

ÁBEL ISTVÁN-SZAKADÁT LÁSZLÓ

Ábel István a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem adjunktusa.

Szakadát László a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem egyetemi tanára.

Csőd a piacgazdasági átmenetben

Dolgozatunkban áttekintjük a reorganizációhoz és a felszámolási eljáráshoz kapcsolódó döntési folyamat jogi kereteinek egyes pontjait, illetve számba vesszük ezeknek az eljárásoknak a költségelemeit. Ehhez kapcsolódva kitérünk az átalakuló magyar gazdaságban követett szabályozás főbb jegyeire. Végül megállapításainkat az elmúlt évek tapasztalataival, adataival szembesítjük, kiemelve azokat a jellegzetességeket, amelyek azt jelzik, hogy sajátos körülményeink között a magyar csődeljárási rendszer a felszámolás irányába mutató torzítással terhelt. Egy olyan gazdaságban, amelyben még csak kifejlődően vannak a piacgazdaság intézményei, a túl szigorú csődszabályozás ahelyett, hogy a sikeres átalakulást támogatná, még nagyobb problémákat okozhat. A probléma gyökere nem jogi természetű, így a megoldás sem egyszerűen a csődszabályozás módosításában keresendő.*

A közgazdaságtan jól ismert tétele szerint a piaci verseny eredményeként kialakuló természetes kiválasztódás biztosítja azt, hogy hosszú távon csak a hatékonyan működő vállalatok képesek fennmaradni. A nem jövedelmező vállalkozások - mindazok, amelyek erőforrásait más vállalkozások hatékonyabban lennének képesek felhasználni - életképtelennek minősülnek. Ellenük csődeljárást kezdeményeznek, hogy a társadalom megszabaduljon a nem hatékony tevékenység terhétől. A vállalatok felszámolása egy sajátos, nem önként vállalt módszer arra, hogy a tulajdonosi jogok mások kezébe kerüljenek át. Az eljárás során a tulajdonosoknak csak korlátozott jogai, lehetőségei vannak a döntések meghozatalakor. Hozzá kell tenni azonban, hogy nemcsak a tulajdonosok mozgástere korlátozott, hanem szinte az összes érintett fél ilyen vagy olyan módon elszenved bizonyos kellemetlenségeket. A hitelezők - vagy azok egy csoportja - például több-kevesebb veszteséget kénytelenek elkönyvelni. A vállalat termékeinek vásárlói pedig kénytelenek új beszerzési források után nézni. Éppen ezért, egy bajba került vállalat feletti ítélet kimondása, illetve a vállalat szembeli fellépés jogi formájának, kereteinek megválasztása sokakat érintő fontos kérdés. A vállalat jövőjére vonatkozó döntés meghozatalakor az sem mellékes, hogy a döntési pozícióban lévők milyen költségeket vesznek figyelembe, illetve milyen szempontok alapján hozzák meg döntéseiket.

A felszámolási eljárás akkor tekinthető sikeresnek, ha a bajba került vállalkozás eszközeit valamely más vállalkozás keretén belül hatékonyabban használják fel. Amikor a vállalat átszervezése (reorganizációja) is elégségesnek bizonyul a probléma megoldására, akkor a szóban forgó vállalat felszámolására nincs szükség. A vállalkozás életben maradhat, de csak akkor, és ezt hangsúlyozni kell, ha a vállalat eszközeit nem lehet a vállalat keretén kívül hatékonyabban hasznosítani.

Írásunk célja ÁBEL [1993] elemzésének a magyar gazdaságban lezajló folyamatokkal való szembesítése és a megállapításokból a transzformációs időszakra vonatkozóan levonható további következtetések bemutatása. Az átmeneti gazdaságok csőddel kapcsolatos kérdéseinek tárgyalásakor MITCHELL [1992] és MIZSEI [1994] megállapításaira támaszkodunk.

A csődeljárások témája a gazdasági átmenet *kezdeti* szakaszában, nyilvánvaló jelentősége ellenére, nem kapott kellő figyelmet. A privatizáció került a középpontba, de ennek a csődökkel kapcsolatban felvetődő potenciális problémáit már elhanyagolták.

A következőkben először áttekintjük a reorganizációhoz és a felszámolási eljáráshoz kapcsolódó döntési folyamat jogi kereteinek egyes pontjait, illetve számba vesszük ezeknek az eljárásoknak a költségelemeit. Ehhez kapcsolódva kitérünk az átalakuló magyar gazdaságban követett szabályozás főbb jegyeire. Végül megállapításainkat az elmúlt évek tapasztalataival, adataival szembesítjük, kiemelve azon jellegzetességeket, amelyek azt jelzik, hogy sajátos körülményeink között a magyar csődeljárási rendszer a felszámolás irányába mutató torzítással terhelt.

A vállalatok felszámolása

Egy vállalkozás felszámolása nem szükségszerűen kötődik csődeljárás kezdeményezéséhez: a vállalat, minden különösebb jogi eljárást mellőzve, egyszerűen eladhatja eszközeit. Példának okáért erre azért is sor kerülhet, hogy az így befolyó pénzekből a vállalat adósságait rendezze. (A magyar joggyakorlatban erre ad lehetőséget a végelszámolás intézménye.) Abban az esetben, ha a vállalat eszközeinek értékesítéséből származó bevétel nem elég a számlák kiegyenlítésére, a csődeljárást nem lehet elkerülni. Ekkor előfordulhat, hogy mindazok, akik nincsenek kellően elől a hitelezők listáján, kénytelenek bizonyos veszteséget elkönyvelni. Mindezek ellenére, a hitelezők számára még ebben az esetben is kifizetődőbb lehet a helyzetet elfogadni, semmint önállóan felszámolási eljárást kezdeményezni az adós vállalat ellen annak reményében, hogy az adósságot majd maradéktalanul be lehet hajtani. Vagyis, a csődeljárás intézménye előnyösnek bizonyulhat mind az adós vállalat, mind a hitelezők számára. De egyúttal az is nyilvánvaló, hogy a részletek tisztázása nagyon fontos. Végeredményben, még akkor is, ha a folyamat lezárásaként a vállalat reorganizációjára kerül sor, az érintett felek számára kölcsönösen elfogadható egyezség kialakítása szempontjából nélkülözhetetlen tárgyalási keretek a reorganizáció és a felszámolás alternatíváinak az összevetése után alakulnak ki.

