

Próba określenia wpływu gwarancji zatrudnienia na wartość udziałów

Dariusz Zarzecki*

Streszczenie: W artykule dokonano próby określenia wpływu gwarancji zatrudnienia na wartość biznesu. Problem jest istotny, dotyczy bowiem prywatyzowanych firm – zarówno państwowych, jak i komunalnych – i wiąże się z potencjalną odpowiedzialnością osób przeprowadzających sprzedaż za nieprawidłowości w wycenie kapitału własnego. W artykule wskazano rekomendowany sposób postępowania uwzględniający występujące w teorii i praktyce standardy wartości oraz racjonalność i logikę procesu prywatyzacji.

Słowa kluczowe: prywatyzacja, gwarancje zatrudnienia, wycena przedsiębiorstw, standardy wartości

Wprowadzenie

W niniejszym artykule dokonano próby udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy wprowadzenie w treści memorandumów informacyjnych sprzedawanych (w tym również prywatyzowanych) podmiotów zapisów o minimalnych gwarancjach zatrudnienia oraz układzie zbiorowym pracy ma wpływ na wycenę wartości spółki dokonywanej z punktu widzenia sprzedającego.

1. Istota pakietów socjalnych

Niektóre organizacje związkowe prywatyzowanych firm państwowych żądają od inwestorów, przyszłych pracodawców, gwarancji zatrudnienia do uzyskania uprawnień emerytalnych, a nawet zapewnienia pracy dla swoich dzieci oraz wieloletnich premii prywatyzacyjnych.

Trwającej od 1990 roku prywatyzacji państwowych firm towarzyszy podpisywanie tzw. pakietów socjalnych. Ich zawartość w kolejnych latach ulegała istotnym zmianom. Można było zauważyć wzrost oczekiwań załóg prywatyzowanych firm co do zakresu gwarancji w tych umowach między inwestorem kupującym firmę a organizacjami związkowymi, reprezentującymi pracowników.

* prof. dr hab. Dariusz Zarzecki, Katedra Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw, Instytut Zarządzania i Inwestycji, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Szczeciński, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: dariusz.zarzecki@zarzecki.pl.

W pakiecie socjalnym zapisywanych jest wiele świadczeń istotnych dla załóg. Pogarszająca się sytuacja na rynku pracy powoduje, że na czoło pakietowych zapisów i batalii wysuwają się gwarancje zatrudnienia. Na początku procesu transformacji standardowa gwarancja zatrudnienia wynosiła dwa, maksymalnie 3 lata. Obecnie nikogo nie dziwiłoby żądania pięcioletniej gwarancji zatrudnienia dla całej załogi. Rekordową gwarancję zatrudnienia wynegocjowali dla siebie pracownicy Elektrowni Połaniec, którzy mieli zagwarantowaną pracę na 10 lat od wejścia do firmy nowego właściciela. Czasami gwarancja zatrudnienia dla pracowników już nie wystarcza, na przykład podczas negocjacji warunków pakietu socjalnego warszawskiej firmy STOEN pojawił się postulat zagwarantowania pracy dzieciom pracowników. Pakiety zawierają zawsze mechanizm obliczania i wypłaty rekompensat zwalnianym pracownikom, na wypadek gdy właściciel uzna, że firma musi być jednak zrestrukturyzowana i zwolnienia są niezbędne. Przeważnie rekompensata taka jest iloczynem miesięcznego wynagrodzenia i liczby miesięcy pozostałych do zakończenia wynegocjowanego okresu gwarancji zatrudnienia.

Oczywiście sama gwarancja zatrudnienia zwykle nie wystarcza, zatem kolejnym punktem w pakiecie socjalnym jest ustalenie warunków wzrostu wynagrodzeń i premii. Najczęściej wszystko to ustalone jest w kilkuletniej perspektywie i w oderwaniu od sytuacji na rynku, inflacji itp. Często pakiety zobowiązują do corocznych podwyżek płac, bez względu na sytuację finansową firmy i wyniki pracy zatrudnionych. W dalszym ciągu inwestor musi zagwarantować załodze odpowiedniej wysokości bonus prywatyzacyjny, czyli określony procent akcji prywatyzowanego przedsiębiorstwa, który z reguły mieści się w przedziale 10–15 procent. Poza tym pakiety zawierają wiele innych przywilejów i świadczeń, jakie mają otrzymywać po prywatyzacji pracownicy.

