

فصل نامه دیدگاه‌های حقوقی، دانشکده علوم قضایی و خدمات اداری

شماره چهل و چهل و یکم ۸۶-۱۳۸۵، صص ۷۳-۸۹

## رویکردهای مختلف به ورشکستگی<sup>۱</sup>،<sup>۲</sup>

نوشته: الیور هرت<sup>۳</sup>

ترجمه: دکتر کوروش کاویانی<sup>۴</sup> و شاهین شامی اقدم<sup>۵</sup>

### چکیده

در حدود پانزده سال گذشته، حقوق دانان فعال در عرصه تحلیل اقتصادی حقوق و اقتصاددانان علاقه‌مند به مسائل حقوقی، توجه خود را به موضوع ورشکستگی معطوف کرده‌اند. در این راستا، حجم وسیعی از تحقیقات اعم از نظری و تجربی انجام شده است که برخی از آنها مرتبط با عملکرد نظام موجود ورشکستگی و برخی دیگر مرتبط با اصلاح آن بوده‌اند. اگر چه محققین در این زمینه نظرات مختلفی ابراز کرده‌اند، با این وجود من معتقدم که در موضوعات خاصی مثل اهداف ورشکستگی و برخی ویژگی‌های یک نظام ورشکستگی کارآمد، می‌توان گونه‌ای وحد نظر را یافت. مقاله حاضر، وحدت نظر مذکور را به اختصار بیان می‌کند. یکی از نکاتی که بر آن تأکید خواهم نمود این است که امکان ارائه نسخه‌ای واحد برای همه کشورها بعید به نظر می‌رسد. یعنی هر چند به نظر می‌رسد بتوان برخی نظام‌های ورشکستگی را به این جهت که آشکارا نامناسب‌اند رد کرد، با این حال دسته‌ای از نظام‌ها هستند که حائز معیارهای اصلی کارآمدی می‌باشند. لذا اینکه یک شکور کدام نظام را انتخاب می‌کند یا بایستی که انتخاب کند، به عواملی مثل ساختار نهادها و سنت حقوقی آن کشور بستگی دارد. همچنین قابل تصور است که کشوری مجموعه‌ای از نظام‌ها را برگزیند و اجازه دهد شرکت‌ها خود از میان آنها انتخاب کنند.

### واژگان کلیدی

ورشکستگی، تحلیل اقتصادی حقوق

۱- این مقاله به کنفرانس سالانه بانک جهانی پیرامون اقتصاد توسعه پاریس ۲۱-۲۳ ژوئن ۱۹۹۹ ارائه گردیده است. از فیلیپ اقیون (philippe aghion)، جان مور (johne moor)، آندره شیفتر (andrei shleifer)، جوزف استیگلیتز (joseph stiglitz) و مخصوصاً فریتز فولی (fritz foley) به خاطر اظهار نظرهای سودمندشان تشکر می‌نمایم.

۲- مقاله حاضر در سپتامبر سال ۲۰۰۰ توسط موسسه تحقیقات اقتصادی هاروارد منتشر گردیده است. (توضیح مترجمین)  
۳- الیور هرت (oliver hart) مدرک دکتری خود در رشته اقتصاد را در سال ۱۹۷۴ از دانشگاه پرینستون اخذ نموده است. حوزه اصلی مطالعاتی او اقتصاد، شرکت‌ها و تحلیل اقتصادی حقوق بوده و دارای تالیفات متعدد و سوابق تدریس در دانشگاه‌های مختلف در زمینه‌های مذکور می‌باشد <http://www.economics.harvard.edu/faculty/hart/cv/hart-cv.pdf> (توضیح مترجمین)

۴- دانشیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه علامه طباطبایی.

۵- دانشجوی کارشناسی ارشد حقوق اقتصادی دانشگاه علامه طباطبایی.

**مقدمه مترجمین**

آمار زندانیان بدهکار که پس از محکومین جرائم مواد مخدر رتبه دوم را به خود اختصاص داده است و همچنین تعداد اندک احکام ورشکستگی تجار و شرکت‌های تجاری گویای آن است که صرف نظر از توافقات خصوصی مابین طلبکاران و بدهکاران، زندان ابزار اصلی مدیریت پدیده ناتوانی از تادیه دین بوده و عملاً مقررات ویژه تجار و شرکت‌های تجاری بر روی کاغذ مانده‌اند. ریشه این شکاف میان قانون و واقعیت را باید در چگونگی نگاه ما به مقوله حقوق جستجو نمود؛ دانشکده‌های حقوق عمدتاً هم‌خویش را صرف شرح و تفسیر قوانین موجود می‌کنند و بدین ترتیب وظیفه اساسی تولید قوانین زنده، عادلانه و سازگار با شرایط زمان و مکان مغفول می‌ماند.

هدف از ترجمه مقاله حاضر که در صدد تبیین رویکرد مختلف در مواجهه با شرکت‌های ناتوان از تادیه دین است، لزوماً تجویز کی از نسخه‌های ارائه شده نیست بلکه توجه دادن به این مهم است که چگونه می‌توان به دور از تکلف و تظاهرات فیلسوفانه، راه‌های متصور برای حل یک معضل اقتصادی را احصا نموده و به ارزیابی واقع‌بینانه آنها پرداخت. بی‌تردید در پرتو این نگاه جامع، وظیفه سنتی دانشکده‌های حقوق مبنی بر شرح و تفسیر مقررات موجود نیز به گونه‌ای عمیق‌تر و آسان‌تر محقق خواهد شد.

## ۱. مقدمه

در حدود پانزده سال گذشته، حقوق‌دانان فعال در عرصه تحلیل اقتصادی حقوق و اقتصاددانان علاقمند به مسائل حقوقی، توجه خود را به موضوع ورشکستگی معطوف کرده‌اند. در این راستا، حجم وسیعی از تحقیقات اعم از نظری و تجربی انجام شده است که برخی از آنها مرتبط با عملکرد نظام موجود ورشکستگی و برخی دیگر مرتبط با اصلاح آن بوده‌اند. اگر چه محققین در این زمینه نظرات مختلفی ابراز کرده‌اند، با این وجود من معتقدم که در موضوعات خاصی مثل اهداف ورشکستگی و برخی ویژگی‌های یک نظام ورشکستگی کارآمد<sup>۱</sup>، می‌توان گونه‌ای وحدت نظر<sup>۲</sup> را یافت. اما به نظر می‌رسد در خصوص اینکه دقیقاً نظام ورشکستگی مطلوب چیست یا اینکه سیستم‌های موجود در سراسر جهان تا چه حد مناسب‌اند توافق نظر کمتری وجود دارد. در این مقاله بر این وحدت نظر تمرکز خواهیم نمود، زیرا معتقدم که این امر برای هدایت کشورهای دارای نظام ورشکستگی کم توسعه یافته و به منظور ارتقای آنها مفید است.<sup>۳</sup> یکی از نکاتی که بر آن تأکید خواهیم نمود این است که امکان ارائه نسخه‌ای واحد برای همه<sup>۴</sup> بعید به نظر می‌رسد. یعنی هر چند به نظر می‌رسد بتوان برخی نظام‌های ورشکستگی را به این جهت که آشکارا نامناسب‌اند رد کرد، با این حال دسته‌ای از نظام‌ها هستند که حائز معیارهای اصلی کارآمدی می‌باشند. لذا اینکه یک کشور کدام نظام را انتخاب می‌کند یا بایستی انتخاب کند، به عواملی مثل ساختار نهادها و سنت حقوق<sup>۵</sup> آن کشور بستگی دارد. همچنین قابل تصور است که کشوری مجموعه‌ای از نظام‌ها را برگزیند و اجازه دهد شرکت‌ها خود از میان آنها انتخاب کنند.