A felszámolási eljárások egyik legfontosabb eleme az elsőbbségi jogok megállapítása. Az elsőbbségi jogok lehetnek abszolútak vagy relatívak. Relatív elsőbbségi jogok esetén a hitelezőknek a veszteségeket meghatározott arányban kell elszenvedniük, míg abszolút elsőbbségi jogok esetén egy előre meghatározott sorrendnek megfelelően történik a hitelezők kielégítése. A hitelezők követeléseit az utóbbi esetben mindaddig teljes mértékben kielégítik, amíg a vállalat felszámolása révén befolyó bevételek ezt lehetővé teszik. Ha a vállalat felszámolási értéke meghaladja a vállalat tartozásainak az összegét, akkor ilyen esetben nincs különösebb jelentősége annak, hogy a jogszabály milyen kielégítési sorrendet határoz meg: függetlenül attól, hogy a korábbi hitelezők elsőbbséget élvezne az új hitelezőkkel szemben, vagy sem, mindenkinek a követelését rendezik. (Az elsőbbségi jogok kijelölésének lehetséges változataival kapcsolatban lásd WHITE [1989] munkáját.)

Egészen más a helyzet azonban akkor, ha a felszámolásból befolyó bevételek nem fedezik a vállalat kötelezettségeit. Ilyen esetekben a kielégítési sorrend nagymértékben befolyásolja az egyes hitelezői csoportok magatartását. A bevételekből mindenekelőtt a felszámolási eljárással kapcsolatos kiadásokat (vagyis a bíróság és a felszámoló költségeit), valamint azokat a hiteleket, adókat, járulékokat fedezik, amelyek folyósítására a felszámolási eljárás megkezdése utáni gazdálkodási tevékenységhez kötődően került sor, illetve e gazdálkodással kapcsolatosan merültek fel. Ezekkel egy sorban elégítenek ki bizonyos kiemelten kezelt - a törvényben megnevezett - sajátos követeléseket (mint például a bér és bérjellegű juttatások, végkielégítések stb.), még akkor is, ha ezek időrendben korábban keletkeztek, mint ahogy a csődeljárás kezdeményezésére sor kerülhetett volna. Ezeket a követeléseket követik a zálogjoggal és óvadékkal biztosított követelések, majd a tartásdíjak és életjáradék jellegű követelések, illetve magánszemélyek nem gazdasági tevékenységből származó követelése. Ezek után jönnek az adók és egyéb köztartozások. A végére maradnak a nem garantált követelések, mint például a közönséges hitelek, vagy a vállalat által kibocsátott kötvények tulajdonosai által támasztott követelések. A sort a vállalat tulajdonosai, a részvényesek zárják.

Mint látható, a hitelezők csoportján belül is lehetnek olyanok, akik bizonyos előjogokat élveznek követeléseik behajtásakor. Éppen ebből kifolyólag viszont előfordulhat az is, hogy a hitelezők közül néhányan egy fillért sem látnak viszont pénzükből, míg mások, akik a szóban forgó speciális garanciával rendelkeznek, megkapják a vállalatnak azt a bizonyos eszközt, amelyre a jelzálogot bejegyezték, vagy a jelzáloggal ellátott eszköz értékének megfelelő mennyiségű pénzhez juthatnak

hozzá. Mint látható, Magyarországon is, a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően, az abszolút és a relatív elsőbbségi jogok kombinációja alapján határozták meg a hitelezők, illetve a vállalattal szemben követelésekkel fellépők kielégítési sorrendjét.

Az elsőbbségi jogok hatása a felszámolással kapcsolatos döntésekre

A felszámolás kezdeményezése tulajdonképpen azon a felismerésen alapul, hogy nem lehet kielégíteni valamennyi hitelező követelését, hiszen a csődbíróság tevékenységére máskülönben nem lenne semmi szükség. Eppen ezért viszont el kell dönteni, hogy követelései alapján ki és milyen mértékben részesedjen a felszámolási eljárás lefolytatása után befolyó bevételekből.

A felszámolási eljárás szabályai természetesen befolyásolják a gazdasági döntéseket és ezáltal a gazdaság működését is. A bajba került vállalat jövőjét illetően először is el kell dölnie, hogy egy esetleges reorganizáció is sikerrel kecsegtete, vagy a vállalatot fel kell számolni. A lehetséges alternatívák számbavétele után látható, hogy a tulajdonosok (részvényesek) jól járnak a vállalat felszámolásának pillanatnyi elvetése révén, ha:

$$S > D_2 - L_2, \quad (1)$$

ahol

S : a reorganizáció után várható profit nagysága,

D_2 : a vállalat teljes adóssága az átszervezés utáni második periódusban, és

L_2 : a vállalat eszközeinek felszámolási értéke a második periódusban.

Ugyanakkor a hitelezők veszteségét a felszámolás elhalasztása akkor mérsékli, ha a reorganizáció utáni profit várható nagysága nagyobb, mint a vállalat felszámolási értékének a két periódus közötti csökkenése, azaz ha $S > (1 + r)L_1 - L_2$. Ez az első időszakbeli felszámolás esetén jelentkező veszteség $(D_1 - L_1)$ és a második időszakbeli felszámolás esetén jelentkező veszteség $(D_2 - L_2 - S)$ diszkontált értékeinek az összevetéséből következik. [A vállalat első időszakbeli teljes adósságállományának nagyságát D_1 gyel jelöljük, és az egyszerűség kedvéért feltesszük, hogy $D_2 = (1 + r)D_1$.]

Az átszervezés, vagyis az azonnali felszámolás elhalasztása valamilyen adósságrendezést feltételez. Tegyük fel, hogy az adósságot kötvénykibocsátással vagy újbóli hitelnyújtással finanszírozzák! A kötvénykibocsátás sikere, esetleg az ezt kiváltó vagy kiegészítő hitel folyósítása, vagy egyszerűen a *hitelezők döntése* határozza meg azt, hogy a vállalat talpra tud-e állni, vagy sem. Ezek alakulását viszont a következő kérdésre adott válasz befolyásolja: ha egy bank hajlandó ugyan segítséget nyújtani, de a vállalatot a későbbiekben mégis fel kell számolni, milyen elsőbbségi jogosítványokat, garanciákat képes a bank magának biztosítani? Nyilvánvaló, amikor a vállalat teljes mértékben életképesnek bizonyul, és a felszámolást a későbbiekben is el tudja kerülni, elsőbbségi garanciákra nincs szükség. Ez akkor lehetséges, amikor az átalakított adósságstruktúra mellett a nyereség önmagában is elégséges az esedékessé váló tartozások kielégítésére. Azaz, ha $S > D_2$. Noha ez a feltétel biztosítékot jelent a vállalat túlélése számára, ennek elérése meglehetősen nehéz feladat, hiszen a pótlólagos hitelek finanszírozása azt a nyereséget csökkenti, amiből az adósságszolgálatot teljesíteni kell a későbbiekben.