2. Pakiety socjalne w polskiej praktyce prywatyzacji

Poniżej przykłady niektórych rozwiązań przyjętych w pakietach socjalnych prywatyzowanych firm¹:

- International Paper Company wykupując w 1992 roku Zakłady Celulozowo-Papiernicze Kwidzyn gwarantował utrzymanie miejsc pracy przez 18 miesięcy. Nie było w firmie zwolnień grupowych, ale zatrudnienie po kilkunastu latach po prywatyzacji (na dzień sporządzania raportu) wynosiło około połowy stanu z 1992 roku (zatrudniano wówczas 3700 osób).
- Grupa Electrabel, wykupując w kwietniu 2000 roku Elektrownię Połaniec, zapewniała na 10 lat gwarancję utrzymania 2342 etatów. Jednak już w 2001 roku wprowadzono program dobrowolnych odejść za wysoką odprawą, co przyczyniło się do radykalnego zmniejszenia zatrudnienia (na koniec 2004 poniżej 500 osób, a na koniec 2012 odpowiednio 506 osób).

¹ Przykłady wybrano z opracowania *Wybrane procesy...* (2004).

- Konsorcjum firm EDF i EnDW, wykupując w marcu 2001 Elektrownię Rybnik, zapewniło gwarancje zatrudnienia na okres 72 miesiące, wprowadzając równocześnie programy przyspieszonych odejść.
- Przy prywatyzacji Polfy Poznań przez GlaxoSmith Kline Pharmaceuticals w 1998 roku uzgodniono 4-letni okres gwarancji zatrudnienia. Zapewniono również wysoką jednorazową premię prywatyzacyjną w wysokości 10,5-krotności miesięcznych wynagrodzeń. Wcześniejsze zwolnienia (tuż przed upływem okresu ochronnego) dotknęły 308 pracowników, ale wiązały się z wypłaceniem bardzo wysokich odpraw (od 15 do 17 pensji). Aż 100 spośród wcześniej zwolnionych znalazło pracę w innych spółkach Grupy.

Przy przeprowadzeniu prywatyzacji ważne jest, aby dokonano poprawnych, zgodnych z przepisami zapisów. Jeżeli spółka ma Zakładowy Układ Zbiorowy Pracy zawierający gwarancje socjalne, to bardzo ważne jest również ich poprawne opisanie, ponieważ brak jednoznacznych, precyzyjnych zapisów może wpłynąć na obniżenie rynkowej wartości spółki w trakcie trwającego procesu prywatyzacyjnego. Błędne postanowienia w tej kwestii mogą skutkować ograniczeniem efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem oraz usztywnieniem kosztów pracy, bez względu na wewnętrzne i zewnętrzne warunki działania spółki, co w efekcie przekłada się na wartość rynkową. Sam brak precyzji zapisów jest samoistnym czynnikiem ryzyka, może bowiem (choć nie musi) rodzić dodatkowe zobowiązania. Jest oczywistym, że pojawienie się takich zobowiązań, a nawet świadomość ryzyka ich wystąpienia, zmniejsza wartość kapitału własnego.

Kluczową kwestią w prowadzonych tu rozważaniach jest określenie, jaki pakiet socjalny w sprzedawanej spółce można uznać za nienaruszający interesów spółki sprzedającej. Przykładowo, jak wynika z kontroli prywatyzacji spółki Zespół Elektrociepłowni w Poznaniu, uregulowania Układu stworzyły pracownikom spółki nadmiernie uprzywilejowaną pozycję wobec pracodawcy i stanowiły barierę dla ewentualnych zamierzeń restrukturyzacyjnych w spółce. Wpływało to negatywnie na oferty potencjalnych inwestorów, bowiem ograniczało swobodę decyzji w planowaniu przyszłej strategii spółki (*Informacja...* 2005: 57). Poza potencjałem inwestycyjnym istotne znaczenie dla zmniejszenia ofert cenowych mają zapisy w ZUZP. Przykładowo, redukcja pracowników, a co za tym idzie – wypłaty związane z odprawami, powoduje zmniejszenie wartości spółki. W przypadku utrzymania poziomu zatrudnienia może również pojawić się sytuacja związana z koniecznością zwiększenia korekty wartości spółki, która może być większa od tej w sytuacji zwolnień (*Informacja...* 2005: 38).