توجه به اینکه نباید اصلاح امر ورشکستگی را در خلاء بررسی نمود حائز اهمیت است: شاید لازم باشد که آن را با اصلاحات حقوقی و اصلاحات نظیر آموزش قضات، ارتقای ضوابط اداره شرکت<sup>۶</sup>، و حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران<sup>۷</sup> و چه بسا حتی تغییراتی در نظام مالی بین‌المللی<sup>۸</sup>

۱- Efficient

۲- Consensus

۳- رویکرد من بیشتر هنجاری خواهد بود؛ مطلب چندانی در خصوص اینکه چرا حقوق‌های موجود ناظر بر ورشکستگی به شکل کنونی درآمده‌اند ارائه نخواهم کرد. در این خصوص رجوع کنید به (۱۹۹۸) Rosenthal and Berglof و نیز (۱۹۹۹) Frank and Sussman.

۴- One size fits all

۵- Legal tradition

۶- Corporate governance

۷- رجوع کنید به (۱۹۹۸) LaPorta et al.

۸- رجوع کنید به (۱۹۹۹) Rowat and Astigarraga و گزارش سال ۱۹۹۹ صندوق بین‌المللی پول (IMF).

تلفیق نمود. من این موضوعات را در اینجا مورد بحث قرار نمی‌دهم. اگر چه بایستی آنها را در مباحث بعدی مد نظر داشت.<sup>۱</sup>

علاوه بر این صرفاً به ورشکستگی اشخاص حقیقی یا دولت‌ها (از نوع محلی، ایالتی یا ملی) خواهیم پرداخت، هر چند که برخی مطالب عنوان شده مشترک‌اند.<sup>۲</sup>

## ۲. لزوم وجود یک نظام ورشکستگی

شرکت‌ها به دلایل مختلفی زیر بار قرض می‌روند. شاید مهم‌ترین علت این است که می‌خواهند قدری از سرمایه در گردش آینده خود را در حال حاضر مورد استفاده قرار دهند. به هر حال علت هر چه باشد، در اوضاع و احوالی خاص، ممکن است شرکت‌ها قادر به تادیه دیون خود نباشد. حقوق ورشکستگی بر آنچه که در این شرایط رخ می‌دهد می‌پردازد.

صرف نظر از قواعد خاص ورشکستگی، یک طلب‌کار دو ضمانت اجرای عام در کشورهای نظیر آمریکا، بریتانیا و دیگر کشورهای اروپای غربی در اختیار دارد. در مورد قروض وثیقه‌دار<sup>۳</sup>، طلبکار می‌تواند اموال مرهونه را توقیف نماید. در مورد دیون فاقد وثیقه<sup>۴</sup> طلبکار می‌تواند از دادگاه به فروش رساندن برخی اموال بدهکار را خواستار شود.

این شیوه وصول مطالبات هنگامی که طلبکاران متعددی در میان باشند و دارایی بدهکار تکافوی دیونش را نکند منجر به اشکالاتی می‌شود. در چنین شرایطی هر طلبکار تلاش خواهد نمود که زودتر از بقیه طلبش را وصول کند. این رقابت میان طلبکاران می‌تواند منتهی به تجزیه دارایی‌های شرکت و نقصان در ارزش آن برای همه طلبکاران شود. لذا نفع جمعی طلبکاران اقتضا می‌نماید که تملک دارایی بدهکار به شکلی منظم، از مجرای نظام ورشکستگی انجام شود. اصولاً اشخاص قادرند که نظام ورشکستگی را خودشان ساماندهی کنند؛ یعنی یک بدهکار می‌تواند ضمن قرارداد قرض مقرر نماید که عدم پرداخت بدهی چه عواقبی داشته باشد. با این وجود چه بسا تنظیم چنین قراردادی با توجه به اینکه ممکن است روزبه‌روز بر دارایی و گرمای بدهکار افزوده شود، دشوار باشد. علاوه بر این، شواهد تجربی از جمله این واقعیت که شرکت‌ها به ندرت چنین قراردادهایی تنظیم می‌کنند و هم اینکه تقریباً همه کشورهای دارای حداقل نظام

۱- صندوق بین‌المللی پول (IMF) به عنوان یک راه ممکن برای کاهش بحران‌های مالی از جمله پیشنهاد می‌نماید که شرکت و دارندگان اوراق قرضه آن، ضمن قرارداد استقراض خود، ضوابط ناظر بر مذاکره مجدد پیرامون قرض را ذکر کنند. این امر می‌تواند یک نظام ورشکستگی خصوصی تلقی شود. (رجوع کنید به ادامه مقاله).

۲- توجه داریم که در حقوق ایران اصولاً مقررات یکسانی بر ورشکستگی اشخاص حقوقی از جمله شرکت‌ها حکومت می‌کند (توضیح مترجمین)

۳- Secured loan

۴- unSecured loan

ورشکستگی ساده قانونی هستند، حاکی از آن است که نمی‌توان عملاً بر راه حل «خصوصی»<sup>۱</sup> اتکا نمود. به عبارت دیگر برای دولت‌ها تردیدی در لزوم تدارک دیدن یک نظام ورشکستگی «کاربردی»<sup>۲</sup>، یعنی نظامی که طرفین بتوانند در صورتی که خودشان ترتیبات خاصی مقرر نکرده باشند از آن استفاده کنند، وجود ندارد.

### ۳. اهداف یک نظام ورشکستگی

از آنجایی که اقتصاددانان تاکنون تئوری قانع‌کننده‌ای در اینکه چرا طرفین نمی‌توانند خودشان نظام ورشکستگی فی‌مابین خود را تنظیم کنند (یعنی اینکه چرا قراردادها ناقص<sup>۳</sup> هستند)<sup>۴</sup> ارائه نکرده‌اند، اتخاذ یک نظام ورشکستگی بهینه با استفاده از اصول اولیه، دشوار است. با این وجود، تئوری اقتصادی قادر است ویژگی‌های یک نظام ورشکستگی خوب را برای ما روشن کند.