Az S nagysága, valamint az elsőbbségi szabály választott módja határozza meg, hogy a bank nyújta hitelt oly módon a csődbe jutott vállalatnak, hogy még ha a vállalatot fel is számolják, a banknak akkor se kelljen veszteségtől tartania. Ha egy bank nem képes önmaga számára elsőbbségi jogokat biztosító garanciákat érvényesíttetni, akkor helyzete egyértelmű. Csak úgy képes saját követeléseit hozzájutni, ha közben a többi hitelező is visszakapja pénzét. Erre természetesen csak abban az esetben kerül sor, ha a reorganizáció után a nyereség nagysága meghaladja a vállalat megmaradó eszközeinek és adósságainak az értéke közötti különbséget. Máskülönben a bank nem nyújt segítséget, és a vállalat nem kerülheti el sorsát. Fel kell számolni, még akkor is, ha ennek következtében a gazdaság egészét

nagyobb veszteség éri, mint ha a vállalat átszervezésére kerülne sor.

Ha a bank, mint a legutolsóként hitelt nyújtók egyike, élvez bizonyos elsőbbségi jogokat, akkor a segítségnyújtás előfeltételei kevésbé szigorúak. Az új hitel odaítéléséhez elegendő, ha a haladék révén elérhető nyereség nagyobb, mint a vállalat bankkal szemben fennálló tartozása és tőkéje közötti különbség: $S > (1 + r)B - L_2$, ahol B a banki hitel nagyságát jelöli, amelyről ebben az esetben feltételezzük, hogy a D_1 adóssággal egyenlő. Az adósságszolgálat átütemezése csak akkor csökkenti a többi hitelező veszteségét, ha az S nyereség és a vállalat megmaradt tőkéjének együttes értéke meghaladja a bankkal szemben fennálló fizetési kötelezettség nagyságát, melynek értéke $(1 + r)B$. Ekkor a bank támogat minden olyan átütemezési javaslatot, ami a többi hitelező veszteségét is csökkentheti. Látnunk kell azonban azt is, hogy a bank nem fog támogatni semmi olyan törekvést, mely esetén a nyereség, noha még pozitív, de nem elégséges ahhoz, hogy a garanciával biztosított újabb hitel kamatokkal növelt összegét fedezze.

A hitelezők kielégítésének sorrendjétől függetlenül fel kell számolni minden olyan vállalatot, melynek a várható nyeresége negatív. Mivel a csődeljárást esetleg kezdeményező tulajdonosok - és a bank - sem veszik figyelembe azokat a költségeket, amelyeket a többi hitelezőnek kell viselnie, ezért nincs olyan kielégítési sorrend, ami garantálná azt, hogy a csődeljárás az egész gazdaságra gyakorolt negatív és pozitív hatások teljes számbavétele mellett folyhasson le. Nem valószínű, hogy bármelyikük is, hacsak nem lenne mindez önmaguk számára is kedvező, hajlandó lenne az átütemezés elfogadására pusztán csak azért, hogy a többi hitelező veszteségeit mérsékelje.

Az átszervezés

A csődmegegyezést követő átszervezéssel kapcsolatban - némileg leegyszerűsítve a dolgokat - kétféle költséggel kell számolni. Az első csoportba a terv kidolgozásával és megvalósításával kapcsolatos költségek tartoznak. Ide soroljuk a bírósági költségeket, az ügyvel foglalkozók javadalmazását és az átszervezéssel kapcsolatban felmerülő minden más kiadást. Jelöljük ezeknek a költségeknek a nagyságát T -vel! A másik csoportba az átszervezésből fakadó, az adósságátütemezés és *adósságelengedés* miatt a hitelezőknél jelentkező költségek (veszteségek) tartoznak. Tegyük fel, hogy ezek nagysága az adósság nagyságával arányos, azaz nagysága: sD (ahol $0 < s < 1$)! (Az alábbiakban a különböző időszakokban felmerülő hozamokat és költségeket jelenértéken vesszük figyelembe, de a diszkontálás menetét nem vezetjük le. Így képleteinkben az indexálást elhagyhatjuk, ami egyszerűsíti a jelölést.)

Az átszervezés eredménye az általa elérhető nyereség, melynek jelenértéke: S . A társadalom számára az átszervezés abban az esetben előnyös, ha ez a többlet legalább annyival meghaladja a rögtöni felszámolással elérhető L bevétel nagyságát, mint amennyibe az átszervezés maga kerül:

$$S > L + T. \quad (2)$$

A vállalat nem kerülheti el a felszámolást, ha az adósságelengedés után fennmaradó $(1 - s)D$ nagyságú terhei, valamint az átszervezés T költsége nagyobb, mint az átszervezés révén remélt nyereség nagysága, azaz, ha:

$$S < (1 - s)D + T. \quad (3)$$

A (2) és a (3) feltétel összehasonlításakor egy érdekes eset is előfordulhat. Amennyiben $L > (1 - s)D$, akkor lehetséges, hogy a vállalatnak akkor is érdemes az átszervezést választania, ha a társadalom számára a felszámolás lenne a gazdaságosabb döntés. Ez esetben ugyanis a hitelezők az sD adósságelengedéssel a szükségesnél nagyobb áldozatot vállalnak, ami lényegében a tulajdonosoknak (a vállalatnak) nyújtott támogatást jelent. Ha az adósságelengedés összegét éppen úgy határozzák meg, hogy a fennmaradó tartozás a vállalat felszámolás után megmaradó vagyonának értékével egyezik meg, akkor a tulajdonosok nem részesülnek efféle támogatásban. Ebben az esetben a vállalat vezetői az átszervezés vagy felszámolás kérdését illetően a makrogazdaságossági követelményekkel

azonos feltételek alapján hozzák meg döntésüket. A döntési szabályt a (3) feltétel módosított változata adja meg:

$$S - T > L = (1-s)D. \quad (4)$$

Ez esetben a hitelezők együttesen éppen annyi adósságot engednek el, amennyit amúgy sem tudnának behajtani.

Ha az adósságelengedés mértéke ennél kisebb, az érintettek esetleg még akkor is a felszámolás mellett dönthetnek, ha az átszervezés a gazdaság egészére nézve hatékonyabb megoldás lenne. Ez történik például abban az esetben, amikor fennáll a következő összefüggés:

$$(1-s)D > S - T > L. \quad (5)$$

A csődszabályozás átalakulása Magyarországon

Kétségtelen, hogy azokban a piacgazdaságokban, ahol a tőkepiac jól működik, csődeljárásokra nem túl gyakran kerül sor. Minél több intézményesített lehetőség van arra, hogy a vállalat feletti tulajdonosi jogok gyakorlása mások kezébe kerüljön át, annál kevésbé van szükség arra, hogy kényszer hatására történjen meg az, ami természetes úton nem megy. A csőd mögött rendszerint mindig megtalálható a pénzügyi fegyelem hiánya. A pénzügyi fegyelmet azonban jó esetben nem a csőd fenyegetése, hanem a tőkepiac hatékony működése váltja ki.