3. Standard wartości na potrzeby transakcji prywatyzacyjnych w kontekście zapisów wynikających z pakietów socjalnych

Ważnym dla rozpatrywanej kwestii jest określenie momentu sporządzenia wyceny oraz zastosowanych w takiej wycenie założeń. Konieczne jest również ustalenie, o jakiej wycenie

mówimy, tzn. z czyjego punktu widzenia dokonujemy wyceny. Trzeba więc w tym miejscu nawiązać do standardu wartości.

Standard wartości (*standard of value*) można określić jako definicję rodzaju poszukiwanej wartości. Standard wartości definiuje strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji dotyczącej wycenianych aktywów, wydzielonych zakładów czy całych przedsiębiorstw. Przez określenie standardu wartości udziela się odpowiedzi na pytanie: wartość dla kogo? Standard wartości w wielu wypadkach determinuje także dobór metod wyceny oraz wskazuje na czynniki, które należy w wycenie uwzględnić (zob. Pratt, Reilly, Schweih 1996: 23). W praktyce wyceny najczęściej stosowane są następujące standardy wartości (por. Fishman i in. 1992: 805.13–805.14; Pratt, Reilly, Schweih 1996: 23–28; *Business...* 2008: 1.1.19–21)²:

- godziwa wartość rynkowa (*fair market value*),
- wartość inwestycyjna/strategiczna (*investment/strategic value*)³,
- wartość nieodłączna (fundamentalna) (*intrinsic/fundamental value*),
- wartość sprawiedliwa (*fair value*).

W Polsce zagadnienie standardu wartości przez cały okres od 1990 roku było praktycznie nieobecne w literaturze przedmiotu, a więc również w praktyce wyceny przedsiębiorstw (z wyjątkiem wycen realizowanych przez renomowane firmy konsultingowe – przede wszystkim zagraniczne). Brak definicji standardu wartości stwarza ryzyko popełnienia poważnych błędów zarówno w zakresie przyjmowanych założeń i dobieranych metod wyceny, jak również w interpretacji jej wyników⁴. Było to jedno z kardynalnych uchybień w praktyce wyceny przedsiębiorstw w Polsce, widocznych szczególnie wyraźnie w przypadku wycen prowadzonych na potrzeby prywatyzacji. Problem ten jest nadal aktualny (wielu wyceniających przedsiębiorstwa w Polsce w ogóle nie definiuje standardu wartości), jest jednak nadzieja na zmianę tego stanu, m.in. dzięki uchwaleniu przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych w kwietniu 2011 roku pierwszego polskiego standardu wyceny przedsiębiorstw pod nazwą Nota Interpretacyjna nr 5 (NI5) pt. *Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw* (zob. PKZW). Pojawia się również coraz więcej badań i prac naukowych z tego zakresu (zob. Szymański 2011: 394–403; Zarzecki, Grudziński 2010: 429–440; Grudziński 2011: 14–25).

Nie ulega wątpliwości, że różne elementy pakietu gwarancji pracowniczych związane z większym uspołecznieniem procesów prywatyzacyjnych mają wpływ na postrzeganą przez potencjalnych inwestorów wartość wycenianych spółek. Stosowane najczęściej

² Standardom wartości w całości poświęcona jest książka Fishmana, Pratta, Morrisona (2007).

³ Termin „wartość strategiczna” jako synonim „wartości inwestycyjnej” używany jest przez NACVA. W Kalendarze wartość inwestycyjna/strategiczna określana jest mianem „wartość właściciela” (*Value to the Owner*). Zob. *Business...* (2008: 1.1.21).

⁴ W pierwszej dekadzie transformacji naszej gospodarki w polskim piśmiennictwie pojawiło się wiele wartościowych prac zajmujących się wyceną przedsiębiorstw, zawierających również definicje różnych kategorii wartości. Nie mówi się tam jednak o standardzie wartości. Zob. Groszek, Jasiewicz (1991); Kufel (1992); Mączyńska (1992); Wycena... (1993: 17 i n.); Nogalski, Zalewski (1998: 5 i n.); Kasiewicz, Mączyńska (1999); Jaki (2000: 23–67); Borowiecki, Jaki, Kaczmarek (1998); Malinowska (2001).

metody wyceny, tj. metoda zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych, metoda wartości odtworzeniowej, metoda wartości skorygowanej aktywów netto i metoda wartości likwidacyjnej, należą do podejścia dochodowego oraz podejścia majątkowego. W przypadku podejścia dochodowego dodatkowe wypływy pieniężne (*cash outflows*), będące wynikiem podpisanego pakietu socjalnego, zmniejszają przepływy pieniężne netto pozostające do dyspozycji właścicieli. Zakładając stałość pozostałych czynników, oznaczałoby to obniżenie wartości kapitału własnego.