اول اینکه استدلالی محکم مبنی بر اینکه یک نظام ورشکستگی بایستی متضمن یک نتیجه نهایی کارآمد<sup>۵</sup> باشد وجود دارد. یعنی بایستی ارزش کل<sup>۶</sup> (که با پول سنجیده می‌شود) را که قابل تقسیم میان بدهکار، طلبکاران و احتمالاً سایر اشخاص ذینفع مثل کارگران می‌باشد، حداکثر کند. (ما این هدف اول می‌نامیم) به عبارت روشن‌تر می‌توان گفت بسته به اینکه کدام شیوه حداکثر ارزش کل را ایجاد می‌کند باید تصمیم گرفت که یک شرکت بایستی ساماندهی مجدد مالی گردد یا اینکه نقداً و به صورت یک شرکت دایر فروخته شود یا تعطیل شود و تدریجاً تصفیه گردد زیرا با فرض ثابت بودن سایر عوامل، همواره بیشتر بر کمتر مرجح است. در واقع اگر یک نظام به نحوی قابل تغییر باشد که ارزش کل بیشتری را حاصل کند، با فرض اینکه هر گروه سهمی کافی از این ارزش را دریافت می‌کند (نگاه کنید به بحث هدف سوم در ادامه)، همه دارا تر از قبل<sup>۷</sup> می‌شوند.

۱- Private

۲- Off the shelf

۳- incomplete

۴- ناقص بودن قراردادها که در حوزه مطالعاتی تحلیل اقتصادی حقوق بسیار مورد بحث واقع شده است، اشاره به این واقعیت موجود در قراردادها دارد که همواره متعاقبین همه جزئیات مدنظرشان را در قرارداد نمی‌گنجانند. در تحلیل اقتصادی حقوق علت وجود این نقص در قراردادها اصولاً با توسل به مفهوم «هزینه‌های معاملاتی» (transaction costs) که توسط رونالد کاوز مطرح شد، توجه و تبیین می‌شود. (توضیح مترجمین)

۵- Ex post efficient outcome

۶- total value

۷- better off

بنابراین:

هدف اول: با فرض ثابت بودن سایر عوامل<sup>۱</sup>، یک نظام ورشکستگی خوب بایستی در نهایت موجب حصول یک نتیجه نهایی کارآمد شود.

اگر چه هدف اول به راحتی مورد پذیرش اکثر اقتصاددانان واقع خواهد شد، با این وجود لازم به ذکر است که بسیاری تفکرات واهی در این خصوص وجود دارد که مخالف این امرند. اغلب چنین در اذهان جا افتاده است که بدهکاران، طرفدار یک نظام ورشکستگی بدهکارگرا<sup>۲</sup> و طلبکاران، طرفدار یک نظام ورشکستگی طلبکارگرا<sup>۳</sup> خواهند بود. برداشت واهی مذکور این نکته را از قلم انداخته است که اگر مثلاً یک نظام بدهکارگرا انتخاب شود، در این صورت بدهکاران مجبور خواهند بود که نرخ بهره‌های سنگین‌تری را در پرداخت عوض به طلبکاران در شرایط غیر ورشکستگی متحمل شوند.<sup>۴</sup>

هدف دوم: ناظر بر کارآمدی پیشاپیش<sup>۵</sup> است. چنانکه گفتیم، ظاهراً مهم‌ترین علت اینکه یک شرکت به جای اینکه مثلاً با انتشار سهام سرمایه‌اش را افزایش دهد، با استقراض این کار را می‌کند، آن است که سرمایه در گردش آینده خود را هم اکنون مورد استفاده قرار دهد. برای اینکه چنین تعهدی الزام‌آور باشد، بایستی که نقض تعهد عواقبی در پی داشته باشد. این عواقب می‌تواند به صور گوناگون باشد. سهام‌داران را می‌توان با اسقاط مطالبات آنها عقوبت نمود (نگاه کنید به هدف سوم). مدیران را می‌توان به کاستن از احتمال باقی ماندن در شغل‌شان تنبیه کرد. اما بدون وجود هیچ پیامد منفی، انگیزه خیلی کمی برای تادیه دیون وجود خواهد داشت.

هدف دوم: یک نظام ورشکستگی خوب بایستی که الزام‌آور بودن ادای دین را از طریق عقوبت نمودن مدیران و سهام‌داران در شرایط ورشکستگی به نحو کافی تأمین نماید.

اینک به شیوه تقسیم ارزش میان غرما می‌پردازیم. یک راه ساده برای تنبیه نمودن سهام‌داران در ورشکستگی، به رسمیت شناختن حق تقدم مطلق مطالبات<sup>۶</sup> است. (یعنی ابتدا طلبستانکاران ممتاز<sup>۷</sup>، سپس طلبکاران غیر ممتاز<sup>۸</sup> و در آخر سهام‌داران<sup>۹</sup> تسویه شود). قائل بودن به

۱- Ceteris Paribus

۲- Pro-debtor

۳- Pro-creditor

۴- در واقع، وام‌دهندگان پیشاپیش هزینه احتمالی نظام بدهکارگرا را از وام‌گیرندگان می‌گیرند. (توضیح مترجمین)

۵- Ex ante efficiency

۶- Absolute priority of claims

۷- Senior creditors

۸- Junior creditors

۹- Shareholders

حق تقدم مطلق در مطالبات، مزایای دیگری نیز دارد. اول اینکه موجب می‌شود مطالبات طلبکاران در شرایط ورشکستگی در حد معقولی تا دیه شود که این امر آنها را به قرض دادن تشویق می‌نماید. دوم اینکه با شرایط ورشکستگی و غیرورشکستگی به نحو متفاوتی برخورد نمی‌شود. به عبارت دیگر تعهدات قراردادی ایجاد شده در خارج از زمان ورشکستگی، تا حد امکان به اندازه آن‌هایی که داخل زمان ورشکستگی ایجاد شده‌اند مورد حمایت قرار می‌گیرند. با این حال می‌توان استدلالی در رد حق تقدم مطلق مطرح کرد. چنانچه برخی اندیشمندان اظهار داشته‌اند اگر در ورشکستگی چیزی نصیب سهام‌داران شود، در این صورت مدیریتی که از جانب سهام‌داران مشغول به کار است، این انگیزه را دارد که به آب و آتش بزند؛<sup>۱</sup> یعنی حاضر است هر کاری بکند تا از ورشکستگی جلوگیری شود. از جمله اینکه پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای ریسک بالا را به عهده بگیرد و اعلام ورشکستگی را به تأخیر اندازد. به این دلیل در نظر گرفتن درصدی از ارزش برای سهام‌داران در ورشکستگی می‌تواند قابل توجیه باشد.

**هدف سوم:** یک نظام ورشکستگی خوب بایستی که از حق تقدم مطلق مطالبات پشتیبانی کند، به استثنای درصدی از دارایی که احتمالاً باید برای سهام‌داران در نظر گرفته شود.