Ezt megerősíteni látszanak a magyar gazdaságról szerzett ismeretek is, melyekre többek között LAKI [1983], PAPANEK [1986], TARDOS [1988] és VOSZKA [1986] tanulmányaiból tehetünk szert. Mint TARDOS [1988] megállapítja, bármilyen legyen is a gazdasági rendszer, a csődeljárás önmagában nem elégséges arra, hogy az alkalmazkodás időben végbemenjen. Ahhoz, hogy a csődeljárás a társadalom javát szolgálja, a tőke, a munkaerő és a pénzpiacoknak egyaránt jól kell működniük. *Egy olyan gazdaságban, amelyben még csak kifejlődőben vannak a piacgazdaság intézményei, a túl szigorú csődszabályozás ahelyett, hogy a sikeres átalakulást támogatná, még nagyobb problémákat okozhat.*

Csődszabályozás a változások előtt

Annak ellenére, hogy a csődszabályozás már jóval a kilencvenes évek változásai előtt megjelent a jogrendszer elemei között, akkor tényleges szerepet mégsem játszott. A jogszabályok fogyatékoságai meglehetősen tág teret hagytak a hatóságok számára önkényes döntések hozatalára. Mivel a csőd problémája maga is a tulajdonjogok tágabb problémakörére vezethető vissza, a csődöknek a gazdasági döntésekre gyakorolt hatása nem lehetett jelentős mindaddig, amíg maguk a tulajdonviszonyok nem változtak meg.

A szocialista gazdaságirányítás gyakorlatilag nem alkalmazta a csődjogot. Bár csődeljárásra elvileg lett volna lehetőség, a gazdaságilag nem hatékony szocialista vállalatok átstrukturálását állami szanáláson keresztül valósították meg, ami a valóságban tényleges reorganizációt nemigen jelentett. Bár több szocialista vállalat küzdött komoly pénzügyi nehézséggel, hosszú évtizedeken keresztül gyakorlatilag nem került sor se csődeljárásra, se felszámolásra. Miként arra MIZSEI [1994] rámutat, a vállalatok szanálását egyes esetekben arra használták fel, hogy a bajba került vállalat zilált pénzügyeit burkolt módon tegyék rendbe. A döntések meghozatalakor a felügyeleti jogokat gyakorló minisztériumok érdeke dominálta az ügyben érdekelt többi fél (hitelezők) érdekeit. A nyolcvanas évek első felében mindössze nyolc állami vállalatot számoltak fel, és ráadásul KUTI-MÓRA [1989] elemzése szerint ezeket is többnyire véletlenszerűen választották ki a súlyos pénzügyi nehézségekkel küzdő állami vállalatok egyre népesebb táborából. Az 1986os kormányhatározat után a felszámolási eljárások iránti kérelmek száma ugyan fokozatos emelkedést mutat (lásd *1. táblázat*), de ezek túlnyomó többsége az első években nem az igazi gondot jelentő nagyvállalati kört érintette, hanem szövetkezeteket, kissozvetkezeteket és egyéb nem állami tulajdonú cégeket.

Beérkezett felszámolási kérelmek

Év	Beérkezett kérelmek száma
1986	5
1987	65
1988	144
1989	384
1990	630
1991	1268
1992	9891
1993	7242
1994. I. 1.-IX. 30.	3940

Forrás: PM és Piskolti [1993] 115. o.

Amint az adatokból kitűnik, sem az állami hitelezők, sem a kereskedelmi bankok nem bizonyultak túl szigorúnak az adós vállalatokkal szemben. A határozott fellépésre pedig szükség lett volna, hiszen a pénzügyileg ellehetetlenült vállalatok súlyos eladósodottságát jól szemlélteti az a tény, hogy az 1986 óta felszámolásra került állami vállalatok közül mindössze egy olyan akadt csak, amely a felszámolási eljárás során ki tudta elégíteni valamennyi hitelezőjét. Amint erre MARSIPAP [1993] tanulmánya rámutat, a szóban forgó Veszprém Megyei Állami Építőipari Vállalatot viszont nem is kimondottan pénzügyi zavarai miatt számolták fel. PISKOLTI [1993] számításai szerint amíg a Társadalombiztosítás és az APEH 116, illetve 212 esetben kezdeményezett felszámolási elszámolást 1990 januárja és 1992 márciusa között, addig a kereskedelmi bankok mindössze 36 esetben fordultak bírósághoz.

Annak ellenére, hogy a vállalatok jelentős részében a pénzügyi helyzet drámai módon romlott, a bíróságok kezdetben még kevés esetben rendelték el állami vállalat felszámolását. Mivel az államon kívül valójában más tulajdonos nem létezett, ezért a felszámolás a legtöbb esetben költségesebbnek tűnt, mint az átszervezés (vagy pénzügyi szanálás). Mindazonáltal az új szabályozás kikényszerített valamiféle pénzügyi fegyelmet a gazdaság egyes szereplői körében.

Csődszabályozás a gazdasági átmenet időszakában

A kilencvenes évek elején a jogszabályok megváltoztatása mellett az egyik legfontosabb érv az volt, hogy a szigorúbb szabályokon keresztül a vállalatok egymás közötti körbetartozásának nagysága visszaszorítható lesz. A jogalkotók és persze a gazdaságpolitika irányítói azt várták, hogy a szigorúbb szabályok miatt a gazdaság szereplői között a fizetési fegyelem javulni fog, és a fizetéseképtelen vállalatok csődbe fognak menni. Azok életképes részei átalakulnak, és a reorganizáció eredményeként az erőforrások a hatékony felhasználási területekre áramolnak át. A nem életképes üzemrészek pedig a felszámolás miatt nem működnek tovább, és a működtetésükre fordított erőforrásokat máshol lehet majd hasznosítani. Egészében véve ettől a gazdaság teljesítményének a javulását várta mindenki.

Az 1992 januárjától hatályos csődtörvény több ponton is jelentős változást hozott a korábbi szabályozáshoz képest. A legfontosabb természetesen az volt, hogy a reorganizáció (a csőd) intézménye is megjelent a szabályozás elemei között. Túl azon, hogy pontosan meghatározták, milyen feltételek mellett kell egy vállalatot fizetéseképtelennek nyilvánítani, az említett gazdaságpolitikai célok elérése érdekében - még a nyugati gyakorlatban is szokatlan - drákói szigorú mutató szabályozást léptettek életbe a *kötelező öncsőd* intézményének bevezetésével. A törvény szerint, ha egy vállalat 90 nap után sem volt képes valamely hitelezőjét kielégíteni, akkor az adós vállalat vezetője nyolc napon belül köteles volt vállalatára ellen csődeljárást kérni. Ennek elmulasztása esetén a vállalat vezetőjét a polgári jog vonatkozó szabályai alapján felelősségre lehetett vonni, és saját vagyonával is felelt a hitelezőknek a csődeljárás késedelmes kezdeményezése miatt keletkező kárért. (A szabályozásnak ezt a sokat vitatott pontját 1993 őszétől hatályon kívül helyezték.)