W przypadku podejścia majątkowego (niezależnie od przyjętej metody), dodatkowe zobowiązania z tytułu pakietu socjalnego⁵ zmniejszają wartość odtworzeniową, likwidacyjną bądź skorygowanych aktywów, a więc również obniżają wartość kapitału własnego.

Warto nadmienić, że również w przypadku zastosowania metody mnożnika zysku, zysk wycenianej spółki powinien być skorygowany o uśrednione roczne dodatkowe koszty z tytułu podpisanego pakietu socjalnego. Implikowana takim zabiegiem wartość kapitału własnego uległaby więc również zmniejszeniu.

Dokonując prywatyzacji sprzedający będzie dysponował wyceną, która zakłada kontynuację działania podmiotu w dotychczasowej formule. Jest to wartość inwestycyjna (*investment value*) sprzedającego. Szukając ceny rynkowej, w pewnym sensie uśredniającej opinię inwestorów o sposobie i efektywności wykorzystania zasobów podmiotu, odpowiednim do zastosowania standardem wartości jest godziwa wartość rynkowa (*fair market value*). W przypadku ewidentnego braku odniesień do rynku i dążenia do „sprawiedliwej” transakcji, możliwym i wskazanym do zastosowania standardem wartości będzie wartość sprawiedliwa (*fair value*). Kupujący będzie miał zwykle również swoją wycenę, będącą bez wątpienia innym standardem wartości, tj. wartością inwestycyjną kupującego. W swoich szacunkach inwestor będzie bowiem przyjmował założenia odpowiadające jego strategii, uwzględni wszelkie synergie, korzyści i koszty wynikające z nabycia firmy (stąd używane niekiedy określenia „wartość strategiczna” lub „wartość właściciela”). W trakcie negocjacji wycena ta w zasadzie nigdy nie jest ujawniana, w przeciwieństwie do wartości sprawiedliwej i godziwej wartości rynkowej, które z definicji są znane stronom transakcji, a często ujawniane publicznie (albo wyznaczają bardziej lub mniej łatwy do rozpoznania przedział wartości, w którym z punktu widzenia sprzedającego musi się zmieścić ostateczna cena transakcyjna).

Z powyższego wynika, że nie ma jednej, „prawdziwej” wyceny – może być wiele wycen, różniących się zastosowanym standardem wartości, metodą wyceny, przyjętymi założeniami. Pojawia się więc pytanie: w oparciu o którą wartość sprzedający powinien podejmować decyzję o sprzedaży? Oczywiście powinna to być wycena dokonana przed rozpoczęciem negocjacji w oparciu o standard godziwej wartości rynkowej bądź wartości sprawiedliwej, uwzględniająca przeciętne (uśrednione – czyli ani nazbyt optymistyczne, ani nazbyt

⁵ Oddzielną kwestią jest oszacowanie rzeczywistej wielkości tych zobowiązań. Konkretny inwestor, mając jasny plan i działając z pełną determinacją i konsekwencją, jest w stanie wyliczyć wspomniane zobowiązania z daleko posuniętą precyzją. W przypadku braku takiego planu, zobowiązania mogą przybierać istotnie różniące się wartości.

pesymistyczne) warunki działania wycenionego podmiotu. Jeżeli prywatyzacja nie dojdzie do skutku i pracownicy nie otrzymają żadnego pakietu socjalnego, to wynikające z ewentualnego pakietu socjalnego dodatkowe wpływy pieniężne/zobowiązania nie powinny być uwzględnione w wycenie dokonywanej z punktu widzenia sprzedającego. Uwzględnienie tych elementów oznaczałoby, że powinniśmy również wziąć pod uwagę inne korekty wynikające z realizacji programu przez nowego właściciela, np. synergie z tytułu wejścia do grupy kapitałowej (w tym wypadku oczywiście zwiększające wartość). Nie wiemy poza tym, na ile uzgodnione zapisy pakietu socjalnego będą rzeczywistym wpływem/zobowiązaniem. Może się bowiem okazać, że gwarancje zatrudnienia nie mają praktycznie żadnej wartości w sytuacji planowanej przez nowego właściciela znaczącej ekspansji lub co najmniej pozostawienia zakresu działania na obecnym poziomie. Z kolei podwyżki wynagrodzeń, nagrody roczne, dodatkowe odpisy na fundusz socjalny, a nawet tzw. premię prywatyzacyjną można postrzegać jako ważne czynniki pobudzania wydajności pracy, a w wielu przypadkach jako konieczność wynikającą z nierównowagi na rynku pracy (brak podwyżek może zwiększyć odpływ pracowników).