#### ۴. نظام‌های موجود

اگرچه نظام‌های ورشکستگی مختلفی در سرتاسر جهان وجود دارد، با این وجود می‌توان آنها را در دو دسته اصلی جای داد: یکی نظام مبتنی بر به فروش رساندن دارایی<sup>۲</sup> (یا مزایده نقدی<sup>۳</sup>) و دیگری نظام مبتنی بر قرارداد ارفاقی.<sup>۴</sup>

#### الف. به فروش رساندن دارایی (مزایده نقدی)

ساده‌ترین نظام ورشکستگی که برخی صور آن را تقریباً می‌توان در همه کشورها یافت، عبارت است از: به فروش رساندن دارایی‌های شرکت، تحت نظارت یک امین<sup>۵</sup> یا مدیر تصفیه<sup>۶</sup>. اغلب، دارایی‌ها جداگانه فروخته می‌شوند. به عبارت دیگر شرکت در حالتی که تعطیل شده است تصفیه می‌شود. با این حال گاهی شرکت به صورت دائر فروخته می‌شود. هر کدام از این‌ها که تحقیق یابد عواید حاصل از فروش با لحاظ حق تقدم مطلق (معمولاً اول دیون با وثیقه<sup>۷</sup>)، بعد

۱- Go for broke

۲- Asset sale

۳- Cash auction

۴- Structured bargaining

۵- Trustee

۶- Receiver

۷- Secured debt

مطالبات ممتاز<sup>۱</sup> مختلف و سپس دیون فاقد وثیقه<sup>۲</sup>، بعد دیون عادی<sup>۳</sup> و در آخر مطالبات شرکا<sup>۴</sup>) میان طلبکاران تقسیم می‌شود. با این وجود، حق تقدم مطلق، جزء ارکان اصلی این نظام نیست. مزایده نقدی از نظر فنی به جهت سادگی مطلوب است. اگر بازارهای سرمایه به درستی کار کنند، این نظام نتایج نهایی کارآمدی به همراه خواهد داشت. به عبارت روشن‌تر اگر شرکت به صورت دائر بیش از حالت تصفیه شده‌اش ارزش داشته باشد، پیشنهاد متضمن دائر نگه داشتن شرکت بر مجموع پیشنهادهای خرید اجزای آن غلبه خواهد داشت. از سوی دیگر، اگر شرکت به صورت تعطیل ارزش بیشتری داشته باشد، در این صورت مجموع تک‌تک پیشنهادهای خرید اجزای شرکت، بر پیشنهاد برای خرید کل بنگاه تفوق خواهد جست.

مزایده نقدی مزیت دیگری نیز دارد. هیچ چانه‌زنی میان غرما بر سر اینکه به چه کسی چه چیزی برسد وجود ندارد؛ بنگاه به حجمی از نقدینگی تبدیل گردیده که به لحاظ حق تقدم مطلق (یا توافق قبلی دیگری) تقسیم شده است.

اگر چه شواهد روشن اندکی در خصوص اینکه آیا مزایده‌های نقدی عملاً مناسب هستند یا نه، وجود دارد<sup>۵</sup>، با این وجود شواهد ضمنی بسیاری حاکی از آن است که بدهکاران، طلبکاران و جامعه عموماً به آن اعتماد ندارند. در حدود پنجاه سال گذشته در بسیاری از کشورها، بحث‌هایی پیرامون اصلاح نظام ورشکستگی با توسل به نظام‌های جدید مطرح در برخی کشورها صورت گرفته است، اما تا جایی که می‌دانم تمامی بحث‌ها و تغییرات در جهت مطرح ساختن یک نظام قرارداد ارفاقی مانند فصل یازدهم<sup>۶</sup> (رجوع کنید به ادامه مقاله) بوده است. هیچ کدام از تلاش‌ها در جهت مزایده نقدی نبوده است.<sup>۷</sup> در واقع من هیچ گروهی (مدیریت، سهام‌داران، طلبکاران و یا کارگران) را سراغ ندارم که اصرار بر مزایده‌های نقدی داشته باشد. بنابراین ظاهراً می‌توان گفت که کشورها تمایلی بر بکارگیری مزایده نقدی به عنوان نظام ورشکستگی خود ندارند.

### ب- قرارداد ارفاقی

به دلیل ملاحظات موجود پیرامون کارایی مزایده نقدی، برخی کشورها نظام دیگری مبتنی بر ایده قرارداد ارفاقی را بسط داده‌اند. فکری که در پس این نظام می‌باشد، این است که طلبکاران شرکت مایل به مذاکره پیرامون سرنوشت شرکت هستند؛ اینکه آیا بایستی تصفیه شود

۱- Priority claims

۲- Unsecured debt

۳- Subordinated debt

۴- Equity

۵- با این حال رجوع کنید به (Pulvino (۱۹۹۸).

۶- مقصود، فصل ۱۱ قانون ورشکستگی آمریکا است که به همین عنوان Chapter معروف است. (توضیح مترجمین)  
۷- کشورهایی که به تازگی در آن‌ها یک نظام قرارداد ارفاقی مانند فصل ۱۱ مطرح شده عبارتند از: استرالیا، اندونزی، تایلند و آرژانتین.



یا ساماندهی مالی مجدد شود و اینکه چگونه ارزش آن باید مطابق قواعد از پیش تعیین شده تقسیم گردد. مثال بارز یک نظام قرارداد ارفاقی فصل ۱۱ قانون ورشکستگی آمریکا است، با این حال اداره تصفیه بریتانیا<sup>۱</sup> و نیز، نظام فرانسه، آلمان و ژاپن هم بر همین مبنا استوار است.

### عنصر اصلی فصل ۱۱ به شرح ذیل است:

مطالبات طلبکاران متوقف می‌شود یعنی هیچ طلبکاری در طول این فرآیند حق توقیف یا به فروش رساندن دارایی شرکت را ندارد. کلیه کسانی که ادعای حقی دارند، منطبق با نوع مطالباتشان (با وثیقه یا بی‌وثیقه، ممتاز یا غیرممتاز) به گروه‌هایی تقسیم می‌شوند، و یک قاضی بر روند مذاکره میان نمایندگان گروه‌ها پیرامون تعیین دستور کار و تقسیم ارزش برای شرکت، نظارت می‌نماید. در طول این فرآیند، مدیریت انتصابی<sup>۲</sup> اداره شرکت را به عهده دارد. یکی از ابعاد مهم این نظام آن است که دستور کار در صورت کسب اکثریت لازم هر طبقه از طلبکاران قابل اجرا است و نیازی به اتفاق آرا نیست.