Az adóst kezdetben a csőd bejelentése után automatikusan 90 nap fizetési moratórium illette meg, amihez újabban már a hitelezők jóváhagyására is szükség van. A moratóriumot további 30 nappal még meg lehet hosszabbítani. Az automatikus moratórium, illetve annak kiterjesztésének lehetőségét is számos kritika érte. Sokan hangoztatták, hogy ez idő alatt a vállalatot gyakorlatilag teljesen ki lehetett "üríteni". (A moratórium korábban sem és most sem vonatkozik a bér és bérjellegű kifizetésekre, ami nyilvánvalóan a társadalmi feszültségek elkerülésére került be a törvény rendelkezései közé.)

A moratórium alatt az adósnak ki kell dolgoznia egy kilábalási programot, illetve egyezségi javaslattal kell a hitelezők elé állnia. Ha ez nem történik meg, vagy a hitelezők azt nem fogadják el, akkor a csődeljárás automatikusan felszámolási eljárásba fordul át. Korábban az egyezség megkötéséhez minden hitelező egyetértésére szükség volt. A valóságban azonban ennek megszerzésére nem sok esély volt. A kis és nagyhitelezők céljai között ugyanis jelentős ellentét feszül. A kishitelezők sokkal inkább erőltetik a felszámolás elindítását, mint azok a hitelezők, amelyeknek a vállalat jelentős összeggel tartozik. A kishitelezők minél előbb szeretnék pénzükhöz vagy legalább annak egy részéhez hozzájutni. Újabban az egyezség eléréséhez elég a már lejárt követelésekkel rendelkező hitelezők felének és a még le nem járt követelésekkel rendelkező hitelezők negyedének a jóváhagyása, ha követeléseik nagysága eléri a teljes adósságállomány nagyságának kétharmadát.

Ha felszámolásra kerül sor, akkor az eljárás során egyezség megkötésére bármikor van lehetőség, és a törvény szintén elismeri a kényszeregyezség intézményét, csak itt az egyes hitelezői csoportokba tartozók felének a hozzájárulását kell megszerezni a megállapodáshoz.

Az új jogszabályban természetesen meghatározták a felszámolási eljárás végén esedékes kielégítési sorrendet is arra az esetre, ha a felek nem tudnak erről megállapodni. Az 1986os rendelethez képest a csődtörvény az állami hitelezők részére kedvezőbb elbírálást biztosított a felszámolás során. Az adó és vámtartozást vagy a társadalombiztosítással szemben fennálló kötelezettségeket most már a bankok és a szállítók előtt kell kielégíteni. A közvetlenül kieső állami bevételek, úgy látszik, ekkorra már elég súlyos gondot okoztak. E változtatással minden bizonnyal azt kívánták elérni, hogy a központi költségvetés pozíciója valamelyest javuljon.

Természetesen ez a változtatás nem sok reményt hagyott a bankoknak és a szállítóknak arra, hogy kinnlevőségeikből jelentős összeget viszontlássanak. Ne feledjük, itt nem egyszerűen csak arról van szó, hogy ki jut korábban a pénzéhez, hanem arról is, hogy az állami hitelezőkkel szemben felhalmozott adó, vám és járuléktartozások magas szintje egyszerűen nem teszi lehetővé, hogy a sorban álló, de még ki nem fizetett hitelezők is pénzükhöz juthassanak! Amint az egyes számításokból kiderül, a bajba került vállalatok vagyona és követelésállománya többnyire kisebb, mint hiteleik és különféle tartozásaik, kötelezettségeik együttes összege.

A bankok reménytelennek látszó helyzetét tovább súlyosbította az is, hogy a kötelező öncsőd intézményének bevezetése miatt a bíróságokra hirtelen rászakadt nagy tömegű ügyintézés jelentős mértékben lelassította a csőd és felszámolási eljárások ügymenetét. Ha minden határidőt a lehetőségeket maximálisan kihasználva összeadunk, akkor azt kapjuk, hogy egy olyan csődeljárás, melynek során a hitelezők nem jutnak egyezségekre, 151 napig is eltarthat. Ennyi időre van szükség ahhoz, hogy valamilyen bírósági végzés szülessen. Ehhez hozzá kell még adni a felszámolási eljárás megindításához szükséges időtartamot, a fizetéseképtelenség megállapításának idejét, a jogerős végzés közzétételéhez szükséges időt, valamint az esetleges haladék idejét. Ez mindösszesen már 257 napot tesz ki. Természetesen a hitelezőknek a felszámolás végét kell megvárniuk ahhoz, hogy még pénzt is lássanak. Ez akár újabb két évig is eltarthat. Köztudott, hogy a valóságban a csőd és felszámolási eljárások befejeződésének tényleges ideje még hosszabb, s a törvényesen biztosított határidőnek akár a kétszerese is lehet. Ezek alapján talán már érthető, hogy a hitelezők inkább valamiféle egyezséget szeretnének kötni, hisz a teljes procedura végén követeléseiknek úgyszólván csak egy töredék részéhez juthatnak hozzá.

A csődtörvény egyéves tapasztalatai alapján a kormány előterjesztésére a parlament 1993 nyarán módosította az 1991. évi IL. törvényt. Mint azt már jeleztük, a legfontosabb változtatás a kötelező

öncsőd intézményének megszüntetése volt. Új elemnek tekinthető az is, hogy egy vállalat akkor is kérhet csődöt maga ellen, ha nem fizetéseképtelen. Sokak szerint ez a változtatás a taktikai csődök számának növekedésével jár, ami nem kívánatos. A hitelezők érdekeinek védelmét jelenti viszont annak a pontnak a megjelenése, mely szerint a fizetési moratóriumhoz szükség van a hitelezők beleegyezésére is. Feltehetően a csőd és felszámolási eljárások makrogazdasági hatásai miatt került be a szabályozásba az az új elem, mely szerint a felek sikertelen megegyezése esetén sem indul automatikusan felszámolási eljárás az adós ellen. Az állami költségvetés szempontjai jutnak érvényre azzal a változtatással, melynek értelmében a moratórium alatt a bér és bérjellegű kifizetéseken túl egyes adókat és adójellegű járulékokat is fizetni kell. Az állami hitelezők megerősödött jogosítványai miatt viszont a csődmegállapodások sikere kerülhet veszélybe, ha az említett testületek a moratórium alatt tényleg érvényt szereznek jogaiknak.