Jeżeli wyznaczony w ten sposób, tzn. bez uwzględnienia dodatkowych wpływów pieniężnych/zobowiązań, przedział wartości będzie wyraźnie niższy od przedziału wyznaczonego wyceną inwestora (wartość inwestycyjna), to nabywca będzie prawdopodobnie skłonny rozważyć redukcję swoich korzyści (czyli wartości) o kwoty wynikające z wynegocjowanego pakietu socjalnego. Warto podkreślić, że jest to sytuacja typowa w wielu prywatyzacjach. Wartość inwestycyjna jest zwykle wyższa (często bardzo znacząco) od wartości oszacowanej przez sprzedającego (prywatyzującego), ten drugi zakłada bowiem kontynuację dotychczasowych procesów gospodarczych, które wiążą się często z przerostami zatrudnienia, niską efektywnością, pasywnym zarządzaniem itp.

Nie ma oczywiście przeciwwskazań, aby sprzedający sporządził własne symulacje wartości inwestycji – niezależnie od oszacowanej (najczęściej przez podmiot zewnętrzny) wartości sprawiedliwej lub godziwej wartości rynkowej jako formalnej podstawy dla dokonania transakcji. Możliwe jest w ten sposób, przynajmniej z grubsza, zarysowanie ram negocjacji cenowych i lepsze przygotowanie się do rozmów.

Nie ulega wątpliwości, że w przypadku sprzedaży podmiotu osiągającego już obecnie wysoką efektywność działania i mającego bardzo dobre perspektywy rozwoju, wycena będąca podstawą do wyznaczenia ceny może być na tyle wysoka, że potencjalni inwestorzy nie będą mieli wielkiego pola manewru w zakresie dodatkowych świadczeń dla pracowników. Każdy ruch w tym kierunku spowodowałby zmniejszenie wartości ich inwestycji. W sytuacji braku zainteresowania ze strony inwestorów, koniecznym może być przeprowadzenie powtórnej wyceny, w oparciu o zaktualizowane założenia, i/lub zweryfikowanie oczekiwań odnośnie do zgłaszanego wcześniej pakietu socjalnego (o ile procedura dopuszcza taką możliwość). Istnieje tu jednak ryzyko kolejnego niepowodzenia, a jego powodem może być oczywiście oczekiwanie nadmiernych gwarancji socjalnych. Akceptacja przez właściciela sprzedającego firmę bądź przez zarząd podmiotu sprzedającego spółkę zależną

nadmiernych gwarancji socjalnych przy danej wycenie wyjściowej może być więc przyczyną niepowodzenia całego procesu sprzedaży (także prywatyzacji) i potencjalnie być podstawą zgłoszenia zarzutów o działanie na szkodę spółki.

Podsumowanie

Reasumując, nie jest właściwym wprowadzenie do wyceny dokonywanej z punktu widzenia sprzedającego wpływów (podejście dochodowe) lub zobowiązań (podejście majątkowe) wynikających z tzw. pakietów socjalnych. Ich oczywisty wpływ na zmniejszenie wartości powinien znaleźć swoje odzwierciedlenie w wycenie dokonywanej przez inwestora. Przy takim założeniu trzeba mieć świadomość możliwości zawężenia pola negocjacji cenowych – odnosi się to szczególnie do firm dobrze zorganizowanych, efektywnych i mających już przed prywatyzacją ponadstandardowe wynagrodzenia. Dodatkowy pakiet socjalny byłby w takim przypadku nieuzasadniony – przynajmniej w pełnym zakresie. Brak elastyczności może spowodować trudności w sprzedaży/prywatyzacji takich firm.