اداره تصفیه بریتانیا در سال ۱۹۸۶ به عنوان «نسخه بریتانیایی فصل ۱۱» مطرح شد. یک تفاوت مهم میان اداره تصفیه بریتانیا و فصل ۱۱ این است که مدیر تصفیه بریتانیا (که متخصص در ورشکستگی می‌باشد) در طول ورشکستگی، شرکت را اداره می‌کند. قانون ورشکستگی فرانسه که در سال ۱۹۸۵ تصویب شد هم تا حدی شبیه فصل ۱۱ است. با این وجود، در مقایسه با آمریکا و بریتانیا، دادگاه به واسطه نصب یک مدیر تصفیه<sup>۳</sup> از قدرت نظارت بیشتری برخوردار است و می‌تواند بدون نیاز به تصویب از جانب طلبکاران (یا کارگران) طرح تجدید ساختار مالی شرکت ورشکسته<sup>۴</sup> را در صورتی که حفظ اشتغال کارگران و تادیه مطالبات طلبکاران را به بهترین وجه تامین نماید، تایید کند.

فصل ۱۱ به جهت وقت گیر بودن، آسان گیرانه بودن بسیار نسبت به بدهکاران و عدم رعایت حق تقدم مطلق در آن، مورد انتقاد قرار گرفته است. بدون شک این نظام در جهت رفع برخی از این انتقادات قابل تعدیل می‌باشد. با این وجود دو اشکال اساسی در در بخش ۱۱ و نظام های قرارداد ارفاقی مشابه آن وجود دارد. این اشکالات از آنجا ناشی می‌شود که نظام قرارداد ارفاقی می‌خواهد که دو تصمیم را در یک زمان اتخاذ کند؛ با شرکت چه باید کرد؟ و در صورت تراضی مجدد پیرامون مطالبات<sup>۵</sup> چه چیزی باید نصیب چه کسی شود؟ متأسفانه شرکت‌هایی که پس از

۱- U.K. administration

۲- Incumbent management

۳- Administrator

۴- reorganization

۵- Restructuring

ورشکستگی تغییر ساختار<sup>۱</sup> یافته‌اند دارای ارزش نوعی<sup>۲</sup> نیستند. نتیجتاً تشخیص اینکه هر گروه از طلبکاران، مستحق کدام بخش از اوراق بهادار شرکت پس از ورشکستگی باشند، دشوار است. این قضیه حتی اگر هیچ اختلافی در میزان و تقدم مطالبات هر یک از طلبکاران نباشد نیز صادق است. در نتیجه چانه زنی بسیاری می‌تواند به وجود بیاید.

خطر احتمالاً جدی‌تر این که تصمیمی غلط درباره آینده شرکت اتخاذ شود. مکانیزم رای گیری از قبل معین شده و لذا اشخاصی که تصفیه دیون آن‌ها اصولاً وابسته به نتیجه رای گیری نیست (چه به این علت که به هر دلیلی مطالبات آنها کاملاً محفوظ باشد یا این که اصلاً مستحق چیزی نباشند) ممکن است تعداد آرای سرنوشت سازی را در اختیار داشته باشند.

به عنوان مثال شرکتی را در نظر بگیرید که دیون آن برابر ارزش تصفیه آن است. طلبکاران بر تصفیه سریع اصرار خواهند ورزید زیرا تادیه کامل مطالبات در انتظارشان است، در حالی که سهامداران اصرار بر تجدید طولانی مدت ساختار مالی شرکت خواهند داشت زیرا با احتمال کسب سود مواجهند، نه ریسک زیان دیدن. حسب اوضاع و احوال اگر طلبکاران آرای سرنوشت ساز را در اختیار داشته باشند، یک شرکت خوب تعطیل می‌شود و اگر سهامداران آرای سرنوشت ساز در اختیار داشته باشند، ممکن است یک شرکت بد همچنان به کار خود ادامه دهد.

با وجود این اشکالات، بخش ۱۱ همچنان طرفداران خود را دارد به هر حال بدیهی است کشوری که مبادرت به اصلاح نظام ورشکستگی خود می‌کند بایستی به جای آزمون چیزی جدید، به سراغ بخش ۱۱ برود.

## ۵. اصلاح نظام ورشکستگی

در این قسمت به شرح دسته‌ای از نظام‌ها خواهیم پرداخت که دارای برخی از ویژگی‌های مشابه قرارداد ارفاقی می‌باشند، اما ساده‌تر هستند. به طور دقیق‌تر، آن‌ها به طلبکاران اجازه می‌دهند که ساختار شرکت را تغییر دهند، اما حق چانه‌زنی بر سر تقسیم درآمدهای حاصله را ندارند. در همه این نظام‌ها تبدیل دیون به سهام<sup>۳</sup> به طور خودکار وجود دارد. همچنین ممکن است شامل مزایده دارایی‌های شرکت یا رای گیری رسمی بر سر این که با شرکت چه باید کرد نیز باشد. مزیت این نظام‌ها در این است که رای گیری از گروه سهامداران یکدست را جایگزین چانه‌زنی میان طلبکاران دارای اهداف گوناگون می‌کنند.

۱- تغییر ساختار یا restructuring شرکت عبارت است از اعمال تغییراتی عمده در ساختار شرکت که از طریق ایجاد تغییر در مدیریت و سهام شرکت و تجدید ساختار مالی آن reorganization و اصولاً در شرایط ورشکستگی صورت می‌پذیرد. (توضیح مترجمین)

۲- Objective value

۳- Debt- equity swap

اساس این نظام: وقتی شرکتی ورشکسته می‌شود، تمام یا اکثر دیون آن لغو می‌شوند. طلبکاران سابق، سهامداران (اصلی) جدید شرکت می‌شوند. تصمیم در خصوص سرنوشت شرکت (این که بایستی به عنوان یک شرکت دایر، پابرجا بماند یا اینکه باید تعطیل شود)، توسط سهامداران جدید اتخاذ می‌شود و سپس شرکت از حالت ورشکستگی خارج می‌گردد. دو جنبه در این نظام مطرح است؛ اتخاذ تصمیم بر سر این که آیا ساختار مالی شرکت تجدید شود یا شرکت تصفیه گردد و دیگری مسئله تبدیل دیون به سهام. به این ترتیب این دو را مورد بحث قرار می‌دهیم.

### اتخاذ تصمیم در خصوص سرنوشت شرکت

چند راه برای تصمیم‌گیری در خصوص سرنوشت شرکت وجود دارد. ما سه حالت ممکن را مطرح می‌کنیم.