A nem állami hitelezők érdekeit jelentősen csorbítja az a kitétel, mely szerint a felszámolási költségek között kell elszámolni a környezeti károk orvoslásának a költségeit. Ha a szocialista éra környezetvédelmi normáira gondolunk akkor nem nehéz belátni, hogy a szabályozásnak ez az eleme több vállalat esetében is azt eredményezi, hogy az állami hitelezők követeléseinek a kielégítésére nem marad pénz. (Nem véletlen tehát, hogy a gyakorlatban ez a pont nemigen jut érvényre.)

2. táblázat

A felszámolási eljárások kezdeményezései

Időpont	Eljárást kérő						Összesen
	adós	APEN	VPOP	Tb	bankok	Szállítók és egyéb hitelezők	
1990	—	28	—	7	20	—	—
1991	—	66	—	107	9	—	—
1992	1760	1362	0	233	93	6443	9891
1993. I.	129	38	0	9	17	483	676
II.	155	32	0	14	6	463	670
III.	152	38	0	15	21	608	834
IV.	127	41	0	17	10	565	760
V.	111	44	0	12	17	530	714
VI.	151	44	0	7	3	477	682
VII.	114	53	0	10	16	401	594
VIII.	97	38	0	11	17	479	642
IX.	70	33	1	6	9	278	397
X.	90	27	0	8	9	290	424
XI.	83	54	0	7	15	290	449
XII.	80	36	0	13	19	252	400
1993	1359	478	1	129	159	5116	7242
1994. I.	83	35	0	11	24	300	453
II.	89	44	0	8	5	318	464
III.	99	43	0	15	10	279	446
IV.	81	41	0	16	4	298	440
V.	79	49	0	9	11	301	449
VI.	80	27	0	19	6	271	403
VII.	63	43	0	8	9	244	367
VIII.	67	49	0	16	3	247	382
IX.	81	98	0	8	7	342	536
1994	722	429	0	110	79	2600	3940

Forrás: PM [1994].

Mint az a 2. táblázatból kiderül, a bankoknak a felszámolási eljárások kezdeményezése terén mutatott aktivitása igen visszafogott. A kereskedelmi bankok az eljárást kérőknek alig valamivel több mint 2 százalékát teszik ki. Ez egyfelől minden bizonnyal az előbb felsorolt tényezőkkel magyarázható, másfelől viszont a nagy kereskedelmi bankok tőkehiányára vezethető vissza. De ezek mellett van egy további tényező is, ami miatt a bankok nem igyekeztek rendezni kétes kintlevőségeiket. Ez pedig a

kormány által megígért bank és adókonszolidáció.

Ezekkel, valamint a határozott kormányzati elképzelések és gazdaságpolitikai lépések hiányával magyarázható, hogy a csőd és felszámolási eljárások nagy száma ellenére is, az igazán nagy gondot okozó állami vállalatok sorsa továbbra is függőben maradt.

1992ben a 4169 csődeljárási kérelemből 1016 volt önkéntes, 3153 kérelem volt kötelező öncsöd. Egy évvel később a 987 csődkérelemből 137 volt önkéntes, 850 kérelem pedig kötelező öncsöd. Az 1992-ben lezárult csődeljárások közül 740 esetben sikerült egyezsége jutni (ebből 159szer az önkéntes csődök, és 581szer a kötelező csődök esetében), míg 703 esetben felszámolásba torkolt az eljárás (melyből 155 esetben önkéntes kérelem, illetve 548 esetben kötelező kérelemnél következett ez be). Ugyanabban az évben a 2703 befejezett ügyből 1260 esetében kellett az eljárást adminisztratív okok miatt lezárni. A következő évben azonban a csődeljárások egyre többször folytatódtak felszámolással. Az 1993 összes kérelemből 740 zárult adminisztratív befejezéssel, míg 510 csődeljárás esetében sikerült a hitelezőknek egyezsége jutni (37szer önkéntes és 473szor kötelező csődkérelem kezdeményezése után). 1993ban a csődeljárások 674 esetben torkoltak felszámolásba.

Véleményünk szerint a csődszabályozásnak a gazdaságra gyakorolt hatásai súlyos problémákat jeleznek. Ezek egy része a túl szigorú szabályok és az átmeneti állapotból eredő torzulások (mint például az *L* és *s* viszonylag alacsony értékei) között mesterségesen is élezett feszültségből fakad. Ennek egyik következménye az, hogy az eladósodott vállalatok pénzügyi problémáinak rendezése során a felszámolások kerülnek előtérbe. Egy másik, ennél általánosabb gond abból ered, hogy *bár a jogszabályok korszerűsítése fontos lépés egy jól működő piacgazdaság kialakulása szempontjából, ez önmagában azonban nem képes a hatékony tőkeallokáció megvalósítására, ha a szükséges tőkepiaci intézményrendszer nem felett.*

A szigorú csődszabályozás következményei fejletlen piacgazdasági környezetben

A gazdasági átmenet sikeressége szempontjából fontosnak bizonyulhat, hogy a csődjog kialakítása során a csődeljárások gazdasági hatásait, azok sajátosságaival együtt vegyék figyelembe. Úgy tűnik, hogy a magyar csődszabályok megalkotásakor a gazdaságpolitikusok a fő hangsúlyt a sorban állás felszámolását célzó monetáris megfontolásokra helyezték. Emiatt viszont nem fordítottak figyelmet a gazdasági átmenet sajátos hatásaira. A bemutatott (5) összefüggésben szereplő változók értékeit pedig a gazdasági környezet és a gazdaság egészében lezajló folyamatok jelentős mértékben befolyásolják.

