

# Ekonomski trošak stečaja

---

**Kunić, Petar**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2021**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Dubrovnik / Sveučilište u Dubrovniku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:155:565346>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-02**



**SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU**  
UNIVERSITY OF DUBROVNIK

*Repository / Repozitorij:*

[Repository of the University of Dubrovnik](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJ

SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU  
ODJEL ZA EKONOMIJU I POSLOVNU EKONOMIJU

PETAR KUNIĆ  
EKONOMSKI TROŠAK STEČAJA

ZAVRŠNI RAD

Dubrovnik, rujan 2021.

SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU  
ODJEL ZA EKONOMIJU I POSLOVNU EKONOMIJU

EKONOMSKI TROŠAK STEČAJA  
ZAVRŠNI RAD

Predmet: Mikroekonomija 2

Studij: Sveučilište u Dubrovniku, Ekonomija i poslovna ekonomija

Studijski smjer: Ekonomija

Mentor: doc.dr.sc. Stjepan Srhoj

Student: Petar Kunić

Stupanj studija: Preddiplomski studij

Dubrovnik, rujan 2021.

# SADRŽAJ

SAŽETAK.....	4
SUMMARY .....	5
1. UVOD .....	1
1.1. Definicija rada.....	1
1.2. Svrha i ciljevi rada.....	1
1.3. Metodologija rada.....	1
1.4. Struktura rada.....	2
2. TEORIJE STRUKTURE KAPITALA .....	3
2.1. Modigliani-Miller teorija.....	4
2.2. Tradicionalno stajalište.....	5
2.3. Teorija izbora (agencijski modeli).....	7
2.4. Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama .....	9
3. STEČAJ.....	11
3.1. Poslovne, finansijske i ekonomske poteškoće .....	11
3.2. Definiranje stečaja.....	12
3.3. Ekonomski troškovi stečaja .....	13
3.3.1. Vremenski period 1 – Prije finansijskih poteškoća.....	13
3.3.2. Vremenski period 2 – U finansijskim poteškoćama prije stečaja.....	15
3.3.3. Vremenski period 3 – Nakon pokretanja stečaja .....	18
3.3.4. Agregatni ekonomski troškovi stečaja.....	22
3.3.5. Ostali troškovi stečaja.....	22
4. ZAKLJUČAK.....	26
LITERATURA.....	27
POPIS SLIKA .....	30

## SAŽETAK

Stečaj je profesionalni rizik poduzetnika. Stečaj je riječ koja opisuje stečajni postupak, a stečajni postupak ima dva krajnja ishoda: likvidaciju, i reorganizaciju. Stoga, stečaj nije trenutak u vremenu već je proces. Troškovi stečaja dugo se smatraju odrednicom cijene duga poduzeća i njegove strukture kapitala. Stečaj se otvara kada za to postoji stečajni razlog, kojemu često prethode financijske poteškoće uzrokovane prekomjernim korištenjem duga ili promjenama u operativnoj efikasnosti koja utječe na sposobnost zarađivanja poduzeća. Stečaj kao proces rezultira ekonomskim troškovima koji se javljaju u tri vremenska perioda: prije nego je poduzeće u financijskim poteškoćama, nakon što je poduzeće u financijskim poteškoćama, ali prije pokretanja stečaja i nakon pokretanja stečaja. Konačno, postoje i neizravni troškovi koji uključuju širok raspon neprimjetnih oportunitetnih troškova. Ovim završnim radom dan je teorijski okvir za proučavanje ekonomskih troškova stečaja.

Ključne riječi: stečaj, ekonomski troškovi stečaja, financijske poteškoće

## **SUMMARY**

Bankruptcy is a professional risk of an entrepreneur. Bankruptcy is a word which describes bankruptcy procedure, and bankruptcy procedure has two end outcomes: liquidation, and reorganisation. Therefore, bankruptcy is not a moment in time, but a process. Bankruptcy costs are long considered one of the determinants of firms' debt cost and its capital structure. Bankruptcy is opened when there is a bankruptcy reason, usually preceded with financial difficulties due to excess debt or operational difficulties which impact the firm's ability to earn revenues. Bankruptcy is a process which results with economic costs in three time periods: before the firm is in financial difficulties, after the firm is in financial difficulties but before starting the bankruptcy, and after the firm starts bankruptcy. Finally, there are also indirect costs which include a wide span of usually unobservable opportunity costs.

