

Pálinkó Éva – Tóth Tamás

Hatékony csőd és reorganizáció a hazai gyakorlatban

ÖSSZEFOGLALÓ: A 2008-as válság időszakában globálisan preferált törekvéssel találkozott az a hazai jogalkotói szándék, amely az életképes vállalatok további működését biztosító csődtörvény felülestsítését tűzte ki célként. Ennek eredményeként megszületett a 2009. évi LI. törvény. 2014-ben a Fővárosi Törvényszéken végzett kutatás eredményeként megállapítható, hogy a csődtörvény nem hozott reorganizációt támogató változást a tőke hatékony allokációja terén, és ennek következményeként a hitelezővédelemben sem eredményezett javulást. Az egyezsre vagy felszámolásra vonatkozó döntés nem a vállalatok gazdasági teljesítményének múltbeli és várható jövőbeli elemzésére épült, így nem sikerült a korábbi időszakhoz képest nagyobb számban az értékteremtés pályájára állítani a pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatokat.¹

KULCSSZAVAK: reorganizáció, hatékony csőd, csődszabályozás, Magyarország

JEL-KÓDOK: G32, G33, G34, K22

A 2009. évi LI. törvény a pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatoknál a reorganizáció súlyának növelését célozta meg Magyarországon. Ez összhangban állt a 2008-as válság által nemzetközileg kiváltott, reorganizációt erősítő csődtörvény-módosítási hullámmal, illetve a korábbi válságok (ázsiai, közép-amerikai) reorganizációt erősítő törvénymódosítási tapasztalataival. Ebben az időszakban a csődtörvények módosításának célja az életképes vállalatok továbbműködésének biztosítása és az életképtelen vállalatok gyors felszámolása volt. A cikkben azt vizsgáljuk, hogyan alakult 2009-et követően a pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatok sorsa. A reorganizációt támogató törvénymódosítás önmagában elégséges feltétel-e egy reorganizációt erősítő folyamat megindításában? Nagyobb számban indítottak-e a 2009-es törvénymódosítást követően

reorganizációs eljárás² a pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatok körében? A reorganizációs eljárás alá vont vállalatoknál az egyezséggel vagy annak elutasításával záruló esetek között tudunk-e szignifikáns különbséget tenni a legfontosabb historikus pénzügyi paraméterek alapján? A reorganizációs eljárás során milyen arányban született az érintett vállalatok vonatkozásában egyezség a vállalatok továbbműködésére vonatkozóan? Az egyezség megkötése biztosította-e a vállalatok visszavezetését az értékteremtést biztosító pályára, javította-e a tőke hatékony allokációját?

A CSŐD GAZDASÁGI ÉS JOGI TARTALMA

Az utóbbi évtizedekben és különösen a 2008-as válság hatására a csődtörvény átalakításához kapcsolódó reformok globálisan és kitüntetetten Európában a következő célokkal jelentek

Levelezési e-cím: palinko@finance.bme.hu
toth@finance.bme.hu

meg (Cirmizi et al., 2010): akadályozza meg az életképes vállalatok piacról történő kilépését; segítse, hogy az eszköz- és hitelre strukturálás, a reorganizálás eredményeként minél több vállalat tovább működve értéket teremtsen; az életképtelenek piacról történő kivezetésének időtartamát csökkentse, ezzel a csőd költséget mérsékelje.

Az életképes és életképtelen vállalatok hatékony szétválasztásának feltétele, hogy meghatározzuk a csőd fogalmát, amelynek jól elkülöníthető pénzügyi/gazdasági tartalma és jogi értelmezése van. A közgazdaságtan központi felfogása, hogy a piaci feltételek között ható erők a piacokat hosszú távon az egyensúly felé vezetik. A piacon azok a vállalatok maradnak életben, amelyek hosszú távon legalább normál profitot realizálnak. Pénzügyi nehézségekről (gazdasági értelmezésben a csödről) akkor beszélünk, amikor a vállalat hosszú távon nem képes az erőforrásait a normál profit követelményének megfelelően működtetni, a vállalati tőkeköltség (WACC) tartósan meghaladja az eszközök működtetéséből származó hozamot (a befektetett tőke jövedelmezősége, ROIC), azaz a vállalat az értékrombolás stádiumába jut. A pénzügyi nehézségek a külső érdekeltek számára akkor válnak egyértelműen láthatóvá, amikor a vállalat nem képes eleget tenni esedékes fizetési kötelezettségeinek. A vállalat fizetési képtelensége lehet átmeneti likviditási probléma, ugyanakkor táplálkozhat a hatékonysági követelményeknek tartósan nem megfelelő gazdálkodásból, amikor a $ROIC < WACC$ állapot tartós fennállásának eredményeként fellépő értékrombolás (újabb hitelek felvétele nélkül is) növeli a tőkeáttételt (D/E , hitel/saját tőke értéke), amelynek következménye, hogy végül az adósság értéke meghaladja a vállalati értéket (V), azaz a fizetési képtelenséget tényleges vagyonihiány okozza. A csőd, a pénzügyi nehézség gazdasági értelemben vett releváns tartalma három tényezőcsoporthoz

köthető: rossz eszközhatékonyság, magas finanszírozási áttétel (amely lehet az értékteremtés hiányának következménye, vagy a csőd közvetlen oka), a likviditás hiánya. Ha a piac tökéletes, egy vállalat pénzügyi krízis esetén azonos információs bázison minden érdekelt (adós és hitelező) racionális döntést hoz a vállalat reorganizálása vagy felszámolása tekintetében. A pénzügyi nehézséggel küzdő vállalat életben marad, ha a vállalat továbbműködési értéke (V_C) meghaladja annak likvidációs értékét (V_L) vagyis ha a várakozások szerint a jövőben képes lesz értékteremtésre, és likvidálásra kerül, ha $V_L > V_C$.

Ha a piac tökéletes, nincs szükség intézményesített hitelezővédelemre. A létező piac azonban nem tökéletes, az aszimmetrikus információk, a megbízó–ügynök probléma következtében a vállalat felszámolására vonatkozó döntés messze kerülhet a hatékony csőd kritériumától. Ilyen feltételek között a csődintézmény feladata, hogy a hitelezők számára védelmet biztosítson, a tőke hatékony alokációját elősegítse, végső soron rendezett módon biztosítsa a felszámolásra érett vállalatok piacról történő kivezetését (Veress, 2002), illetve a továbbműködésre vonatkozó döntés és az ezt támogató reorganizációs terv megszületését. *White* (2011) megfogalmazása szerint a csődjog ösztönzi a hitelezők és adósok hatékony viselkedését, hatását tekintve széleskörű: alakítja a hitel iránti keresletet, a vállalatvezetők által a beruházási döntésekben felvállalt kockázatot. Továbbá a csődjog hat a formális és informális egyezség arányára, a csődindítás időpontjára, az egyezségre vonatkozó döntések során az érdekeltek alkalmi koalíciójára stb. Ebben a cikkben azt vizsgáljuk, hogy a csődszabályozás 2009-es reorganizációt erősítő módosítása hozott-e változást a hitelezők és adósok viselkedésében és segítette-e a tőke hatékony alokációját, ezzel együtt a jobb hitelezővédelmet a formális reorganizációs eljárás alá vont vállalatoknál.

White (1983) a létező piaci feltételek között a nem hatékony csőd veszélyére hívja föl a figyelmet, amikor az egyes hitelezői csoportok pénzügyi döntési kritériumát veti össze a hatékony csőd kritériummal. Hatékonynak tekintti a csődöt, azaz a vállalat piacról történő kivezetését, amikor a vállalat likvidációs értéke meghaladja a vállalat továbbműködési értékét. White elemzése megmutatja, hogy a csődniytás időpontja kitüntetett szerepet játszik a gazdaságilag hatékony döntésben, amely szerint az életképes éljen, az életképtelen pedig mielőbb kerüljön a piacról kivezetésre. Szerinte a csődniytást megelőzően fennáll a nem hatékony továbbműködés veszélye, amikor az adós a hitelező kockázatára játszik, a csődniytást követően pedig a nem hatékony felszámolás veszélye fenyeget. *Haugen-Senbet* (1978) modelljében a csődniytás időpontját a $V=D$ állapottal azonosítja, amikor a vállalat piaci értéke (V) egyenlő a hitelezők követelésének könyv szerinti értékével (D). Ekkor a vállalati részvénytőke értéke nulla, amely gazdasági értelemben a tulajdonjognak a hitelezőre történő átruházását jelenti.

A vállalat érdekeltjei között fennálló információs aszimmetria, a jövőre vonatkozó eltérő várakozások következtében a gazdasági csőd bekövetkezése nem tekinthető egy – valamennyi szereplő szemszögéből – objektív időpontnak, és ez megnehezíti a csőd megindításáról szóló hatékony döntés meghozatalát. Ezzel szemben a csőd jogi definíciója, a vállalat fizetéseképtelensége, egy olyan tünet, amely egyértelműen megragadhatóvá és mindenki számára objektíven, egyszerűen azonosíthatóvá teszi a csődőállapot bekövetkezését/fennállását. A jogi definíció esetén a csőd állapot azonosítása azonban nem a vállalat valós fundamentális helyzetéből kiindulva történik, annak egyetlen elemével, a fizetéseképtelenség fennállásával egyező tartalommal bír.³

ÖSSZEGEZVE: a hatékony csőd gazdasági kritériuma, hogy reorganizáljuk azt a vállalatot,

amely még képes értéket teremteni, és mielőbb vezessük ki a piacról azt, aki erre nem képes. Az érdekeltek döntésében ennek a hatékonysági követelménynek az érvényesítése mind a hitelezővédelem, mind a hatékony tőkeallokáció követelményének való megfelelést segíti. Az időben történő csődniytás feltétele az életképes és életképtelen vállalatok szétválasztására vonatkozó, az érték teremtésen alapuló döntés meghozatalának. A csődtörvény szükséges, de nem elégséges feltétele annak, hogy az érintettek, adósok és hitelezők mind a csődindítás időpontjára vonatkozóan, mind a továbbműködés és felszámolás tekintetében hatékony döntést hozzanak.