**حالت اول:**<sup>۱</sup> قرار بر این می‌شود که شرکت به مزایده گذاشته شود (شخصی، مثلاً یک قاضی بر آن نظات می‌نماید) پیشنهاد، چه از نوع نقدی و چه غیر نقدی مجاز است. در یک پیشنهاد غیر نقدی شخص به جای وجه نقد، پیشنهاد اوراق بهادار می‌نماید. مثلاً مدیریت انتسابی می‌تواند به طلبکاران سابق (سهامداران جدید) پیشنهاد ادغام سهام و دیون در شرکت پس از ورشکستگی را بدهد. بنابراین یک پیشنهاد غیر نقدی توأم با امکان تجدید ساختار مالی یا تجهیز سرمایه<sup>۲</sup> شرکت به صورت دایر می‌باشد. سهامداران جدید به اینکه کدام پیشنهاد انتخاب شود رای می‌دهند<sup>۳</sup>

**حالت دوم:**<sup>۴</sup> شخص ناظر بر روند ورشکستگی که یک کارشناس دوره دیده ورشکستگی است، اداره شرکت را به عهده می‌گیرد (او جانشین هیات مدیره می‌شود)؛ او دستور کار یا دستور کارهایی را برای آینده شرکت تدوین می‌کند. این دستور کار ممکن است مبنی بر تجدید ساختار مالی شرکت، فروش آن به صورت دایر، یا تعطیل نمودن آن باشد در واقع یک دستور کار درست شبیه به پیشنهاد نقدی یا غیر نقدی است. دستور کار مادام که تصویب اکثریت سهامداران جدید را به همراه دارد، اجرا می‌شود. کارشناس ورشکستگی<sup>۵</sup> می‌تواند بیش از یک دستور کار به سهامداران ارائه دهد و ببیند که کدام یک طرفدار بیشتری دارد.

۱- این حالت برگرفته است از (Aghion et al. ۱۹۹۲).

۲- recapitalization

۳- اینکه مدیریت، خود در شرکت پس از ورشکستگی سهامدار باشد از جهت ایجاد انگیزه می‌تواند کارآمد باشد. اینچنین مالکیت داشتنی بر سهام، می‌تواند در قالب یک پیشنهاد غیر نقدی صورت می‌گیرد.

۴- این حالت برگرفته است از (Aghion et al. ۱۹۹۵).

۵- Bankruptcy practitioner (BP)

**حالت سوم<sup>۱</sup>:** هیچ مزایده یا رای‌گیری رسمی در کار نیست. در عوض تصمیم بر سراینکه با شرکت چه کار باید کرد توسط سهامداران جدید از طریق روند معمول، ضوابط اداره شرکت<sup>۲</sup> اتخاذ می‌شود. در واقع به محض تبدیل دیون به سهام، انتخاباتی برای تعیین هیات مدیره<sup>۳</sup> جدید برگزار می‌شود. (کلیه ضوابط مبتنی بر ساختار ناهمگون هیات مدیره<sup>۴</sup> کان لم یکن خواهد بود) پیشنهاد در اختیار گرفتن شرکت توسط شرکتی دیگر<sup>۵</sup> نیز با حذف هرگونه دفاع ممکن در مقابل این عمل (مثل تاکتیک جام زهر<sup>۶</sup>) مجاز خواهد بود.

این حالت از حیث میزان مداخله اشخاص ثالث مثل دادگاه‌ها در آن، با حالت دوم که ثالث در آن بیشترین نقش را دارد، و حالت سوم که ثالث در آن دارای کمترین نقش است، تفاوت می‌کند. مداخله کمتر از جانب ثالث، نوعی هزینه در بر خواهد داشت. شغل مدیران در حالت دوم در معرض بیشترین و در حالت سوم در معرض کمترین تهدید قرار دارد. با این حال در همه این حالات مدیریت تا حدی تحت فشار خواهد بود. یعنی تا حدی به تامین هدف دوم مندرج در قسمت شماره ۳ مقاله کمک می‌کنند.

این حالت همچنین هدف اول را هم تامین می‌کند. سرنوشت شرکت توسط گروهی یکدست (سهامداران جدید) تعیین می‌شود که انگیزه‌ای قوی برای رای دادن به آنچه که ارزش خالص شرکت را حداکثر خواهد کرد دارند.<sup>۷</sup>

### تبدیل دیون به سهام

بخش دیگر این طرح عبارت است از اینکه: چطور دیون به سهام تبدیل شوند. باز هم چند راه برای این کار وجود دارد. اگر همه دیون از تقدم یکسانی برخوردار باشند (مثلا همه فاقد وثیقه باشند)، طبیعی است که همه سهام به نسبت میان طلبکاران تقسیم شود و احتمالا درصدی نیز (۱۰ یا ۲۰ درصد) به سهامداران سابق اختصاص یابد.

۱- این حالت را می‌توان از فحواي (۱۹۸۸) Bebchuk استنباط کرد.

۲- Corporate governance

۳- Board of directors

۴- ساختار ناهمگون هیات مدیره یا Staggered board حالتی است که صرفاً تعدادی از اعضای هیات مدیره و نه همه آن‌ها قابل انتخاب توسط صاحبان حق رای هستند که این امر غالباً منجر به جلوگیری از اقدام به در اختیار گرفتن شرکت توسط شرکتی دیگر می‌شود. (توضیح مترجمین)

۵- Takcover

۶- Poisonpill که عبارت تاکتیک جام زهر به عنوان معادل آن انتخاب شده است، عبارت است از اینکه شرکتی که در معرض تحت کنترل ناخواسته قرارگرفتن از سوی شرکتی دیگر قرار دارد، از طرقی نظیر افزایش دادن هزینه این کار برای تصاحب کننده یا کاهش ارزش سهام خود در برابر او، به دفاع از خود بپردازد.

۷- همچنین تا جایی که شرکت به صورت دائر بیشتر از حالت تصفیه شده ارزش دارد، قرار دادن سرنوشت شرکت در دست سهامداران شرکت، موجب حفظ شغل کارگران نیز می‌شود.

موضوع وقتی پیچیده‌تر می‌شود که هم دیون با حق تقدم و هم دیون فاقد حق تقدم در میان باشند؛ به این دلیل که معلوم نیست هر گروه، مستحق چه قسمتی از سهام است. مثال بارز دیون دارای حق تقدم در عمل دیون وثیقه دار است. یک راه این است که دیون وثیقه‌دار را به حال خود رها نمود. و فقط دیون فاقد وثیقه را به سهام تبدیل کرد.<sup>۱</sup> این امر شرکت را در حالت ملائمت<sup>۲</sup> قرار خواهد داد، زیرا ارزش شرکت حداقل به اندازه ارزش دارایی‌های مادی آن در رهن دیون دارای وثیقه می‌باشد.

حالت الف: فرض کنید که یک طبقه طلبکاران فاقد وثیقه و تعدادی طلبکاران وثیقه‌دار وجود دارند. حال دیون وثیقه دار به حال خود رها می‌شود و طلبکاران فاقد وثیقه سهامداران جدید شرکت می‌گردند. (به اضافه مقداری از سهام که ممکن است برای سهامداران سابق کنار گذاشته شود).