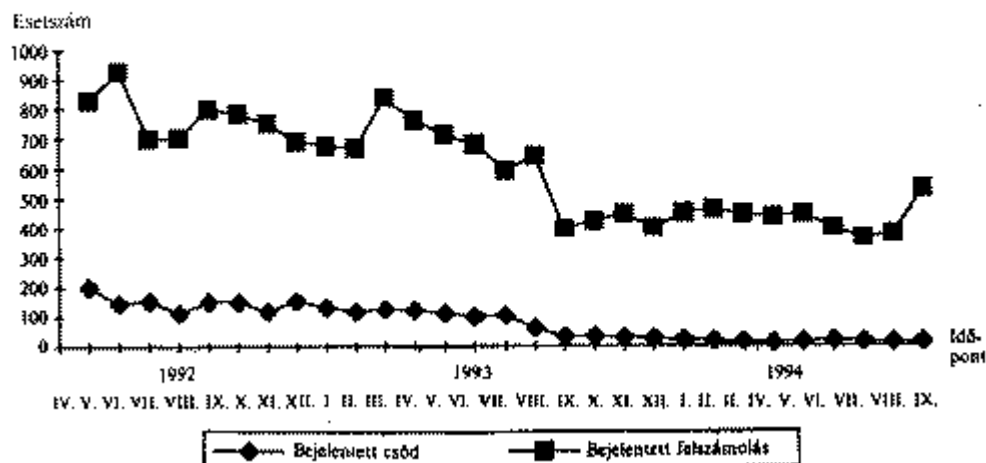
A vállalat felszámoláskori értéke (*L*) a tőkepiacok nem hatékony működése és a világgazdaságban megfigyelhető általános recesszió miatt alacsonyabb, mint egyébként várható lenne, amit csak tetéz a vállalatok eszközeiért mutató meglehetősen alacsony kereslet. Az ÁVÜ kalkulációi szerint a csődtörvény bevezetésének első huszonnégy hónapja alatt a csődeljárás alá vont vállalatok saját tőkéjének az értéke 54 százalékkal csökkent, mialatt az általuk termelt összes veszteségállomány 77,4 milliárd forinttal (173 százalékkal) nőtt 1992ről 1993ra. Más - pénzügyminisztériumi - számítások szerint a csődeljárással érintett vállalati körben a vagyonszerzés a jegyzett tőke kétharmadát tette ki 1993ban. A felszámolással érintettek a jegyzett tőkéjük nagyságán felül rendelkezésükre bocsátott alapítói vagyonuk mintegy hetedrészét ugyancsak elvesztették. Mint a szóban forgó PM-jelentés megállapítja, a csődtörvény "életbe lépése óta közzétett csődeljárással érintett gazdálkodó szervezetek csak 1993ban a jegyzett tőkéjük 37 százalékat kitevő veszteséget termeltek, mely veszteség 15 százalékkal meghaladja az összes még megmaradt saját tőkéjüket". (PM [1994] 9-10. o.)

Megjegyezzük azonban azt is, hogy ennek a folyamatnak nemzetgazdasági szempontból vannak bizonyos előnyei is, hiszen így alacsony áron lehet bizonyos készletekhez vagy berendezésekhez hozzájutni. A vállalatok vagyonszerzését, illetve a vállalatok értékének csökkenését véleményünk szerint is csak felerősíti az állami vállalatok felszámoláson keresztül történő privatizálásának a lehetősége. A hazai adatok azt mutatják, hogy ennek a hatása is jelentős lehet, hisz az ÁVÜ portfóliójába tartozott majd kétezer állami vállalat közül 481-et privatizáltak vagy éppen privatizálnak felszámolási eljárásokon keresztül (beleértve a végelszámolásokat is), ami az összes vállalat csaknem egynegyede. Hozzá kell tenni, hogy vagyonuk (286,3 milliárd forint) azonban már csak tíz százalékot

tesz ki az ÁVÜ említett portfóliójából. Az ÁVÜ kalkulációi szerint a felszámolás útján privatizált vagyon átlagosan a könyv szerinti érték 15-20 százalékaért kelt el. Más kalkulációk szerint - mint például BONIN-SCHAFFER [1995] - ez az érték valamivel magasabb. Még egy tíz százalékkal magasabb érték sem változtat azonban azon a tényen, hogy a vállalatok felszámolási értéke meglehetősen nyomott.

1. ábra

Csőd és felszámolás alatt álló szervezetek száma



Paradox módon ugyanakkor, az adósságelengedés mértékét meghatározó (s) paraméter értéke esett a bankok egyre szűkülő veszteségelírási képessége miatt. Ez különösen így van azóta, amióta a bankoknak az új tőke megfelelési mutatókhoz kell igazodniuk. Ebben az átmeneti időszakban gyakran adódhat olyan eset, amikor a vállalat felszámolási értéke olyan alacsony, hogy az átszervezéssel elérhető nyereség értéke meghaladja azt. A (2) összefüggésben megjelenő döntési szabály alapján ilyen esetekben a társadalom szempontjából az átszervezés és nem a felszámolás lenne a kívánatos döntés. Azonban a bankok alacsony adósságelengedési hajlandósága (azaz s kis értéke) miatt az átszervezés nettó eredménye rendszerint kisebb, mint a vállalatok adósságszolgálati kötelezettsége, amiből pedig az következik, hogy a (3) összefüggés szerint a vállalat a felszámolást kénytelen választani.

A bankok továbbra sem érdekeltek a felszámolási eljárás kezdeményezésében. Erre valójában nincsenek felkészülve. Ráadásul ilyen esetekben különben is biztosak lehetnek abban, hogy veszteségeiket tényleg le kell írniuk. Mindez nem jelenti azonban azt, hogy a bankok az adósságelengedéssel járó egyezségek elérésén fáradoznának. Úgy tűnik, hogy e tekintetben inkább a kormány, semmint saját maguk aktív szerepvállalására építenek. Ez tükröződik az adatokban is. Az MNB kimutatásai szerint 1991-1992ben a bankok gyakorlatilag nem írtak le semmit kétes követelésállományukból. Az azt követő évben is mindössze 762 millió forintnyi bukott hitelt, illetve kamatkövetelést írt le a három nagy kereskedelmi bank. Tavaly az első félévben már több mint 7 milliárd forintot, majd egy nyári megtorpanás után az év végéig majd 100 milliárd forint követelést írtak le a kereskedelmi bankok. Ennek is több mint a fele viszont az utolsó hónapra koncentráldott.

Az eddigi folyamatok azt mutatják, hogy egy átalakulóban lévő gazdaság az (5) összefüggésben kifejezésre jutó dilemmával találja magát szemben. Nevezetesen azzal, hogy a bajba került vállalatokat még akkor is fel kell számolni, ha társadalmi szempontból azokat ésszerűbb lenne átszervezések révén megmenteni. Vagy másképpen, a gazdaság egyfajta *22-es csapdája* szituációba kerül: azáltal, hogy az eladósodott vállalatok az egyetlen járhatónak tűnő útra lépnek, vagyis felszámolnák őket, még több bajt okoznak a gazdaság egészének a tömeges felszámolások negatív externális hatásai miatt.

A helyzet paradox. Az átmenet problémái következtében a bajba került vállalatok likvidációs értéke (L) alacsony, mivel a kereslet az általános finanszírozási nehézségek miatt igen korlátozott. A hitelezők, közöttük is különösen a bankok adósságelengedési hajlandósága mérsékelt (vagyis s értéke kicsi). E két tényező önmagában is azt valószínűsíti, hogy az $L < S - T < (1 - s)D$ összefüggés teljesül, vagyis felszámolás fenyeget olyan vállalatokat is, melyek átszervezése az adott piaci értékítélet szerint jobban szolgálná a gazdasági hatékonyságot. Ez másrésztől gazdasági érvet ad az adós és bankkonszolidációhoz hasonlatos olyan mentőakcióknak, melyek önmagukban a csődtörvény *de facto* hatályon kívül helyezését jelentik. A bankok egyrészt vonakodnak megtenni a döntő lépést az egyébként nyilvánvalóan fizetéseképtelen ügyfelekkel szemben. Mihelyt azonban más hitelezők csődbe kényszerítik azokat, éppoly vonakodóak a kilábaláshoz szükséges segítség megadásában is.