REFORMHULLÁM A CSŐDSZABÁLYOZÁS ÁTALAKÍTÁSÁBAN

Nemzetközi tapasztalatok

Az elmúlt két évtizedben Európában a csőd szabályozás középpontjában – jórészt amerikai minta alapján – a reorganizáció erősítése állt. White (1989) miközben az aukció/felszámolás, valamint a reorganizálás/restrukturálás kényes egyensúlyáról ír, rámutat az amerikai és az európai vállalati finanszírozási rendszer markáns eltérésére és az abból fakadó csődszabályozási különbségekre. Ha az egyes országok törvénye a közvetlen finanszírozási rendszerben „adóspárti”, akkor óhatatlanul támogatja a pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatok nem hatékony továbbműködését. Viszont, ha a törvény a közvetett tőkepiac által meghatározott rendszerben felszámolásbarát („hitelezőpárti”), akkor fennáll annak a veszélye, hogy az életképes vállalatokat is likvidálni fogják. Az amerikai szabályozási környezetben az empirikus tesztek eredményei igazolták a reorganizációt preferáló csődszabályozás hatékonyságát a vállalat érdekeltjei szintjén (Gine-Love, 2006; Bris et al., 2006). *Corbae-D’Erasmus* (2014)

szerint a csődtörvény reorganizációt segítő reformja növeli a vállalatok teljesítményén keresztül a gazdasági jólétet.

Az elmúlt 2–3 évtizedben számos európai országban (például Franciaország, Németország, Olaszország, Finnország, Svédország, Spanyolország) módosították a csődtörvényt, azzal a szándékkal, hogy a csődhelyzet kezelésében egy rugalmasabb rendszer váltsa föl az addig kialakult hitelezővédelmi logikára épülő rendszert, amely a legtöbb esetben jellemzően felszámoláshoz vezetett.

Az 1997-es belga csődtörvény tapasztalatait összegző kutatás (Dewaelheyns és Van Hulle, 2009) egy tipikus európai – bank és kisvállalkozások által uralt – rendszert mutat be. A belga reorganizációs folyamat kevés sikert, alacsony túlélési rátát mutat. A belga kutatásban (1998–2003) a vizsgálatba bevont vállalatok 79 százalékánál az eljárás átfordult felszámolásba, ennek mértéke Angliában 46 százalék, Franciaországban 72 százalék. Ezekben a gazdaságokban a jelentős befolyással bíró hitelezők preferálják a likvidálással elért megtérülést egy olyan megoldással szemben, ahol a nem biztosított hitelezők a biztosított hitelezők rovására terjeszkedhetnek.

Janda és Rakicova (2014) a cseh, szlovák, horvát és szerb csődrendszer jogi és gazdasági tartalmú összehasonlítását célzó cikkében megfogalmazza: annak ellenére, hogy a reorganizáció a csődszabályozásban preferált, a sikeresen befejezett újjászervezések száma nagyon alacsony, a csődhelyzetbe került vállalatok rendre felszámolásra kerülnek. Bár információ nincs az informális csődök számára és sikerére vonatkozóan, a szerzők megemlítik, hogy az érdekeltek inkább a felszámolást választják pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatoknál, hogy elkerüljék a hosszadalmas és költséges jogi pereket.

Damijan (2014) a hatékony csődszabályozás makrogazdasági megközelítését emeli ki. Szlovén vállalatok példáján vizsgálja, hogy a

pénzügyi zavarok miként hatnak a vállalatok teljesítményére, a foglalkoztatásra, az exportra és a beruházásokra. Megállapítja: jó időben kevésbé fontos a vállalatok pénzügyi stabilitása, ugyanakkor a pénzügyi válságok időszakában a likviditáshiány válik kritikus faktorrá, amely korlátozza a vállalatok működését.

Brouwer (2006) fontos megállapítást tesz: kutatása szerint a csőd bekövetkezését követően a fennmaradó cégek aránya nem különbözik lényegesen az egyes országok között, csak a túlélés módszerében van eltérés. Az amerikai vállalatok számára a reorganizáció a túlélés módszere, míg Európában más differenciáltabb módszerekkel találkozunk. Angliában a felszámolási eljárásban gyakori a felvásárlás (*pre-packaged sale*), Svédországban a kötelező aukciós rendszer lép életbe a csődeljárás megindítását követően, Németországban az informális reorganizáció a leggyakoribb módja a túlélésnek. Míg *Giné-Love* (2010) hasonlóan *Bris et al.* (2006) amerikai adatokra épülő kutatásához a reorganizáció mellett érvel, addig *Thorburn* (2000), valamint *Eckbo és Thorburn* (2009) a svéd aukciós modell elemzése alapján úgy véli, hogy a reorganizáció és az aukció összevetéséből az aukció kerül ki győztesen. A csődtörvény megtervezése sokat vitatott probléma. Kérdés, hogy mit preferáljanak, az aukciókat, felszámolásokat vagy a strukturált átszervezést. Az átszervezés kritikussai úgy érvelnek, hogy az érdekeltek között a költséges tárgyalások elhúzódhatnak, amely erősen erodálja a vállalat továbbműködési értékét. *Klapper et al.* (2006) szerint a vállalatok piacról történő kivezetése a gazdasági növekedés feltétele. A felszámolás kritikussai szerint a hatékony eszközértékesítés lehetőségei korlátozottak, így az eszközök másodlagos piacon megmutatkozó likviditáshiány és az ennek következtében fellépő magas tranzakciós költségek alacsony szinten határozzák meg a vállalat likvidációs értékét, így a hitelezők követelésének megtérülését.

A hazai 1991. évi XLIX. törvény 2009-es módosítása

Az 1991-es csődtörvény 1992-ben történő hatálybalépése óriási csődhullámot indított el a magyar gazdaságban. Ennek oka a csődtörvénybe épített kötelező „öncsőd” intézménye volt, amely az érintettek, az adós és hitelező passzivitásának a kiiktatását szolgálta. A bevezetett kötelező öncsőd intézménye a tartós vagy átmeneti fizetéseképtelenséggel küzdő vállalatok sokaságát hozta felszínre és sodorta csőd közeli állapotba. Sokan, így elsősorban a külföldi szakemberek, kutatók az úgynevezett kötelező öncsődöt a piacgazdaság intézményrendszerével ellentétes eszköznek tartották (lásd például Bonin és Schaffer, 1996). A kötelező öncsőd – a csődfenyegetettség jótékony hatásán túl – sok esetben a felszámolás állapotába taszította a lánctartozások miatt fizetéseképtelen, de értéket teremtő vállalatokat.

Az 1993. évi LXXXI. törvény eltörölte a kötelező öncsőd intézményét és a moratórium automatikus megszerzésének lehetősége, mint ösztönző erő is kikerült a törvényből, amelynek eredményeként a formális reorganizációs eljárás másfél évtizedre egy nem működő csődintézménnyé vált.

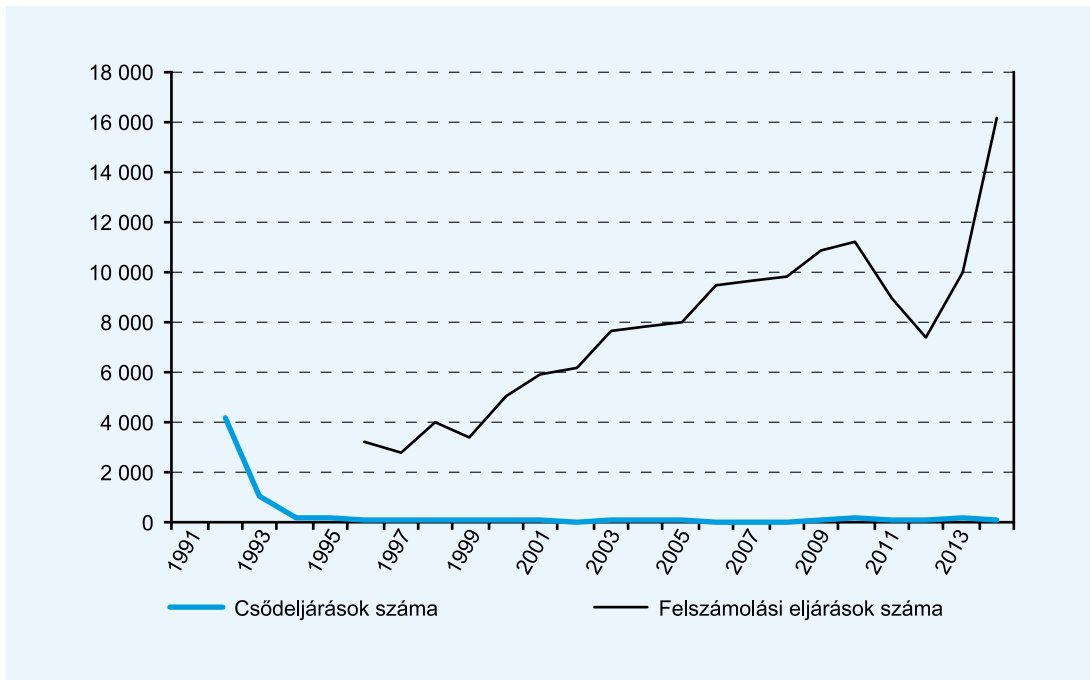
Az életképes vállalatok további működését biztosító csődintézmény felélesztésének hazai szándéka találkozott a 2008-as válság időszakában globálisan preferált törekvéssel, amelynek eredményeként megszületett a 2009. évi LI. törvény (Csőke, 2009). Ezzel az úgynevezett 5. Cstv Novellával a jogalkotó a reorganizáció elősegítését célozta meg, miután a csőd-eljárást a gyakorlatban szinte csak kivételesen alkalmazták. Az 1991-es XLIX. törvényben foglaltakhoz hasonlóan bevezette az azonnali moratórium intézményét (amennyiben az adós az eljárást önmaga kezdeményezi), amely hitelezői konszenzus esetén 90 napról legfeljebb 1 évre meghosszabbítható