Kwestia odpowiedzialności zarządu za przeprowadzenie procedury sprzedaży/prywatyzacji spółki zależnej (potencjalny zarzut działania na szkodę spółki) jest bardziej złożona. Zarząd powinien starać się dochować należytej staranności w całym procesie sprzedaży/prywatyzacji. Jeżeli w wycenie przeprowadzanej z punktu widzenia sprzedającego nie zostaną uwzględnione dodatkowe wpływy/zobowiązania z tytułu pakietu socjalnego, to z tego tytułu nie powinien pojawić się zarzut o zaniżenie wartości sprzedawanych spółek. Inny zarzut może dotyczyć niedokonania sprzedaży/prywatyzacji (z czego w konsekwencji mogło wynikać utrwalenie trudnej sytuacji, a nawet upadłość) spowodowanej zbyt wysoką wyceną i/lub nadmiernym zakresem pakietu socjalnego. Dlatego ważne jest weryfikowanie założeń wycen dokonywanych z punktu widzenia sprzedającego oraz przyjmowanie rozsądnych, akceptowanych na rynku, pakietów socjalnych, tj. takich, które będzie w stanie zaakceptować nowy nabywca spółki, godząc się na zapłatę ceny wyznaczonej przez sprzedającego (według godziwej wartości rynkowej bądź wartości sprawiedliwej).

Literatura

- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J. (1998), *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.
- Business Valuations: Fundamentals, Techniques and Theory* (2008), NACVA, Salt Lake City.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Griffith J.C., Wilson D.K., Meltzer S.L., Hampton R.W. (1992), *Guide to Business Valuations*, vol. 1, Second Ed., Practitioners Publishing Company, Fort Worth.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Morrison W.J. (2007), *Standards of Value. Theory and Applications*, Wiley & Sons, Hoboken.
- Groszek M., Kasiewicz S. (1991), *Wycena przedsiębiorstw*, TNOiK, Warszawa.
- Grudziński M. (2011), *Zlecenie wyceny przedsiębiorstwa – regulacje przyjęte w wybranych standardach*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” vol. 7, nr 4.
- Informacja o wynikach kontroli: Procesy prywatyzacyjne w energetyce ciepłej* (2005), Najwyższa Izba Kontroli, Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji, Warszawa.

- Jaki A. (2000), *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Zakamycze.
- Kasiewicz S., Mączyńska E. (1999), *Metody wyceny wartości bieżącej przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie wartością*, red. A. Herman, A. Szablewski, POLTEXT, Warszawa.
- Kufel M. (1992), *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo PARK, Bielsko-Biala.
- Malinowska U. (2001), *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa.
- Mączyńska E. (1992), *Metody wyceny wartości firmy i składników jej majątku*, Międzynarodowa Szkoła Menedżerów, Warszawa.
- Nogalski B., Zalewski H. (1998), *Kapitały i wartość w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni, Gdynia.
- PKZW, Powszechne Krajowe Zasady Wyceny, Nota Interpretacyjna nr 5 (NI5) pt. *Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, http://pfsrm.pl/sites/default/files/NI_5.pdf
- Pratt S.P., Reilly R.F., Schweis R.P. (1996), *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago.
- Szymański P. (2011), *Standardy wyceny biznesowej (wyceny przedsiębiorstw i kapitału własnego) na świecie a przyszły polski standard wyceny biznesowej*, w: *Zarządzanie finansami firm - teoria i praktyka*, Prace Naukowe nr 158, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Wybrane procesy prywatyzacyjne z udziałem inwestorów zagranicznych* (2004), Ministerstwo Skarbu Państwa, Departament Integracji Europejskiej i Współpracy z Zagranicą, Warszawa.
- Wycena przedsiębiorstw. Metody – procedury – przykłady* (1993), red. R. Borowiecki, wyd. II, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, TNOiK, Warszawa–Kraków.
- Zarządzanie wartością* (1999), red. A. Herman, A. Szablewski, POLTEXT, Warszawa.
- Zarzecki D., Grudziński M. (2010), *Standardy wartości stosowane w wycenie przedsiębiorstw*, w: *Zarządzanie Finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 586, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 25, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

AN ATTEMPT TO DETERMINE THE IMPACT OF JOB GUARANTEES ON SHARE VALUE

Abstract: In this paper an attempt will be made to establish whether the introduction of provisions concerning collective labour agreement and job guarantees to the information memoranda of companies for sale is of any relevance to the valuation of such companies as commissioned by the seller. The issue is important as it relates to enterprises being privatised – both state-owned and commune-owned – and may be linked to responsibility of persons dealing with a sale for inappropriate valuation of equity. In the paper recommended procedure has been presented, taking into account generally known standards of value as well as rationale and logic of the privatisation process.

Keywords: privatisation, job guarantees, valuation of enterprises, standards of value

Cytowanie

- Zarzecki D. (2015), *Próba określenia wpływu gwarancji zatrudnienia na wartość udziałów*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 333–340; www.wneiz.pl/frfu.