حالت الف خیلی خوب به دیون وثیقه‌دار می‌رسد اما دیگر دیون ممتاز مثل دیون ممتاز در معنای خاص<sup>۳</sup> را کمتر مد نظر قرار می‌دهد. دیون ممتاز به معنی خاصی عبارت است از مطالباتی که قانون می‌خواهد آن‌ها بر دیون معمولی مقدم باشند، مثل دست مزد عقب افتاده کارگران و مالیاتی که باید به دولت پرداخت شود. عملاً دستمزدهای عقب افتاده چندان سنگین نیستند و شرکت ورشکسته قادر است با استقراض مجدد آن‌ها را تادیه کند. مالیات‌ها می‌تواند قابل توجه تر باشد، اما یک راه حل ساده برای آن، این است که تقدم مطالبات دولت لغو شود و با مالیات‌هایی که باید به دولت پرداخت شود، نظیر دیون فاقد وثیقه برخورد گردد.<sup>۴</sup>

نگرشی دیگر در خصوص رسیدگی به دیون دارای تضمینات مختلف<sup>۵</sup> از جمله دیون وثیقه‌دار توسط بیچاک (۱۹۸۸) مطرح شده است. بیچاک پیشنهاد کان لم یکن نمودن کلیه دیون و سپس تقسیم سهام میان طلبکاران ممتاز و دادن اختیار خرید<sup>۶</sup> سهام به طلبکاران غیر ممتاز و سهامداران را ارائه می‌کند. به عبارت روشن‌تر به طلبکاران غیر ممتاز اختیار خرید سهام از طلبکاران ممتاز در قبال پرداخت مبلغی که آن بستانکاران ممتاز، طلبکارند داده می‌شود. (در واقع

۱- به طور دقیق‌تر، وثیقه تک تک دیون وثیقه دار ارزیابی می‌گردد. اگر ارزش بر آورده شده بیشتر از طلب وثیقه دار بستانکار باشد، دین به حال خود رها می‌شود (به‌طور کامل تحت وثیقه است) اگر ارزش برآورده شده کمتر باشد، فقط بخش تحت وثیقه به حال خود رها می‌شود. با بخش باقیمانده مانند دیون فاقد وثیقه عمل می‌گردد و تبدیل به سهام می‌شوند.

۲- Solvent

۳- Preferred debt

۴- رویکردی افراطی‌تر این است که تقدم دیون وثیقه‌دار هم لغو می‌شود. یعنی با همه دیون مانند دیون فاقد وثیقه برخورد شود. برای بحث تفصیلی در این مورد رجوع کنید به (۱۹۹۶) Bebchuk and Fried.

۵- مقصود از تضمینات مختلف اعم است از تضمین به شکل موجود در دیون وثیقه‌دار و تضمین‌عام موجود در دیون ممتاز به معنی خاص آن. (توضیح مترجمین)

۶- options to buy

مطالبات آن‌ها را تملک می‌کنند.) به همین ترتیب به سهام‌داران نیز امتیاز باز خرید سهامشان در قبال تصفیه حساب نمودن کلیه مطالبات بستانکاران داده می‌شود. لازم به ذکر است که این فرآیندی گروهی نیست بلکه هر دارنده امتیاز، مستقلاً حق اعمال اختیارش را دارد.

حالت ب: فرض کنید که در کنار سهام، چندین نوع دین وجود دارد. در این صورت همه سهام‌ها به ممتازترین طبقه داده می‌شود. به هر طلبکار معمولی (از جمله هر سهامدار) که دارای درصدی معین از مطالبات طبقه مربوطه خود است اختیار خرید (تا سقف) درصد معینی از سهام طلبکاران ممتاز، در قبال پرداخت درصدی از کل طلب بستانکارانی که نسبت به او ممتازند، داده می‌شود.

طرح بیچاک به نحوی مبتکرانه به مسأله شایع تنوع گونه‌های دین می‌پردازد. عملاً هیچ طلبکار غیر ممتازی (از جمله سهامداران) نمی‌تواند گله کند که طلب او کمتر پرداخت شده زیرا اگر تصور می‌کند بستانکارانی که نسبت به او ممتاز هستند در حال اخذ میزانی بیش از طلبشان هستند، همواره می‌تواند در همان مبلغ اسمی<sup>۱</sup> دیون آنها را بخرد. با این حال طرح بیچاک این ویژگی نامطلوب را دارد که طلبکاران غیر ممتاز بایستی در ابتدا پولی بپردازند (یعنی امتیازهایشان را به اجرا گذارند) تا سپس بتوانند پولی به دست آورند (به آنها پرداخت شود). اگر طلبکاران غیر ممتاز به اندازه کافی متمول نباشند، این امر می‌تواند یک اشکال به حساب آید. یک راه حل ممکن است این باشد که مقام ناظر بر فرایند ورشکستگی (یک قاضی یا یک کارشناس ورشکستگی) یک بازار برای این امتیازها و سهام شرکت ایجاد نماید تا از این طریق طلبکاران غیر ممتاز بتوانند امتیاز امتیازهای خود را در معرض فروش گذارند. فروش اوراق بهادار در این بازار همچنین می‌تواند برای تصفیه مطالبات برخی طلبکاران به کار رود. برای مشاهده طرح تفصیلی این مطالب رجوع کند به Hart et al (۱۹۹۷).

خلاصه اینکه ما دو راه برای تبدیل دیون به سهام مطرح کردیم که هر دوی آنها منطبق با هدف سوم مندرج در قسمت شماره ۳ مقاله هستند. و ملاحظه این امر توأم با آن سه راه اتخاذ تصمیم در خصوص آینده شرکت، نشان می‌دهد که ما جمعاً شش نظام ورشکستگی ممکن در اختیار داریم. (بدیهی است که در نظر گرفتن شقوق بیشتر در خود این نظام‌ها نیز ممکن است). کلیه این نظام‌ها موجب جلوگیری از اشکال چانه زنی که گریبان‌گیر فصل ۱۱ است می‌شوند.<sup>۲</sup>

۱- face value

۲- این نظام‌ها همچنین نیاز به مکانیزم مالی خاصی موسوم به «بدهکار فعال تحت قرارداد ارفاقی» را مرتفع می‌نمایند. توجه: احتمالاً کلمه «نتیجه» جا افتاده است. این امر آن است که هر دو حالت «الف» و «ب» در خصوص تبدیل دیون به سهام موجب این می‌شوند که شرکت در وضع ملات قرار گیرد، به نحوی که می‌تواند با فرض وجود فرصت سرمایه‌گذاری سودآور، سرمایه‌اش را افزایش دهد.