annak érdekében, hogy a felek végrehajtható csődmegállapodásra jussanak. A csőd-eljárás elsődlegességét egyértelművé tette a jogszabálmódosítás, amíg a bíróság nem hozott felszámolást elrendelő végzést. A törvenymódosítást már hatálybalépése idején kritika érte (Csőke et al., 2009). Hiányolták, hogy nem írta elő a törvény: az eljárásba az adós reorganizációs tervvel lépjen be és amennyiben a vállalat vezetése úgy véli, saját erejéből nem tudja feloldani a fizetéseképtelenségi helyzetet, a tulajdonosokat erről mielőbb tájékoztassa és egy reorganizációs tervet terjesszen a tulajdonosok elé. Ezt követően a tulajdonosok döntenek a formális eljárás megindításáról, illetve arról, hogy a korábbi vezetés menedzselje a reorganizációs folyamatot, esetlegesen a hitelezők által támogatott vezetőcserét hajtanak végre, vagy reorganizációs/válság tanácsadókra bízják a feladatot.

A 2009. szeptember 1-jén életbe lépett módosításokkal a jogalkotó szándéka szerint csökkennie kellett volna a felszámolási eljárások exponenciálisan növekvő számának, nőnie kellett volna a sikeresen reorganizált vállalatoknak és ennek következtében a vállalkozások munkahelymegtartó képességének, valamint javulnia kellett volna a hitelezők kielégítési arányának.

Az 1. ábra adatai azt mutatják, hogy a reorganizációs eljárások száma az 1991–1993 közötti időszaktól eltekintve, statisztikailag alig mérhető a felszámolási eljárásban résztvevők számához képest. A reorganizációs eljárások száma a 2009-et megelőző tíz évben nem érte el az 1 százalékot (évente átlagosan 15 vállalat esetén indítottak csőd-eljárást). 2009-et követően évente 100 fölé emelkedett a reorganizációs eljárások száma, ami az azt megelőző évek 10–20 eljárásához képest – a jogalkotó szándékával egyező módon – jelentős növekedés, de a pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatok helyzetének formális rendezésében lényegében továbbra sem játszik meghatározó szerepet.

ÚJONNAN INDÍTOTT CSŐD(REORGANIZÁCIÓS) ÉS FELSZÁMOLÁSI ELJÁRÁSOK ALAKULÁSA (1991–2014)



Forrás: KSH adatok, Statisztikai Tükör (2011–2015), Erdős (2007) források alapján

Kutatási kérdések

Cikkünk további részében közgazdászként, vállalati pénzügyi megközelítésben vizsgáljuk a pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalatok helyzetének rendezésében az elméleti csődnyitási, továbbműködési/felszámolási hatékonysági követelményeknek való megfelelést. Primer kutatási adatok alapján elemezzük, hogy a 2009–2014 közötti időszakban a csőd-eljárást indító vállalatok számának – 2009-et követően tapasztalható – növekedése hozott-e elmozdulást a továbbműködésre és felszámolásra vonatkozó „hatékony” pénzügyi megfontolásokon alapuló döntések tekintetében.

A hazai 2009-es csődtörvény módosítását fordulópontnak tekintve a következő kérdésekre kerestünk választ.⁴

▶ A reorganizációs eljárás során milyen arány-

ban született az érintett vállalatoknál egyezség a vállalatok továbbműködésére vonatkozóan?

▶ A reorganizációs eljárás alá vont vállalatoknál az egyezséggel vagy annak elutasításával záruló esetek között tudunk-e szignifikáns különbséget tenni a legfontosabb historikus pénzügyi paraméterek (illetve a jövőre vonatkozó várakozások) alapján?

▶ A reorganizációs tervek mennyiben segítettek az érintettek egyezsége vonatkozó döntését?

▶ Az egyezség megkötése biztosította-e a vállalatok visszavezetését az értékteremtést biztosító pályára, javította-e a tőke hatékony alokációját?

Az egyezsége vonatkozó megállapodás – mint döntés – akkor segíti a hatékony tőkeallokációt, ha a vállalat továbbműködési értéke meghaladja a felszámoláskor érvényesíthető

likvidációs értéket. Ez azt jelenti, hogy a továbbműködési értékben mutatkozó többlet a jövőbeli tevékenységből származó értékteremtésből keletkezik. Értékteremtés esetén a hatékony tőkeallokációs döntés támogatja a hitelezővédelmet, hiszen ilyenkor a követelések értéke minden hitelezői osztálynál legalább egyező azzal az értékkel, amelyet az adott osztály kapna egy esetleges felszámolás esetén, valamint az érték többlet a hitelezői osztályok között felosztásra kerül, így egyes osztályok a továbbműködés következtében javíthatnak pozíciójukon az azonnali felszámoláshoz képest. Továbbműködést támogató értékteremtésre az érdekeltek két alapvető forrásból következtethetnek, egyrészt a vállalatok historikus adataiból, de sokkal inkább a jövőbeni várakozásaikból. Ezek a várakozások egy megalapozott reorganizációs terv keretében bemutatják, hogy milyen eszköz- és forrás restrukturálási folyamat eredményeként juthat el a vállalat az értékteremtés fázisába. A következőkben a feltett kérdésekre keresve a választ azt elemezzük, hogy az egyezségekre vonatkozó döntéseket mennyiben alapozták meg a historikus adatok, illetve a jövőre vonatkozó várakozások.

A HAZAI CSŐDTÖRVÉNY 2009-ES MÓDOSÍTÁSÁNAK HATÁSA A HATÉKONY TŐKEALLOKÁCIÓRA – EMPIRIKUS VIZSGÁLAT

A felhasznált adatok leírása, a vizsgált minta jellemzői

Az empirikus kutatás alapja egy 2014-es adatgyűjtés, amelyet a Fővárosi Törvényszéken folytattunk. Ennek során a 2009. szeptember másodikát követően érvénybe lépett törvénymódosítás hatálya alá tartozó, a bírósághoz csődindítási kérelemmel forduló eseteket vizsgáltuk.

A Fővárosi Törvényszéki adatok biztosították az egyezséggel, illetve az egyezés eluta-

sításával záruló ügyekben érintett vállalatok elkülönítését. Csődindítási kérelemmel a Fővárosi Törvényszékhez 332 vállalat fordult a 2009–2014-es időszakban. A vizsgált vállalatokra az Amadeus adatbázisból⁵ gyűjtöttünk további pénzügyi adatokat. Az elemzéshez az adatbázisból a vizsgált vállalatok csődindítási kérelemének beérkezését megelőző évek, illetve az eljárás befejezését követő évek mérleg és eredmény kimutatás adatait, valamint a vállalatokra vonatkozóan közzétett egyéb (vállalatirányításra, jogi statusára stb. vonatkozó) adatokat használtuk fel. A kutatáshoz az Amadeus adatbázisban 10 éves adatsor állt rendelkezésre.

A Fővárosi Törvényszéken 332 (teljes minta) esetből 97 (szűkített minta) ügyet vizsgáltunk meg a teljes joganyag feldolgozásával. A primer kutatás a felszámolásba átfordult ügyek vizsgálatára nem terjedt ki az eljárások befejezésének hiánya miatt. A szűkebb minta reprezentativitásának biztosítására nem volt lehetőség, tehát a véletlenszerű kiválasztás módszerével az egy bíróhoz került csődeljárások anyagát vizsgáltuk. A tört időszakokat figyelmen kívül hagyva a 97 vállalatot tartalmazó minta a csődindítási kérelmek országos számának 12,9 százalékát, a Fővárosi Törvényszék eseteinek 28,2 százalékát adja.

Az empirikus vizsgálat kiterjedt a 332 (a Fővárosi Törvényszékhez csődindítási kérelemmel fordult), illetve ebből az Amadeus adatbázis alapján azonosított 307 vállalatra és arra a 97 (ebből az Amadeus adatbázis alapján azonosítható 71) vállalatra, amelyre a törvényszéki közvetlen adatfelvétel irányult.

Az 1. táblázat tartalmazza a vizsgált vállalatok csődindítási kérelmét követően az eljárás befejezésének módját.

A 2009-es reorganizációt támogató törvénymódosítást követő 5 éves időszakra vonatkozóan megállapítható, hogy a pénzügyi nehézséggel küzdő – formális eljárásban résztvevő – vállalatok mindössze 1 százaléka indít

2009 ÉS 2014 KÖZÖTT A FŐVÁROSI TÖRVÉNYSZÉKEN CSŐDINDÍTÁSI KÉRELEMMEL A BÍRÓSÁGHOZ FORDULÓ VÁLLALATOK CSOPORTOSÍTÁSA A CSŐDELJÁRÁS BEFEJEZÉSÉNEK MÓDJA SZERINT

Csődindítási kérelem esetén az eljárás befejezésének módja	Esetszám(db)		Csődindítások %-ában
	Teljes minta	Szűkített minta	Teljes minta
Egyezség	79	34	27,43
Felszámolás	167		57,99
Elutasítás hiánypótlás elmulasztása, felszámolás miatt*	21	17	7,29
	10	10	3,47
Eljárás megszüntetése	5	4	1,74
Egyéb befejezés	6	6	2,08
Összesen	288	71	100,00

Megjegyzés: A 332 vállalatból az Amadeus adatbázis alapján azonosítható vállalatok száma 307. A vizsgálatba bevont 307 vállalatból a csődeljárás 288 esetben fejeződött be, 19 esetben a csődeljárás, az adatgyűjtés idején még folyamatban volt.