Minden esetben, amikor a rendszer működéséből a hatékonysági szempontokat figyelmen kívül hagyó döntés adódna, fokozottan erősen jelentkezik az egyedi beavatkozás igénye. Az egyedi beavatkozás azonban önmagában is további torzulások veszélyét rejtje magában. A probléma gyökere nem jogi természetű, így a megoldást sem egyszerűen a csődszabályozás módosításában kell keresni. Úgy gondoljuk, hogy a jelenlegi ellentmondásokat kiélező intézményi korlátok és a piaci tökéletlenségek oldásán keresztül javítani lehetne a kialakult helyzeten. Mindezekhez viszont a privatizáció befejezésére, a tőkepiac intézményrendszerének, valamint a bankrendszernek a fejlesztésére van szükség.

Hivatkozások

ÁBEL ISTVÁN-MILLER, R. A. [1992]: A vállalatokat eladják, ugye? Közgazdasági Szemle, 1. sz.

ÁBEL ISTVÁN [1993]: A csőd árnyalatai. Közgazdasági Szemle, 11. sz.

BAIRD, D. G. [1986]: A World Without Bankruptcy. Law and Contemporary Problems, (50) 2. (tavasz), 173-193. o.

BONIN, J.-SCHAFFER, M. [1995]: Banks, Firms, Bad Debts and Bankruptcy in Hungary 1991-1994. Centre for Economic Performance. Kézirat.

BRADA, J. C.-HEWETT, E. A.-WOLF, T. A. (szerk.) [1988]: Economic Adjustment and Reform in Eastern Europe and the Soviet Union. Essays in Honor of Franklyn D. Holzman. Duke University Press, Durham, NC.

FUTÓ PÉTER [1994]: A csődeljárások mérhető hatásai. Statisztikai Szemle, 2. sz.

HOLLÓ MARIANNA [1994]: A csőd és felszámolási eljárások tapasztalatai. Ipari Szemle, 1. sz.

JENSEN, M. C.-MECKLING, W. H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics (3), 305-360. o.

KLASMEYER, B.-KUBLER, B. [1983]: Bankruptcy and Insolvency. Megjelent: Ruster (szerk.) [1983], 84-135. o.

KOPPÁNYI MIHÁLY [1994]: Enterprise Sector and Privatization. World Bank IC2CO Division, 1994. június. Kézirat.

KUTI ANNA-MÓRA MÁRIA [1989]: A vállalati válság kezelése a nyolcvanas évek végén - avagy az új csődtörvény (nem)alkalmazásának tapasztalatai. GKI, Budapest. Kézirat.

LAJTAI GYÖRGY [1994]: A cégek kétharmadára felszámolás vár. Figyelő, április 7. 25. o.

- LAKI MIHÁLY [1983]: Vállalatok megszűnése és összevonása. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- LOGUE, D. (szerk.) [1984]: Handbook of Modern Finance. Boston: Warren, Gorham and Lamont.
- MARSI ERIKA-PAP JUDIT [1993]: A csődtörvény hatása a pénzintézetekre. Bankszemle, 11-12. sz.
- MECKLING, W. H. [1977]: Financial Markets, Default, and Bankruptcy: The Role of the State. Law and Contemporary Problems (41) 4. 13-37. o.
- MILLER, M. H. [1977]: The Wealth Transfers of Bankruptcy: Some Illustrative Examples. Law and Contemporary Problems (41) 4. 38-46. o.
- MINK MÁRIA [1994]: Buktat a bank. Figyelő, 1994. február 7. 22-24. o.
- MITCHELL, J. [1990]: Managerial Discipline, Productivity, and Bankruptcy in Capitalist and Socialist Economies. Comparative Economic Studies (32) 3. 93-137. o.
- MIZSEI KÁLMÁN [1994]: Bankruptcy and the Post Communist Economies of East Central Europe. Russian and East European Finance and Trade, 2. sz.
- PAPANEK GÁBOR [1986]: Hungarian Enterprises Surviving Critical Financial Situations. Acta Oeconomica, 3-4. sz.
- PISKOLTI SÁNDOR [1993]: A gazdasági törvénykezés, a gazdasági perek, csődök és felszámolások alakulása az átmenet időszakában Magyarországon. Kézirat.
- PM [1992]: Előterjesztés a Kormány részére a csődeljárásról, a felszámolási eljárásról szóló törvény makrogazdasági hatásairól. Budapest, november.
- PM [1993]: Előterjesztés a Kormány részére a csődeljárásról, a felszámolási eljárásról szóló törvény makrogazdasági hatásairól. Budapest, július.
- PM [1994]: Előterjesztés a Kormány részére a csődeljárásról, a felszámolási eljárásról szóló törvény makrogazdasági hatásairól. Budapest, november.
- Privatizációs monitor. 1994. június.
- RUSTER, R. (szerk.) [1983]: Business Transactions in Germany. M. Bender, New York.
- SCOTT, J. A- SMITH, T. C. [1986]: The Effect of the Bankruptcy Reform Act of 1978 on Small Business Loan Pricing. Journal of Financial Economics (16), 1. 119-140. o.
- STIGLITZ, J. E. [1972]: Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and TakeOvers. The Bell Journal of Economics and Management Science, (3) 2. 458-482. o.
- TARDOS MÁRTON [1988]: How to Create Markets in Eastern Europe: The Hungarian Case. Megjelent: Brada-Hewett-Wolf [1988], 259-284. o.
- VOSZKA ÉVA [1986]: Company Liquidation Without a Legal Successor. Acta Oeconomica, 1-2. sz.
- WESTON, F. J. [1977]: Some Economic Fundamentals for an Analysis of Bankruptcy. Law and Contemporary Problems, (41) 4. 47-65. o.

WHITE, M. J. [1984]: Bankruptcy, Liquidation and Reorganization. Megjelent: Logue, D. (szerk.): Handbook of Modern Finance. Warren, Gorham and Lamont, Boston.

WHITE, M. J. [1989]: The Corporate Bankruptcy Decision. Journal of Economic Perspectives (3) 2.129-151. o.

WHITE, M. J. [1994]: Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Outof Court Debt Restructuring. The Journal of Law, Economics, and Organization (10) 2. sz. 268-295. o.

* Munkánkat az MTA OTKA (nyilvántartási szám: T 18211 és F 113554) anyagilag támogatta, melyért ezúton mondunk köszönetet.