کدام نظام بهتر است؟ ظاهراً پاسخ به این سوال بستگی به اوضاع و احوال دارد. مثلاً حالت دوم تصمیم‌گیری بر سر آینده شرکت، در ترکیب با حالت الف، تبدیل دیون به سهام، می‌تواند در کشوری با متخصصین ورشکستگی کار آزموده (مثلاً بریتانیا) مناسب باشد. در مقابل حالت سوم به همراه حالت الف می‌تواند در کشوری که سیستم قضایی آن، چنان پیشرفته نیست و یا وضعیت اقتصاد کلان آن به نحوی است که ورشکستگی‌های زیادی نزد دادگاه مطرح می‌شوند به کار گرفته شود.<sup>۱</sup>

در واقع، از آنجایی که انتخاب بهترین نظام با ابهام مواجه است، یک کشور می‌تواند لیستی (محدود) از طرح‌ها را برگزیند و اجازه دهد که شرکت‌ها از قبل یکی از آن‌ها را انتخاب کنند (مثلاً به عنوان بخشی از اساسنامه شرکت<sup>۲</sup> یا قرارداد قرض)

نکته مهم پایانی ناظر بر این است که آیا نظام ورشکستگی مصوب دولت بایستی که امره باشد؟ ظاهراً دلیلی بر این امر وجود ندارد. اگر که یک شرکت و طلبکاران آن بخواهند از شمول این سیستم دولتی خارج شوند و نظام ورشکستگی خودشان (که متناسب با وضعیت خود آنها است) تنظیم کنند، چرا باید مانع آنها شد؟<sup>۳</sup>

## ۶. نتیجه‌گیری

در قسمت نتیجه‌گیری، لازم است موضوعی مهم از جنبه «اقتصاد سیاسی»<sup>۴</sup> یادآوری شود که در هر کشوری که به اصلاح امر ورشکستگی می‌پردازد، پیش می‌آید: مسئله‌گذار<sup>۵</sup>. اگر چه اظهار نمودیم که قاعدتاً بدهکار و طلبکار هر دو طرفدار یک نظام ورشکستگی با بالاترین حد کارآمدی هستند، با این وجود با توجه به اینکه شرکت‌ها همچنان دیونی بر ذمه خود دارند که تحت نظام سابق بر آن توافق نموده‌اند، در کوتاه مدت این امر می‌تواند مصداق نیاید.

۱- از جوزف استیگلیتز (Joseph Stiglitz) به خاطر ارائه این نظر تشکر می‌کنم.

۲- corporate charter

۳- مثال جالب توجه در خصوص اینکه طرفین خودشان نظامی میان خود برقرار می‌کنند «مدیر تصفیه اختصاصی» (Administrative Receivership) در بریتانیا است. در نهاد مدیر تصفیه اختصاصی، یک طلبکار برجسته (معمولاً یک بانک) با بدهکار بر پذیرفتن «مسئولیت شناور» (floating charge) توافق می‌کنند. این امر به طلبکار حق تعیین یک مدیر تصفیه در صورت عدم ایفای دین از جانب شرکت را می‌دهد. این مدیر تصفیه، اداره شرکت را به عهده می‌گیرد و تصمیم می‌گیرد که آیا دارایی شرکت را جزء جزء به فروش رساند یا شرکت را پابرجا نگه دارد؟ همانطور که در مقاله جالب اخیر فرانکس و ساسمن (Franks and Sussman ۱۹۹۹) نشان داده شده است، مدیر تصفیه اختصاصی به بهترین شکل بیانگر قرارداد خصوصی منعقد شده میان بدهکار و طلبکاران او است. ظاهراً دلیلی برای مداخله در چنین قراردادی وجود ندارد.

۴- Political economy

۵- Transition problem

مثلا برخی کشورها در حال حاضر دارای حقوق ورشکستگی بدهکار محور هستند و در صددند که آن را قدری طلبکار محورتر کنند. بدهکاران در مقابل این تغییرات مقاومت می‌کنند زیرا آن‌ها با نرخ بهره‌های بالای موجود، عملا در حال پرداخت «هزینه»<sup>۱</sup> این نظام‌های بدهکار محور هستند.

یک راه مقابله با این مشکل آن است که نظام موجود را به حال خود رها کرد و نظام ورشکستگی جدید را به صورت اختیاری مطرح ساخت؛ یعنی بدهکاران می‌توانند انتخاب کنند که تابع آن بشوند یا نه (اگر آن را انتخاب کردند، بایستی که در همه قراردادهای قرض خود، تابع آن باشند). در کوتاه مدت ممکن است که بدهکاران ترجیح دهند که آن را انتخاب نکنند. با این وجود در بلند مدت که دیون قدیمی آنها منقضی می‌شود، اگر نظام جدید واقعا کارآمدتر باشد، به نظر می‌رسد که آن را بر می‌گزینند؛ آنها با انتخاب میان پرداخت نرخ بهره‌های بالا تحت نظام قدیم و نرخ بهره‌های پایین تحت نظام جدید روبه‌رو هستند.

در واقع این مثال به طور کلی‌تر بیانگر مطلوبیت در اختیار گذاردن مجموعه‌ای از نظام‌ها می‌باشد. با داشتن یک مجموعه، عملا یک معیار «بازاری»<sup>۲</sup> در اختیار داریم اگر چندین نظام در دسترس باشند، در بلند مدت به نظر می‌رسد که موارد کارآمد توسط بدهکاران و طلبکاران انتخاب می‌شوند و بقیه موارد متروک می‌مانند.

#### منابع و ماخذ

- Aghion P. O. Hart and J. Moore. ۱۹۹۲. "The Economics of Bankruptcy Reform," Journal of law, Economics and Organization, ۸:۵۲۳-۴۶ .
۱۹۹۵. "Insolvency Reform in the UK: A Revised Proposal Insolvency Law & Practice, ۱۱:۶۷-۷۴
- Bebchuk, L. A. ۱۹۸۸. A new Approach to Corporate Recognizations, Harvard Law Review, ۱۰۱:۷۷۵-۸۰۴
- Bebchuk, L.A., and J. M. Fried. ۱۹۹۶. "the Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy," The Yale Law Journal, ۱۰۵:۸۵۷-۹۳۴.

۱- Cost

۲- Market test



- Berglof, E., and H. Rosenthal. ۱۹۹۸. "The Political Economy of American Bankruptcy: The Evidence from Roll Call Voting ۱۸۰۰-۱۹۷۸." Paper presented at the annual meeting of Midwest Political Science Association, Chscago.
- Franks, J. and O. Sussman. ۱۹۹۹. "Financial Innovations and Corporate Insolvency mimeo, London Business School.
- Hart, O., R. La Porta Drago, F. Lopez - de Silanes, and J. Moore. ۱۹۹۷. "A New Bankruptcy Procedure that Uses Multiple Auctions," *European Economic Review* ۴۱:۴۶۱-۷۳.
- International Monetary Fund. ۱۹۹۹. "Involvingt the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises", prepared by the Policy Development and Review Department.
- La Porta, R. F. Lopez- de- Silanes A. Shleifer and R. W. Vishny. ۱۹۹۸. *Law and Finance*, *Journal of Political Economy*, ۱۰۶:۱۱۱۳-۵۵
- Pulvino T. ۱۹۹۸. "Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions", *Journal of Finance*, ۵۳:۹۳۹-۷۸.
- Rowat, M. and J. Astigarraga. ۱۹۹۹. "Latin America Insolvency Systems: A Comparative Assessment," *World Bank Technical Paper* No .۴۳۳.