*A csődtörvény szerint nem indítható meg a csődeljárás, ha az adós felszámolásáról a bíróság egy másik ügyben már meghozta a döntését.

Forrás: Fővárosi Törvényszék

csődeljárást, amelyből a teljes minta alapján a vállalatok közel 1/3-ánál (27,43 százaléka) született egyezség (1. tábla).

A „nagymintában” 307 vállalatnál az Amadeus pénzügyi/gazdasági adataira vonatkozóan vizsgáltuk, hogy a csődeljárás keretében a megkötött és a Bíróság által jóváhagyott, valamint egyezség hiányában a felszámolásba forduló vállalatok csoportja mutat-e szignifikáns különbséget a historikus (számviteli adatokból meghatározott) értékparaméterek tekintetében.

A csődeljárást indító vállalatok pénzügyi teljesítménye az eljárást megelőzően

A hatékony csőd üzenete az, hogy reorganizáljuk azt a vállalatot, amely még képes értéket teremteni, és mielőbb vezessük ki a piacról azt, aki erre nem képes. A pénzügyi nehézséggel küzdő vállalat életben marad, ha a vállalat továbbműködési értéke (V_C) meghaladja

annak likvidációs értékét (V_L) vagyis a várakozások szerint a jövőben képes lesz értéktermelésre, és likvidálásra kerül, ha $V_L > V_C$. Az érdekeltek döntésében ennek a hatékonysági követelménynek az érvényesítése mind a hiteltelvédelem, mind a hatékony tőkeallokáció követelményének való megfelelést segíti. A csődszabályozás feladata, hogy az érdekeltek hatékony döntését támogassa.

A döntés pénzügyi kritériumait ismerve helyes döntés piaci adatok alapján hozható. A hazai vállalatok azonban jellemzően nincsenek a tőzsdére bevezetve, így az érdekeltek számára a legfőbb információt a historikus adatok adják, így részben mi is ezek elemzésére támaszkodtunk. (Ugyanakkor a primer adatgyűjtés során megvizsgáltuk az egyezségi tárgyalások teljes dokumentációját a kiválasztott 79 vállalat esetében, hogy lássuk az esetleges egyezséget milyen jövőbeni várakozások indokolják.)

Az első lépésként megvizsgáltuk, hogy a csődnyitást megelőző időszakban a pénzügyi

nehézség szintjét jelző értékparaméterek alapján mutat-e szignifikáns különbséget az egyezséget kötött és a felszámolás alá kerülő vállalatcsoport.⁶

A 307-es nagymintából leválogattuk a két vállalatcsoportot, a csődeljárás során egyezséget kötött vállalatok csoportját (79 vállalat), továbbá az eljárás során a sikertelen egyezség miatt felszámolásba forduló vállalatok csoportját (167 vállalat) (1. tábla). A két vállalatcsoport csoport összehasonlítását a vállalatok pénzügyi beszámolóiból nyert adatok alapján végeztük el, amelyhez a *Bureau Van Dijk* által publikált Amadeus adatbázist használtuk.

A vizsgálati hipotézisekhez az egyes vállalati mutatók értékeit hasonlítottuk össze a két vizsgálati csoportban (egyezség, felszámolás) az eljárás megindítását megelőző 9 év mind-egyikében. Minden év minden mutatójánál a *Jarque-Bera* teszt segítségével ellenőriztük, hogy a változók normális eloszlásúak-e. Minden bizonnyal a csődös vállalatok speciális helyzetéből fakadóan egyetlen esetben sem volt elfogadható a változók normalitásának feltételezése, ezért a csoportok adatainak összehasonlítását a nemparaméteres *Mann-Whitney* teszt segítségével végeztük, 5 százalékos szignifikanciaszint kijelölése mellett. Mivel a teszt a mérések során egyszer sem mutatott szignifikáns eltérést az összehasonlított csoportok között, ezért a továbbiakban ezt külön nem jelöljük, azaz az ábrákon szemléltetett azonos viselkedéseknél nem jelöltük külön, hogy szignifikáns különbség nem mérhető.

Felmerül a kérdés, hogy ha a továbbműködésre vagy a vállalat likvidálására vonatkozó döntés középpontjában az értékteremtés áll, akkor támaszkodhatunk-e historikus számviteli adatokra, miközben az érdekeltek a jövőre vonatkozó várakozások alapján hoznak döntést? Az eredménykimutatás nem ad ugyan képet a gazdasági profit (mint az értékteremtés mérőszámának) pontos mértékéről, viszont a számviteli adatok ismeretében állítható, hogy

amennyiben az árbevétel a számviteli költségekre sem teremt fedezetet, akkor a tulajdonosi tőkeköltség mint normál profit fedezetlensége bizonyítottan tekinthető. Ez jól mutatja az értékteremtés hiányát. A múltbeli adatok azonban nem képezhetik az egyezségekre vonatkozó döntés elemzésének egyedüli bázisát. A továbbiakban a historikus adatok elemzését kiegészítettük a törvényszéki dokumentációból kinyert primer adatok elemzésével, valamint az egyezség megkötését követő időszakra vonatkozóan az Amadeus adatbázisban a továbbműködésre lehetőséget kapott vállalatok adatainak elemzésével.^{7,8}

Ebben a részben a historikus számviteli adatok elemzése során a csődindítási kérelem benyújtását tekintettük T évnek, és minden működési évet annak megfelelően vettünk figyelembe, hogy az adott év milyen távol helyezkedik el a csődindítás időpontjától. A reorganizációs eljárás alá vont vállalatoknál mutatókat képeztünk olyan módon, hogy azok alkalmasak legyenek a vállalatok életképességének vizsgálatára, az eszközhatékonyság, finanszírozási szerkezet, likviditás megragadására. Megvizsgáltuk statikus megközelítésben a csődindítás előtti években az éves beszámolók alapadatait, illetve a vállalat életképességének jellemzésére választott mutatók medián értékeit a két vállalatcsoportnál, majd azok időbeli alakulását.

A 2. táblázat tartalmazza azokat a mutatókat (és azoknak a $T-1$ időpontra vonatkozó értékét), amelyeket az Amadeus adatbázis alapján a 10 éves periódusra kiszámolva T időpontra rendezve meghatároztunk.⁹

A kutatási kérdések megválaszolása során a mintában szereplő vállalatok teljesítményét az értékteremtés (eszközhatékonyság), finanszírozási szerkezet (tőkeáttétel), likviditási helyzet aspektusából vizsgáltuk. A csődnyitás évére (T) rendezett adatokat összevetve nincs szignifikáns különbség a csődnyitás előtti időszakban, az eljárás során egyezséget kötött és

A REORGANIZÁCIÓS ELJÁRÁS ALÁ EŐ VÁLLALATOK KÉT VÁLLALATCSOPORTJÁRA SZÁMOLT PÉNZÜGYI PARAMÉTEREK TARTALMA ÉS ÉRTÉKE A CSÖDNYITÁS ELŐTTI ÉVBEN (T-1)

Alkalmazott rövidítések	Számított pénzügyi paraméterek		Egyezséget kötő vállalatcsoport		Felszámolásba fordult vállalatcsoport	
	Paraméter megnevezése	Paraméter kiszámítása	átlag	medián	átlag	medián
ROA	eszközarányos megtérülés	adózott eredmény/összes eszköz	-0,45	-0,11	-2,46	-0,08
EBITDA_SALES	árbevétel-arányos kamat, adó, és amortizáció előtti eredmény	EBITDA*/árbevétel	-10,47	-0,19	-1,92	-0,01
EBITDA_TA	eszközarányos EBITDA	EBITDA/összes eszköz	-0,30	-0,06	-2,58	-0,03
EBIT_TA	eszközarányos EBIT	EBIT**/összes eszköz	-0,31	-0,05	-2,23	-0,02
NI_TA	eszközarányos adózott eredmény	adózott eredmény/összes eszköz	-0,45	-0,11	-2,46	-0,08
TA_GR	eszközállomány éves növekedési üteme	(TA1 – TA0)/TA0	12,55	-0,04	3,97	-0,01
FA_TA	befektetett eszközök aránya	befektetett eszközök/összes eszköz	0,46	0,43	0,60	0,73
DEBTOR_CA	vevőkövetelések aránya	vevőállomány/forgóeszközök	0,22	0,09	0,08	0,20
CA_CL	likviditási ráta	forgóeszközök/rövidlejáratú kötelezettségek	0,77	0,66	17,39	0,48
EBITDA_INT	kamatfedezeti ráta	EBITDA/éves kamatfizetési kötelezettség	-1127,93	-1,77	127,16	-0,08
TL_TA	tőkeáttétel***	összes kötelezettség/összes eszköz	1,55	1,00	1,92	0,95
SF_TA	tulajdonosi tőkehányad	tulajdonosi tőke (BV)/összes eszköz	-0,54	0,00	-0,92	0,04
OSF_TA	a törzstőkén felüli tulajdonosi tőke aránya	tulajdonosi tőke (BV)-törzstőke/összes eszköz	-0,70	-0,08	-1,04	-0,00
CL_TL	rövidlejáratú kötelezettségek aránya	rövidlejáratú kötelezettségek/összes eszköz	0,77	0,95	0,68	0,90
TL_EBITDA	adósságfedezeti ráta	összes kötelezettség/EBITDA	17,01	-3,42	-30,05	-3,31
EMP_GR	alkalmazottak létszámának változása	alkalmazotti létszám változása az előző évhez viszonyítva	-0,11	-	-0,37	-0,33