Keywords: bankruptcy, economic costs of bankruptcy, financial difficulties

# **1. UVOD**

## **1.1. Definicija rada**

Predmet istraživanja završnog rada je proučavanje ekonomskih troškova stečaja. Predmetom istraživanja proučit će se pojmovno određenje i struktura ekonomskih troškova stečaja. Pitanje stečaja je važan u situacijama kada je poduzeće financirano dugom jer ukoliko poduzeće ne može vraćati dugove tada vjerovnici (država, dobavljači) mogu pokrenuti stečajni postupak. Vjerovnicima je važno što oni dobivaju kroz stečajni postupak od svojih potraživanja. Rad će s posebnim naglaskom istaknuti prijašnja istraživanja uz mogućnost uspoređivanja s navedenom temom. Rad će istaknuti ekonomske troškove stečaja koji se javljaju u tri vremenska perioda:

1. Prije nego je poduzeće u financijskim poteškoćama;
2. Nakon što je poduzeće u financijskim poteškoćama, ali prije pokretanja stečaja;
3. Nakon pokretanja stečaja.

U radu će se izvesti agregatni ekonomski troškovi stečaja te navesti neizravni troškovi i troškovi na druge dionike koji nisu obuhvaćeni temeljnim modelom (npr. na vjerovnike).

## **1.2. Svrha i ciljevi rada**

Svrha završnog rada je prikazati važnost strukture kapitala i ekonomski trošak stečaja. Svrha rada je opisati gdje i kako nastaju ekonomski troškovi stečaja. Cilj završnog rada je: na temelju dostupne teorijske literature i prijašnjih istraživanja izvesti agregatne ekonomske troškove stečaja.

## **1.3. Metodologija rada**

Kako bi završni rad bio kvalitetniji važno je definirati metode istraživanja koje se koriste u radu. Literatura koja se koristila pisana je na hrvatskom i engleskom jeziku. Ključna literatura prikupljena je iz baza podataka: Hrčak i Nacionalni repozitorij završnih i diplomskih radova ZIR. Korišteni su i pisani izvori u Narodnoj knjižnici Grad i Sveučilišnoj knjižnici Dubrovnik.

## 1.4. Struktura rada

Završni rad se sastoji od četiri cjeline: uvoda, teorijske obrade strukture kapitala, teorijske obrade stečaja i troškova stečaja, te zaključka.

**Prvi, uvodni dio rada** - prikazat će predmet i svrha istraživačkog rada, te će se postaviti ciljevi istraživačkog rada kao i navesti metode istraživanja.

**Drugi dio rada** - predstavlja definiranje teorije strukture kapitala, Modigliani-Miller teoriju s posebnim osvrtom na troškove stečaja. Uz Modigliani-Miller teoriju, opisat će se tradicionalno stajalište, agencijski modeli i pristup asimetričnih informacija.

**Treći dio rada** - opisani su pojmovi stečaja te su prikazani ekonomski troškovi stečaja. Troškovi stečaja podijeljeni su u tri vremenska perioda i svi izvori troškova su detaljno opisani.

**Četvrti dio rada** - odnosi se na zaključak završnog rada gdje se na temelju korištene literature donosi zaključak za navedenu temu.



## 2. TEORIJE STRUKTURE KAPITALA

Struktura kapitala važno je područje ekonomije. Postoji veći broj definicija koje se odnose na definiranje strukture kapitala. Prema Rossu i suradnicima (2001) struktura kapitala predstavlja spoj vlastitog kapitala i duga kojim se poduzeća financiraju. Benić (2012., str. 550) navodi: "*struktura kapitala podrazumijeva kombiniranje različitih izvora kojima se poduzeće koristi za pribavljanje kapitala kojim financira svoje investicijske aktivnosti. Struktura kapitala, odnosno financijska struktura prikazuje relativni odnos dugoročnih dugova i vlastitoga ili trajnog kapitala*". Dugoročne dugove čine krediti i emitirane obveznice, a vlastiti kapital predstavlja dionički kapital i akumulirane dobiti. Jednostavnije rečeno, predstavlja izbor o načinu kako financirati svoje investicije: vlastitim sredstvima, internim sredstvima ili dugom (Vidučić, 2012).

Odluke koje se tiču strukture kapitala usko su povezane s poslovnom strategijom, prije svega jer „*omjer duga i vlastitog (trajnog) kapitala nije zadan zauvijek, pa menadžeri trebaju odlučivati o tome omjeru u skladu s ciljem maksimizacije vrijednosti poduzeća*” (Benić, 2012, str. 550). S obzirom da na uspješnost poduzeća utječu mnogi faktori poput rizika, neizvjesnosti i promjena na tržištu koji se nalaze u svakodnevnom poslovanju, menadžeri su shvatili da je nužno i neizbježno kreiranje modela koji će im pomoći oko odabira načina financiranja.

