმართებაში კაპიტალის ბაზრის სტატისტიკა კი გროვდება 1928 წლიდან 80 წლის განმავლობაში. ამგვარი სრული სტატისტიკური ისტორიული მონაცემები არ გააჩნია სხვა არც ერთ ეკონომიკურ ზონას.

თუ მაინც ავიღებდით სახაზინო ობლიგაციების განაკვეთს, მაშინ საბაზრო პრემიუმის დათვლა მაინც მოგვიწევდა სხვა ეკონომიკური სივრციდან რაც ორი სხვადასხვა ეკონომიკის ერთმანეთში არეკას გამოიწვევდა ამ მაჩვენებელში.

3) კაპიტალიზაციის ზომის კორექტირების გამოყენება შეწონილი კაპიტალის დათვლისას;

კაპიტალიზაციის ზომასთან დაკავშირებით, ბატონ დავით სელეპანიშვილის მიერ გამოგზავნილ იქნა დოკუმენტი, რომელსაც თან ვურთავთ ამ წერილს.

როგორც ავღნიშნეთ WACC-ის გაანგარიშება ბევრ დაშვებას ემყარება, და ამ შემთხვევაშიც მარეგულირებელს გამოყენებული აქვს დაშვება, თუმცაღა გაუგებარია რა ლოგიკით ახდენს პრემიის დათვლას როდესაც უბრალოდ ყოფს 2 ზე (50%), (იხ. გვერდი 19). თავისუფალ სივრცეში არსებული მეთოდოლოგიური ნარკვევებისა და პროფესორ დომადორანის ნაშრომებიდან, ნათლად ჩანს შემდეგი, რომ ზომის პრემიუმის გამოყენება ძირითადად ხდება კონკრეტული საინვესტიციო პროექტისათვის, როგორც ინვესტორის დამატებითი მომგებიანობის მოთხოვნა. თუმცაღა ეს ასევე არ არის აბსოლუტური სიდიდე და ბევრ დაშვებას და მსჯელობას ეფუძვნება.

ჩვენს შემთხვევაში კი საუბარია უკვე განვითარებულ ინფრასტრუქტურაზე და თეორიულ ოპერატორზე რომელსაც ბაზრის წილის არანაკლებ 25%-ის უკავია, ანუ შემთხვევა როდესაც საწყისი ინვესტიცია არ კეთდება ინფრასტრუქტურის განსავითარებლად. ჩვენს მიერ იქნა ნანახი ბევრი რეპორტი და უმრავლესი ევროკავშირში შემავალი მარეგულირებლებისა არ იყენებს ზომის პრემიუმს საშუალო შეწონილი კაპიტალის ღირებულების დათვლისას.

ეს საკითხი რა თქმა უნდა არ არის ცალსახა, ამიტომ მისი გამოყენება ყოველთვის რაციონალური არ არის, მაგალითისათვის - იბოტსონის გაანგარიშებები გაკეთებულია პირდაპირ ამერიკული ბაზრის თანაფარდობებთან, რაც პირდაპირ ვერ იქნება გადმოტანილი ევროპული კომპანიების პრემიუმის დასაანგარიშებლად. ასევე კიდევ ერთხელ ავღნიშნავთ რომ ჩვენი მეთოდოლოგია და გამოთვლები არის დაფუძნებული ERG ის დირექტივებზე, რომლის მიხედვითაც ზომის კორექტირების გამოყენება არ არის მკაფიოდ განსაზღვრული.

4) შედარებითი ანალიზი

ქვემოთ მოცემულია თორიული რიცხვი 1 თეთრი 13% ზე, და შემდგომ გამოყენებულია შეწონილი კაპიტალის ცვლილებით გამოწვეული ტარიფის ვარირება ჩვენი მოდელის შესაბამისად.

ზემოაღნიშნული კითხვების შესაბამისად:

- 1) თუ სასესხო კაპიტალის ღირებულებას დავთვლით ბოლო 6 თვის საშუალოთი (13.45%), მაშინ WACC = 14% (13.7 %-ის ნაცვლად), სხვა პირობები უცვლელია.
- 2) ზომის პრემიუმს დათვლა არ გაგვიკეთებია მაგრამ თუ ვიხელმძღვანელებთ იგივე ლოგიკით, რაც დოკუმენტშია მოცემული, მაშინ WACC = 14.9% სხვა პირობები უცვლელია.
- 3) თუ ავიღებდით საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციებს შეწონილ საშუალოს 11%-ს (დათვლილია მხოლოდ 10 წლიანებისთვის), WACC = 14.5%, სხვა პირობები უცვლელია. რაც პრინციპში არსწორი დათვლაა ვინაიდან საქართველოს საბაზრო პრემიუმი უცნობია და გამოყენებულია ამერიკის პრემიუმი.
- 4) თუ გვაითვალისწინებთ ყველა ფაქტორს ერთად მივიღებთ 15.8% რაც გულისხმობს $0.010465 - 0.0100 = 0.000465$ ლარის ცვლილებას ტარიფში (0.0465 თეთრი).

Mobile

WACC	I. Costs of Services - LRIC + (თეთრი)	II. Costs of Services – LRIC (თეთრი)	II. Costs of Services - Pure LRIC (თეთრი)
13.00%	1.0000	1.0000	1.0000
13.30%	1.0046	1.0041	1.0083
13.60%	1.0091	1.0081	1.0167
13.90%	1.0137	1.0122	1.0251

14.20%	1.0184	1.0163	1.0335
14.50%	1.0230	1.0205	1.0420
14.80%	1.0277	1.0246	1.0505
15.10%	1.0323	1.0288	1.0591
15.40%	1.0370	1.0330	1.0676
15.70%	1.0417	1.0372	1.0762
16.00%	1.0465	1.0414	1.0849

Fixed

Selected parameter	Interconnection calls – outgoing on transit level	Interconnection calls – incoming on local level	Interconnection calls – incoming on transit level
13.00%	1.0000	1.0000	1.0000
13.00%	1.0000	1.0370	1.0000
14.00%	1.0250	1.0370	1.0323
14.00%	1.0250	1.0370	1.0323
14.00%	1.0250	1.0370	1.0323
15.00%	1.0500	1.0741	1.0645
15.00%	1.0500	1.0741	1.0645
15.00%	1.0750	1.0741	1.0645
15.00%	1.0750	1.0741	1.0968
16.00%	1.0750	1.0741	1.0968
16.00%	1.1000	1.1111	1.0968



Zviad Memarnishvili | Senior Manager | Head of Transaction and Advisory Services

Ernst & Young

Kote Abkhazi 44, 0105 Tbilisi, Georgia

Office: +995 32 215 88 11 (ext. 2131) | Mobile: +995 577 79 79 31 | zviad.memarnishvili@ge.ey.com

Fax: +995 32 215 88 22

Website: <http://www.ey.com>