Számított pénzügyi paraméterek			Egyezséget kötő vállalatcsoport		Felszámolásba fordult vállalatcsoport	
Alkalmazott rövidítések	Paraméter megnevezése	Paraméter kiszámítása	átlag	medián	átlag	medián
LN_TA	vállalat mérete	az összes eszköz értékének logaritmusa	12,99	13,01	12,67	12,92
TA_GROW	eszközállomány éves növekedési üteme	$(TA1-TA0)/TA0$	12,55	-0,04	3,97	-0,01
LIFE_T	alapítástól a csődindításig eltelt évek száma		8	7	8	6

**EBITDA* (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) = kamat-, adófizetés és az amortizáció előtti működési eredmény

***EBIT* (Earnings before Interest and Tax) = kamat- és adófizetés előtti működési eredmény

****Tőkeáttétel* (D/E, Debt/Equity) = adósság/tulajdonosi tőke piaci értéke, ezt a klasszikusan a tőkeáttétel kifejezésére alkalmazott mutatót $[D/(E+D)]$ mutató könyv szerinti értékével helyettesítettük. A hazai finanszírozásra jellemző a rövidlejáratú kötelezettségek dominanciája, ezért az adósság értékében a teljes kötelezettség állományt figyelembe vettük.

Forrás: Amadeus adatbázis és Fővárosi Törvényszéki adatok alapján saját számítás

az egyezség hiányában felszámolásba fordult vállalatcsoport között. Ennek szemléltetésére az eszközhatékonyságot, az áttételt és a likviditási helyzetet jól reprezentáló mutatókat választottunk. A 2. ábracsoport grafikonjai jól mutatják azt az együttmozgást, amelyet kivétel nélkül minden mutatónál tapasztaltunk.

Az eszközhatékonyság mérésére kiválasztott mutató, a ROA értéke mindkét vállalatcsoportban a csődniytást megelőző 4 évben folyamatosan nulla vagy negatív értéket mutat, az azt megelőző 5 évben pedig 0–3 százalék közötti értéket vett fel mindkét vállalatcsoportban. Tehát az évektől, ágazatoktól, az eszköz-kockázattól függetlenül megállapítható hogy a csődindítási kérelemmel a bírósághoz forduló vállalatok attól függetlenül nem teremtettek értéket, hogy az eljárás során egyezség született vagy átfordult az eljárás felszámolásba.

A belga csődtörvény értelmében a vállalati tevékenységnek nyereségesnek kell lennie az egyezség, a reorganizációs döntés meghozata-

lához. Ebben látják az esélyt, hogy a vállalat képes a tevékenységének folytatására. Ezt tekintik garanciának a csalárd csőddel szembeni védelemben (Dewaelheyns és Van Hulle, 2009). Van ennek a szabálynak pénzügyi/gazdasági racionalitása? Ahol a múltban nem találunk bizonyítékot az értékteremtés fennállására, ott önmagában a hitelrestrukturálás, a likviditás rövid távú helyreállítása nem fog értékteremtést eredményezni. Természetesen létezhet olyan reorganizációs terv, amely a rendelkezésre álló erőforrás állománnyal vagy annak jelentős átstrukturálásával képes a tartósan értéket romboló vállalatot az értékteremtés pályájára állítani, de ez esetben nélkülözhetetlen ennek a fordulatnak a reorganizációs tervben történő részletes indoklása. Ilyen reorganizációs tervvel a Törvényszéken vizsgált vállalatok esetében az ügyek teljes dokumentációját áttekintve, az egyezségi tárgyalások jegyzőkönyveiben egyetlen esetben sem találkoztunk.¹⁰ A tőkeáttétel, az eladó-

A ROA, TL/TA, VALAMINT CA/CL PARAMÉTEREK ALAKULÁSA AZ EGYESZÉGET KÖTÖTT ÉS A FELSZÁMOLÁSBA FORDULÓ VÁLLALATCSOPORT ESETÉN



Forrás: Amadeus adatbázis és Fővárosi Törvényszéki adatok alapján saját számítás

sodottság mérésére kiválasztott mutató (TL/TA) a vállalat összes kötelezettségének könyv szerinti értékét az összes eszköz értékében fejezi ki, függetlenül attól, hogy az adott kötelezettség milyen futamidejű vagy rendelkezik-e tőkeköltséggel. Ez az eladósodottság mérésére alkalmas mutató a csődnyitást megelőző évben mindkét vállalatcsoportban megközelíti és az egyezséget kötött csoportba tartozó vállalatok esetén eléri az 1-et. A csődnyitás időpontjában (T) a felszámolásba forduló vállalatcsoport eszközértékét eléri a felhalmozott kötelezettségek értéke, míg az egyezséget

kötő vállalatcsoportnál az adósság az eszközök könyv szerinti értékének 127 százalékát teszi ki. A tőkeáttétel mértéke, a vagyonvesztés tekintetében azok a vállalatok vannak rosszabb helyzetben, akik az eljárás alatt egyezséget kötöttek. A két vállalatcsoportban szoros együttmozgást mutató likviditási ráta a csődnyitást megelőző 4 évben folyamatosan a még elfogadható 1-es küszöbérték alatt van, azaz tartós likviditáshiányt jelöl. A 2. táblázatban felsorolt összes paraméter alapján megállapítható, hogy az egyezséget kötött vállalatok és a felszámolásra ítélt vállalatok csoportja nem

mutat számottevő különbséget. A grafikonok (3. ábra) jól mutatják a két vállalatcsoport pénzügyi nehézséget jellemző mutatói tekintetében a szoros együttmozgást.

A két vállalatcsoportnál fontos a mutatók szórása. A felszámolási eljárásba fordult vállalatoknál nagyobb a szórás, mint az egyezséget kötött vállalatok csoportjában (a ROA szórása az egyezséget kötött vállalatok csoportjában 1,03, míg a felszámolásba forduló vállalatoknál 18,17). Ennek ismeretében számolhatunk azzal, hogy a felszámolásba forduló vállalatcsoportba a vizsgált kritériumok alapján bekerülhettek életképesek is.

Néhány – az eszközhatékonyságot, eladósodottságot, likviditást mérő – paraméter tekintetében meghatároztuk azokat a kritikus értékeket, amelyek a csődkritériumok alapján releváns mértékek (3. ábra). Az ábrán azt jeleltük, hogy a csődindítás évéhez közeledve hogyan alakult azoknak a vállalatoknak a száma a vizsgált vállalatcsoportban lévő vállalatok számához viszonyítva, amelyek nem érték el/vagy meghaladták a meghatározott kritikus értéket.

Az eszközhatékonysági mutató tekintetében kritikus értéknek az $NI/TA=0$ értéket tekintettük. Amennyiben az NI/TA mutató mértéke nulla alatt van, az azt jelzi, hogy az a vállalat, amelyik a számviteli költségeire sem tud fedezetet biztosítani, nem képes fedezetet teremteni a tulajdonosok elvárt hozamára. Ez a probléma közel azonos mértékben jelentkezik mindkét vállalatcsoportban. A csődindítást megelőző évben ($T-1$), az eljárás során egyezséget kötött vállalatok 74 százalékában 0 alatti jövedelmezőséget mutatnak, ennek aránya több mint 81 százalék a felszámolásba forduló vállalatok esetében. A csődindítást megelőző 4 évben mindkét csoportban a vállalatok száma eléri, illetve meghaladja a közel 50 százalékos arányt, amely azt mutatja, hogy az értékrombolás mértéke tartósan fönnáll a csődindítást megelőző 4 évben mindkét vállalatcsoportban.

Az eladósodottságnál a kritikus értéknek $TL/TA=1$ értéket tekintettük, amely meg egyezik a csődnyitás gazdasági kritériumával ($V=D$), amikor a vállalat értéke még éppen fedezetet teremt az adósság értékére (könyv szerinti értéken számolva). A csődeljárás alá vont vállalatoknál megállapítható, hogy egyre többen kerültek a csődindításhoz közeledve úgynevezett vagyonihiányos állapotba. Az a vállalati csoport, amely egyezséget kötött, az eladósodottság tekintetében közel azonos, illetve még rosszabb képet mutat, mint a felszámolásba forduló csoportja. Az egyezséget kötött vállalatcsoportnál a vállalatok 50 százalékánál, míg a sikertelen egyezés miatt felszámolásba fordult vállalatcsoportnál a vállalatok 37 százalékánál haladja meg az összes kötelezettség az eszközállomány mérleg szerinti értékét.

A $TL/EBITDA$ a $D/EBITDA$ mutató értékét helyettesíti,¹¹ amely a „hiteltúlnyúlás” mértékét, azaz a hosszú távú likviditás mértékét mutatja a hitelminősítők gyakorlatában (Damijan, 2014). Amennyiben a mutató mértéke 4 fölött van, a várható pénzáram nem fog fedezetet jelenteni a várható kötelezettségekre (a 4 fölötti értéket fölvevő vállalatok számát kiegészítettük azokkal a vállalatokkal, ahol a mutató értéke az EBITDA értékéből fakadóan negatív). A $TL/EBITDA$ vizsgálata alapján megállapítható, hogy a két vállalatcsoport a csődindítást megelőző években nem mutat szignifikáns különbséget. A csődöt megelőző 4. évtől közel 90 százalék azoknak a vállalatoknak a száma, amelyek súlyos „hiteltúlnyúlási” problémával küzdenek, a hitelminősítők besorolását használva befektetésre nem javasolt kategóriába tartoznak.

A likviditást, a rövid távú fizetőképességet kifejező mutatónál a $CA/CL=1$ -et tekintettük kritikus értéknek. A likviditás tekintetében ugyanazt tapasztaljuk, mint az eszközhatékonyságnál és az eladósodottságnál. Az egyezséget kötött, valamint az egyezés hiányában felszámolás alá került vállalatok csoportjában

A VÁLASZTOTT PÉNZÜGYI PARAMÉTEREK KRITIKUS ÉRTÉKÉT NEM VAGY „TÚL-” TELJESÍTŐ VÁLLALATOK ARÁNYA AZ EGYZSÉGET KÖTÖTT ÉS A FELSZÁMOLÁSBA FORDULÓ VÁLLALATCSOPORTBAN



Forrás: Amadeus adatbázis és Fővárosi Törvényszéki adatok alapján saját számítás

ugyanolyan arányban fordulnak elő likviditási gondokkal küzdő vállalatok a csődindítást megelőző években.

ÖSSZEGEZVE: a historikus adatok elemzése azt mutatja, hogy az egyezséget kötött, illetve ennek elutasítását követően felszámolásba fordultnál nem találtunk sem az eszközhatékonyság, sem az áttétel, sem a likviditás tekintetében olyan különbséget, amely azt igazolná, hogy az érintettek ezekre a historikus adatokra támaszkodva képesek a továbbműködéshez megalapozott pénzügyi döntést hozni.

Reorganizációs terv

Pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatoknál a reorganizációs terv funkciója, hogy a továbbműködés piaci és vállalati feltételeinek ismeretében kidolgozza a vállalat továbbműködésének rövid távú feltételét biztosító likviditás helyreállítását (benne a kinnlevőségek érvényesítésére, a továbbműködést nem veszélyeztető eszközértékesítésre, a rövid távú finanszírozás biztosítására vonatkozó tervekkel). Továbbá, hogy a jövőre vonatkozó piaci

várakozások alapján meghatározott termék és szolgáltatási portfólió összeállításához igazítsa a meglévő eszköz portfóliót, mindeközben a hosszú távú finanszírozás biztosítása mellett a meglévő forrásszerkezet átalakításával, az áttétel optimális mértékének kialakításával biztosítsa a vállalat továbbműködéséhez szükséges forrásokat, a hosszú távú vállalati likviditást. Leegyszerűsítve: a reorganizációs terv feladata, hogy a vállalati eszköz- és forrásszerkezet átalakításával, a jövőbeli piaci lehetőségek függvényében bemutassa, hogy milyen feltételek mellett képes visszaterelni a vállalatot az értékteremtés pályájára, illetve azt is jelezze, amennyiben a vállalat azonnali darabonkénti vagy egyben történő értékesítése a hatékonyabb döntés. Mindez elvezet ahhoz, hogy a reorganizációs terv ismeretében minden érdekelt fél a várható pénzáramok és kockázat függvényében meghatározott üzleti érték (továbbműködési érték, V_C), továbbá az azonnali likvidálás esetén realizálható vagyone érték (likvidációs érték V_L) összevetése alapján hatékony pénzügyi döntést hozzon. Az érdekeltek a V_L és V_C összevetése alapján dönthetnek a továbbműködés vagy az azonnali felszámolás mellett.

Az általunk vizsgált törvényszéki esetek egyikében sem fogalmazódott meg a reorganizáció hatékonysági kritériumainak való megfelelés kérdése az egyezségi tárgyalásokon. Az érintettek nem kérték az adóstól, hogy bizonyítsa be, a vállalat tovább működése esetén többet ér, mint az azonnali felszámolás eredményeként. Ennek nincs is relevanciája, hiszen az egyezségi tárgyalások az azonnali vagy rövid időszakon belüli kielégítés mértékének tárgykörében folytak. A csődtörvény szándékával ellentétben az egyezségi tárgyalások jegyzőkönyveinek nem képezte részét kidolgozott reorganizációs terv az általunk vizsgált esetek egyikében sem.

Ennek a szándéknak a megfogalmazása azonban jelzi a jogalkotó bizonytalanságát is

a reorganizációs terv helyének, szerepének tekintetében.

▶ „Az egyezség keretében az adós megállapodik a hitelezőkkel az adósság rendezésének feltételeiről, ... az adós reorganizációs és vesztettségcsökkentő programjának elfogadásáról...” [1991. évi XLIX. törvény a csődeljárásról és a felszámolási eljárásról, 19. § (1)]. A hitelezőkkel történő megegyezés nem a jövőbeli értékteremtő működés következményeként kerül meghatározásra, hanem a reorganizációs terv alapján határozható meg. Nem következmény, hanem az egyezség közvetlen célja a követelések kielégítésének mértékéről, idejéről és módjáról történő megállapodás.

▶ „A megállapodásnak tartalmaznia kell ... b) a hitelezők által elfogadott adósságrendezési és újjászervezési programot, a végrehajtás és ellenőrzés módját, ...” [1991. évi XLIX. törvény a csődeljárásról és a felszámolási eljárásról, 21. § (1)], amelyből kivétel nélkül az adósságrendezési program teljesül a kutatás során vizsgált 97 egyezsége irányuló tárgyalások jegyzőkönyve és mellékletei alapján.

A Kúria

- 2015 márciusában rögzíti a reorganizációs terv célját, tartalmát (Gfv. VII. 30. 413/2014/10. számú határozat),
- végzésében rögzíti, hogy az „... egyezség célja, az adós tevékenysége folytatása lehetőségének megteremtése, amennyiben az eljárás adataiból kitűnik, hogy az adós ezt a jogintézményt nem ilyen célra kívánja felhasználni –, hanem arra, hogy megszabaduljon a tartozásai túlnyomó részétől –, úgy a bíróság a csődegyezséget nem hagyhatja jóvá, az eljárást meg kell szüntetnie.” (Gfv. VII. 30. 257/2015/4 számú határozat),
- ugyanakkor fontos, hogy „az egyezséggel kapcsolatban a Kúria már több határozatában kifejtette, hogy annak gazdasági tartalma a bíróság által nem vizsgálható ..., ebből következően nem vizsgálható a reorga-

**2009–2013 KÖZÖTT CSŐDINDÍTÁSI KÉRELEMEL A FŐVÁROSI TÖRVÉNYSZÉKHEZ
FORDULÓ EGYEZSÉGET KÖTÖTT VÁLLALATOK STÁTUSZA A 2013. ÉV VÉGI
ADATSZOLGÁLTATÁS ALAPJÁN**

Vállalati státusz		Egyezségeget kötött vállalatok száma	Egyezségeget kötött vállalatok aránya
Aktív	Active (= működő)	3	0,04
	Active (insolvency proceedings = csődeljárás alatt álló)	31	0,39
	Active (in liquidation, dissolved = felszámolási eljárás alatt álló)	3	0,04
Nem aktív	Active (dormant =alvó)	30	0,38
	Bankruptcy (felszámolás alatt álló nem működő vállalat)	12	0,15
Összesen		79	1,00

Forrás: Amadeus adatbázis és a Cégek Közlöny adatai alapján

nizációs terv gazdasági tartalma sem, mert az is az egyezség része. A Cstv. 21/A. § (3) bekezdése az egyezség ... tekintetében kizárólag azt teszi lehetővé a bíróság számára, hogy azok jogszabályoknak való megfelelőségét vizsgálja.” (Gfv. VII. 30. 294/2015/4. számú határozat).

Mindezek szerint a bíróság nem vizsgálja az egyezség gazdasági tartalmát, a törvény a jogszabályoknak való megfelelést szabja az egyezséget elfogadó bírósági végzés feltételeként. A kutatás során megállapítottuk, hogy az egyezségi tárgyalás jegyzőkönyveinek nem képezi szerves részét egy kidolgozott reorganizációs terv, amelynek ismeretében az érintettek releváns döntést hozhatnak az egyezség kérdésében, feltételezve, hogy az érintettek felkészültek és egyben érdekeltek a hatékony döntés meghozatalában.

ÖSSZEGEZVE: a csődnyitást megelőző 9 évre a két vállalatcsoportra a historikus adatok alapján számított, jövedelmezőségi és eladósodottsági, valamint likviditási (a 2.. táblázatban felsorolt) mutatók szoros együtt mozgást

mutatnak a két vállalatcsoport (egyezségeget kötöttek, felszámolásba fordultak) között. A korrelációs együttható szinte kivétel nélkül minden esetben jóval 0,8 fölötti értéket vett föl. A vizsgált mutatók tekintetében a kritikus értékét nem teljesítő vállalatok száma a két vállalatcsoportban a vizsgált futamidő alatt hasonlóan erős együtt mozgást mutat. Egy kivételével a korrelációs együtthatók mértéke 0,9 fölött van. Az eszközhatékonyságot, eladósodottságot, likviditást nézve nem látszik, hogy az a vállalatcsoport ahol a hitelezők a továbbműködésre szavaztak, a vizsgált paraméterek tekintetében jobb állapotban lett volna a csődindítást megelőzően,¹² azaz historikus adatok alapján nem indokolható a továbbműködésre vonatkozó pozitív várakozás az egyezséget kötött vállalatoknál. Felmerül a kérdés, hogy mi motiválta az eljárás alatt az érdekelteket döntésük meghozatalában.

Egy racionális gazdasági szereplő a jövőre vonatkozó várakozásai alapján hoz döntést. Ez azt feltételezi: az érdekeltek jövőre vonatkozó várakozásaik alapján meggyőzően bizonyí-

tottnak látták, hogy a vállalat értékteremtése helyreállítható. Azonban az egyezségi tárgyalásokon szereplő anyagok között az általunk megvizsgált 97 esetben egyetlen erre vonatkozó reorganizációs tervet sem találtunk. Az egyezségi tárgyalások középpontjában nem a továbbműködés feltételének megteremtése, hanem a hitelezők követelésének mielőbbi, minél nagyobb arányú megtérülése állt (amely finanszírozási oldalról önmagában képes a legtöbb reorganizációs tervet megghiúsítani). A sikeres reorganizáció, az értéket teremtő továbbműködés feltétele az időben történő csődnyitás. A $V=D$ állapot az a kritikus érték, amelynek bekövetkezéséig jó esély nyílik a továbbműködés tekintetében a hatékony döntés meghozatalára. A vizsgált esetekben megállapítottuk, hogy a csődnyitás az egyezséget kötött vállalatok 50 százalékánál, míg a sikertelen egyezség miatt felszámolásba forduló vállalatok 37 százalékánál a $V<D$ állapotban, azaz vagyonihiányos állapotban történt. Az értéket teremtő továbbműködés szempontjából későbbi időpontban éltek a szereplők (jellemzően az adós) a csődindítás jogával.

A vállalatok státusza a csődegyezséget követően

Az Amadeus adatbázis adatai alapján megállapítható, hogy 2013-ban mindössze három vállalat található aktív státuszban abból a 79 vállalatból, amelyek a csődeljárás szerint 2009 és 2013 között reorganizálásra kerültek (3. táblázat). A törvényszéki primer kutatásba bevont vállalatok köréből mindössze egyetlen vállalat található az „aktív” kategóriában. A mintában szereplő, pénzügyi nehézséggel küzdő, csődeljárás alá került vállalatok, amelyekre vonatkozóan egyezség született, 1–3 évvel sem éltek túl a csődegyezség megkötésének időpontját. Ez alatt az időszak alatt szinte minden vállalatot, amelynek az egyezség biztosította a

továbbműködését, kivezettek a piacról, vagy formálisan még ugyan jelen van, de tevékenységet nem végez vagy csőd/felszámolási eljárás alatt van.

Az egyezséget kötött vállalatok csoportjában a legfontosabb jelenség az alvó (active, dormant) kategóriába tartozó vállalatok köre (nagy mintában ennek aránya 38 százalék, a törvényszéki 37-es mintában 30 százalék), akik bár az adatbázisban regisztráltak, de semmilyen aktivitást nem mutatnak. Ennek a státusznak a megszerzésére való vélelmezett törekvést jól jellemzi, hogy a primer kutatásban szereplő 37 egyezséget kötött vállalat közel 1/3-a (10 vállalat) nem rendelkezett 1 millió forint (könyv szerinti érték) feletti tárgyi eszközzel és készlettel. Ezek a csődelkerülő eljárást indító vállalatok 11 esetben nem rendelkeztek egyetlen munkavállalóval sem a csődnyitás időpontjában.

A csődszabályozás reorganizációt erősítő hatása, amelynek során az életképes vállalatok számára biztosítja a rendszer a továbbműködést, azon a ponton akadt el, hogy az érdekeltek jellemzően nem a továbbműködés szándékával, így nem a pénzügyi gazdasági kritériumok mentén hoztak döntést a továbbműködésre, vagy a felszámolásra vonatkozóan. „... a Kúria több alkalommal is kifejtette, hogy a csődeljárást nem lehet annak érdekében megindítani, hogy a felek között létrejött egyezség teljesítése után az adós jogutód nélkül megszűnjön.” (Csőke, 2015) A 3. táblázat adatai azt igazolják, hogy sikertelennek tekinthető a mintában szereplő, egyezséget kötött vállalatok „reorganizációja”. Úgy véljük, hogy az elmúlt évek gyakorlatának egyik tanulsága, hogy a hitelrestrukturálás nem helyettesíti a vállalati reorganizációt. Miután nem sikerült az egyezséggel a tovább működést biztosító értékteremtést helyreállítani, így vélelmezhetően nem tudja tartani az adós az egyezségben meghatározott kielégítésre vonatkozó vállalását egyik hitelezői kategóriában sem.¹³

ÖSSZEGEZVE: a tanulmányban historikus adatok alapján igazoltuk, hogy az egyezséggel továbbműködésre lehetőséget kapott vállalatok értékteremtés tekintetében nem voltak jobb pénzügyi pozícióban, mint a felszámolásba fordult vállalatcsoportba tartozók. Az egyezségi tárgyalások jegyzőkönyvei szerint olyan reorganizációs terv nem készült, amely alátámasztotta volna, hogy az egyezséggel záruló eljárást követően a vállalatok a reorganizáció eredményeként képesek értéket teremtő növekedési pályára átváltani. Az Amadeus adatai alapján az egyezséget kötött 79 vállalatból mindössze 3 vállalat található „aktív” státuszban 1–3 évvel az egyezésre vonatkozó végzést követően. A csődegyezés megszületésének magyarázó változói között tehát nem a gazdasági hatékonysági kritériumok a meghatározók. Nem a múltbeli értékteremtő képesség vagy az arra vonatkozó jövőbeli várakozások alapján született meg a vizsgált egyezséget kötött vállalatoknál az egyezségi döntés, amelynek következményeként ezeknek a vállalatoknak a tartós fennmaradása nem biztosított.

KÖVETKEZTETÉSEK

A tanulmányban arra a kérdésre kerestünk választ, hogy a reorganizációt erősítő jogalkotói szándék találkozott-e a 2009-es csődtörvény módosítását követően olyan változással az érdekeltek magatartásában, amelynek eredményeként a hatékonyabb tőkeallokáció, a reorganizált vállalatok munkahelymegtartó, és növekedést támogató hatása mellett javította a hitelezők pozícióját.

Bár 2009 után a korábbi átlagosan évente 15 vállalatról 100 fölé emelkedett a formális reorganizációs eljárás alá került vállalatok száma, ez statisztikailag alig mérhető a felszámolás alá vont vállalatok számához képest.

A megindított csőd eljárások során a vállalatok közel 1/3-ánál született egyezés a vállalati

tevékenység folytatására vonatkozóan. A primer kutatás és a vizsgált vállalatok mérleg és eredménykimutatás adatainak elemzése eredményeként arra a következtetésre jutottunk, hogy a csőd eljárást indító vállalatok jelentős számban vélelmezhetően nem a továbbműködés szándékával indították az eljárást. Az eredmények azt igazolják, hogy egyfajta kelleltetett felszámolási technikát tett lehetővé a csődtörvény módosítása, amellyel ezek a vállalatok nagy számban éltek is. Az egyezséggel továbbműködésre lehetőséget kapott vállalatok értékteremtés tekintetében nem voltak jobb pozícióban az eljárás megindítását megelőzően, mint a felszámolásba fordult vállalatcsoportba tartozók. Az egyezségi tárgyalások jegyzőkönyvei szerint olyan reorganizációs terv nem készült, amely alátámasztotta volna, hogy az egyezséggel záruló eljárást követően a vállalatok az eszköz és adósság restrukturálásának eredményeként képesek – a korábbi időszaktól eltérően – értéket teremtő növekedési pályára átváltani. Az érdekeltek az eljárás során az adósság restrukturálásra fókuszáltak, amely egy értékteremtést támogató reorganizációs terv teljesülésére vonatkozó várakozás következményeként határozható meg. Mindezek szükségszerűen vezettek ahhoz, hogy 1–3 évvel az egyezésre vonatkozó bírósági végzést követően a törvényszéki mintában szereplő vállalatok közül mindössze 3 vállalat mutatott aktivitást. Mindezek alapján kijelenthető, hogy a növekvő csődnyitási szám mellett sem következett be a pénzügyi nehézséggel küzdő vállalatok helyzetének megoldásában hatékony tőkeallokációt jelző változás, illetve javulás a hitelező védelemben.

További kutatási feladat annak feltárása, hogy a nemzetközi gyakorlatban sikeresen alkalmazott módszerek közül melyeket lehetne sikeresen adaptálni a hazai csőszabályozásban. Az egyik ígéretes megoldás a Svéd aukciós modell, ahol fizetéképtelenség esetén a hitelezők által megbízott vagyongazdálkodó megszervezi a

vállalat azonnali, aukción történő eladását. A nyertes ajánlattevő ezt követően meghatározza, hogy a céget likvidálja vagy folytatja a működést. Az egyetlen szereplő mint tulajdonos érdekelt és képes a tulajdonosi tőke értékét növelő megoldás választásában, a hatékony

tőkeallokációs döntésben. Bár a modell adaptálása ígéretesnek tűnik, mégis új problémák felszínre törésére számíthatunk, amelyek a másodlagos piacok fejlettségéből vagy például az informális tulajdonosi szándékokból, szokásokból fakadhatnak.

JEGYZETEK

- ¹ A Fővárosi Törvényszék elnöke 2014-ben lehetőséget biztosított arra, hogy a csődeljárás gazdasági hatékonysági kritériumainak érvényességét kutatva adatokat, információkat gyűjtsünk az egyes ügyek feldolgozása alapján. Köszönettel tartozunk minden törvényszéki dolgozónak, aki segítette munkánkat. Hálásak vagyunk a szakmai támogatásért, amelyet kollégáinktól *Szabó Mártától* és *Csóke Andreától* – a Kúria Polgári Kollégiumának bírától – kaptunk.
- ² A nemzetközi csődszabályozás gyakorlatában egységes/egyszintű fizetéseképtelenségi eljárás részeként egy eljárásban kerül szabályozásra a reorganizáció és a felszámolás. A reorganizációra vonatkozó döntés az első szakasza az eljárásnak, és csak a továbbműködésre/reorganizációra vonatkozó egyezség hiányában kerül sor felszámolásra. A hazai csődszabályozást – ahogyan a törvény elnevezéséből is következik (1991. évi XLIX. törvény a csődeljárásról és a felszámolási eljárásról) – a nemzetközi gyakorlattól eltérően „duális” eljárás jellemzi (Csóke, 2015). A csődeljárás az adós megmentésére (reorganizálására) irányuló eljárás, amely zárulhat a vállalat továbbműködését biztosító egyezséggel, vagy egyezség hiányában az eljárás felszámolási eljárásba fordul. A felszámolási (a csődtörvényben önállóan szabályozott) eljárás a vállalat piacról történő kivezetését és ezzel együtt az adós vagyónának a hitelezők közötti szétosztását szabályozza. Az eljárástípusok differenciáltabb felosztását adja írásában Piller Zs. (2012). A továbbiakban a hazai csődeljárás helyett a reorganizációs eljárás kifejezést használjuk, ezzel igazodva a nemzetközi csődjogban megszokott gyakorlathoz.
- ³ A hazai bírósági csődeljárásnál nem feltétel, hogy az adós a fizetéseképtelenség állapotában legyen, már az ezzel való fenyegetettség is elegendő ahhoz, hogy a csődeljárás lefolytatása iránti kérelem benyújtásra kerüljön. A fizetéseképtelenség fennállása a magyar csődtörvény szerint a felszámolási eljárások megindításának a feltétele.
- ⁴ Ez a tanulmány az első része a Fővárosi Törvényszéken folytatott, primer adatgyűjtés alapján végzett kutatásnak.
- ⁵ <https://amadeus.bvdep.com/>
- ⁶ Egy válság idején, amikor a külső hatások a csődhelyzetek kialakulásában felerősödnek – például a „sorban állás”, „láncstartozás” jelensége fenyeget –, értéket teremtő vállalatok válhatnak fizetéseképtelenné, miközben képesek normál profit fölötti hozamot termelni. Ennek értelmében van relevanciája a historikus adatok elemzésének. Az átmenetileg/önhibájukon kívül fizetéseképtelenné vált vállalatoknak mentőövet kell dobni.
- ⁷ *Gilson és szerzőtársai* (2000) csődhelyzetben lévő vállalatok értékeléséről szóló cikkükben olyan 63 tőzsdén jegyzett vállalatot vizsgálnak, amelyek több mint 2 éves restruktúrált követő Cash Flow előrejelzést tettek közzé, amelyet a szerzők elegendőnek ítélték a DCF-alapú értékeléshez. Mindezt természetesen az egyezséget megelőző és azt követő időszakra vonatkozó piaci adatok is kiegészítettek, amelyek együttes elemzése természetesen konzisz-

tens a csődhelyzetben meghozott döntések gazdasági hatékonysági kritériumaival. A hazai helyzetet úgy jellemezhetjük, hogy az alkalmazott pénzügyi mutatókat a vizsgálat célja mellett nagyrészt a rendelkezésre álló adatállomány határozza meg (Virág et al., 2013).

⁸ A számviteli adatokkal kapcsolatosan felmerülhet az a gyanú is, hogy csődközeli állapotban lévő vállalatok kevésbé megbízhatóak. Ezzel a feltételezéssel a vizsgálat során nem számoltunk. Ennek a vélelemnek az igazolására vagy cáfolatára nem állnak rendelkezésünkre információk, abból a feltételezésből indultunk ki, hogy a számviteli törvény előírásainak megfelelően történik az üzleti könyvek vezetése.

⁹ Ezeket a mutatókat a későbbiekben a panelvizsgálat változóiként is használtuk.

¹⁰ Természetesen számos az egyezségi tárgyalások jegyzőkönyveiben nem rögzített várakozások

formálhatják az érintettek egyezsége vonatkozó döntését.

¹¹ Magyarországon a pénzügyi közvetítés mélysége nem teszi lehetővé a kis és közepes vállalatok számára a bankhitelekhez való hozzáférést, ezért a külső forrás bevonása gyakran egyedüli formája a kereskedelmi hitel, ezért tartottuk indokoltnak a hosszú lejáratú kötelezettségek helyett a teljes kötelezettség állományának használatát.

¹² Probit regresszió segítségével szintén igazoltuk (amelyet terjedelmi okokból nem mutatunk be), hogy a csődindítási kérelemmel a bírósághoz forduló vállalatoknál az egyezsége vagy annak elutasítására vonatkozó döntés nem magyarázható egy olyan modell segítségével, amelyet a vállalatok historikus pénzügyi mutatóira építünk.

¹³ Természetesen vannak kivételek, ahol az egyezés elérése érdekében „azonnali” kielégítésben állapodott meg az adós és a hitelező.

IRODALOM

BONIN, J. P. – SCHAFFER, M. E. (1996): Bankok, vállalatok, rossz hitelek és csődök Magyarországon, 1991–1994. *Közgazdasági Szemle*, XLIII. évfolyam, 1996. 2. szám (93–113. oldal)

BRIS, A. – WELCH, I. – ZHU, N. (2006): The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization. *Journal of Finance*, Vol. 61. No.3. June. 1253–1303., <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00872.x>

BROUWER, M. (2006): Reorganization in US and European Bankruptcy Law. *European Journal of Law & Economics*, July, Vol.22. No.1. 5–20., <http://dx.doi.org/10.1007/s10657-006-8978-2>

CIRMIZI, E. – Klapper, L. – Uttamchandani, M.(2010): The Challenges of Bankruptcy Reform, *The*

World Bank, October 2010., WPS5448 (<http://dx.doi.org/10.1596/1813-9450-5448>)

CORBAE, D. – D'ERASMO, P. (2014): Reorganization or Liquidation: Bankruptcy Choice and Firm Dynamics. 1–37 o.<https://server1.tepper.cmu.edu/seminars/docs/corporatebankruptcy030514.pdf>,

CsőKE A. (2015): *Nagykommentár a csődtörvényhez*. Wolters Kluwer Kft.

CsőKE A. (2009): *A csődtörvény magyarázata*. Complex Kiadó Kft.

DAMIJAN, J. P. (2014): Corporate Financial Soundness and its Impact on Firm Performance: Implications for Corporate Debt Restructuring in Sloveni. EBRD, *Working Paper* No. 168. May 2014.

- pp. 1–52, <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0168.pdf>.
- DEWAELEHEYN, N. – VAN HULLE, C. (2009): Filtering Speed in a Continental European Reorganization Procedure. *International Review of Law and Economics*. Elsevier, Vol. 29. No. 4. 375–387, <http://dx.doi.org/10.1016/j.irl.2009.03.005>
- ECKBO, R. E. – THORBURN, K. S. (2009): Creditor financing and overbidding in bankruptcy auctions: Theory and tests. *Journal of Corporate Finance* 15 (2009) 10–29
- ERDŐS K. (2007): A magyarországi cégek és a fizetésképtelenségi eljárások főbb adatainak alakulása (1992–2007), www.opmi.hu/PHP-3/Tenyek_gazdasagrol
- GILSON, S – HOTCHKISS, E. – RUBACK, R. (2000): Valuation of Bankrupt Firms, *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 1. (Spring, 2000), pp. 43–74
- GINE, X. – LOVE, I. (2010): Do Reorganization Costs Matter for Efficiency? Evidence from a Bankruptcy Reform in Colombia. *The Journal of Law and Economics*, Vol. 53, No. 4. 833–864, <http://dx.doi.org/10.1086/605848>
- HAUGEN, R. A. – SENBET, L. W. (1978): The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 33. No. 2. May. 383–393 <http://dx.doi.org/10.2307/2326557>
- JANDA, K. – RAKICOVA, A. (2014): Corporate Bankruptcies in Czech Republic, Slovakia, Croatia and Serbia., <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/54109/>
- KLAPPER, L. – LAEVENA, L. – RAJAN, R. (2006): Entry Regulation as a Barrier to Entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 82. 591–629. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.006>
- PILLER Zs. (2012): Eljárési rendszerek különbözősége a határokon átnyúló fizetésképtelenségi eljárásokban, PhD
- THORBURN, K. S. (2000): Bankruptcy auctions: Costs, debt recovery, and firm survival, *Journal of Financial Economics* 58, 337–368, [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00075-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00075-1)
- VERESS J. (2002): Közgazdasági megfontolások a csőd és a felszámolás törvényi szabályozásának modernizációjához Magyarországon, in: *A fizetésképtelenség szabályozása*, Europa Insitut, Budapest, 89–101. oldal
- VIRÁG M. – KRISTÓF T. – FIÁTH A. – VARSÁNYI J. (2013): *Pénzügyi elemzés, csődelőrejelzés, válságkezelés*. Kossuth Kiadó
- WHITE, M. J. (1983): Bankruptcy Costs and the New Bankruptcy Code. *Journal of Finance*, Vol. 38. No. 2. May. 477–487., <http://dx.doi.org/10.2307/2327983>
- WHITE, M. J. (1989): The Corporate Bankruptcy Decision. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 2. Spring 1989., 129–151. oldal, <http://dx.doi.org/10.1257/jep.3.2.129>
- WHITE, M. J. (2011): Corporate and Personal Bankruptcy Law. *NBER Working Paper* No. 1723, <http://www.nber.org/papers/w17237>, (DOI: 10.3386/w17237)
- Doing Business, Measuring Business Regulations, Resolving Insolvency, The World Bank, <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>, Letöltés időpontja: 2017. 07. 15.
- KSH adatok, https://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qvd002b.html
- Statisztikai Tükör (2011–2015), 2011/20; 2013/26; 2014/30; 2015/22, Központi Statisztikai Hivatal