Teorijski okvir iz područja strukture kapitala moguće je grupirati u četiri grupe:

1. Modigliani-Miller teorija;
2. Tradicionalno stajalište;
3. Agencijski modeli (teorija izbora 1.);
4. Pristup asimetričnih informacija: “*redosljed pakiranja*” (slaganja) i teorija signalizacije.

U ostatku poglavlja pojasniti će se prethodno navedena četiri teorijska okvira.

## 2.1. Modigliani-Miller teorija

Modigliani-Miller (MM) teorija naziv je dobila po istoimenim ekonomistima koji su je osmislili. Još 1958. godine zasluge za razvijanje prve teorije o strukturi kapitala imaju talijanski ekonomist Franco Modigliani (1918 - 2003) i američki ekonomist Merton Howard Miller (1923 - 2000). Modigliani i Miller dobitnici su Nagrade Švedske banke za ekonomske znanosti u sjećanje na Alfreda Nobela (nadalje: Nobelova nagrada). Modigliani je Nobelovu nagradu dobio 1985. godine, a Miller 1990. godine. Doprinosi dvaju profesora iz 1950ih godina obilježen je ponajviše proučavanjem pitanja strukture kapitala. Njihovo istraživanje pod nazivom *"The cost of capital corporation finance and the theory of investment"* objavljeno u časopisu *American Economic Review*, ukazuje kako na savršenom tržištu nije bitno financira li se poduzeće iz vlastitih izvora ili dugova, jer smatraju da izvor financiranja ne utječe na vrijednost poduzeća. Vrijednost poduzeća određena je snagom zarađivanja i rizikom povezane imovine. Tržišna vrijednost ovisi o perspektivi rasta poduzeća, pa za poduzeća koja kotiraju na burzi, ukoliko ulagači ne smatraju da poduzeće ima visoku perspektivu rasta, tada tržišna vrijednost navedenog poduzeća u relativnom smislu neće biti velika. *"Prva, prijeporezna verzija teorije polazi od toga da je vrijednost poduzeća određena očekivanim gotovinskim tijekovima i poslovnim rizikom te da u uvjetima savršenih tržišta nije moguće povećati vrijednost poduzeća financijskim odlučivanjima, odnosno zaduživanjima"* (Benić, 2012., str. 552).

MM teorija temelji se na sljedećim pretpostavkama (Modigliani i Miller, 1958; Pagano, 2005., str. 239):

- nepostojanje poreza;
- nepostojanje troškova transakcije;
- nepostojanje stvarnih troškova stečaja likvidacije za poduzeće niti bilo kakvih troškova reputacije za menadžere;
- simetrija informacija na tržištu - poduzeća i ulagači raspolažu jednakim informacijama;
- kada se pojavi trošak zaduživanja on je jednak za sve ulagače i poduzeće;
- dug nema učinak na zaradu poduzeća prije kamata i poreza.

Teorija se zasniva na pretpostavci da na savršenim tržištima kapitala zaduživanje poduzeća i zaduživanje pojedinca može biti savršena zamjena. Njihova teorija će kasnije utjecati na sve naredne teorije o strukturi kapitala. Prije svega, u stvarnom svijetu postoje porezi, troškovi transakcija, troškovi stečaja, asimetrija informacija kao i učinak duga na zaradu. U kasnijoj verziji svoje MM teorije dodali su porez u jednadžbu koja je nazvana MM-II (Modigliani i Miller, 1963). Porez je važan jer dugom dolazi do porezne olakšice na kamate što uvećava vrijednost duga. Nakon *poslijeporezne* verzije, ostalo je nejasno vrijedi li MM teorija kada postoji vjerojatnost stečaja poduzeća. Ako poduzeće povisi svoj omjer duga i kapitala, uslijed nemogućnosti vraćanja duga poduzeća, povećava se vjerojatnost odlaska u stečaj. U slučaju opasnosti od stečaja vrijednost poduzeća se smanjuje. Međutim, Merton i Stiglitz (1969) tvrde da MM teorija ostaje valjana čak i uz stečaj ako agenti koji se zadužuju ulaganjem u poduzeće mogu ograničiti svoju odgovornost na iznos koji su dali (prema Vidučić, 2001).

## 2.2. Tradicionalno stajalište

Prema tradicionalnom stajalištu poduzeće može povećati svoju vrijednost koristeći optimalnu strukturu kapitala odnosno odgovarajućom financijskom polugom. Optimalna struktura kapitala je u točki gdje je minimalni trošak financiranja - ponderirani prosječni trošak kapitala. (Benić, 2012., str. 551). Tri su ključne financijske stope za razumijevanje pitanja optimalne strukture kapitala:

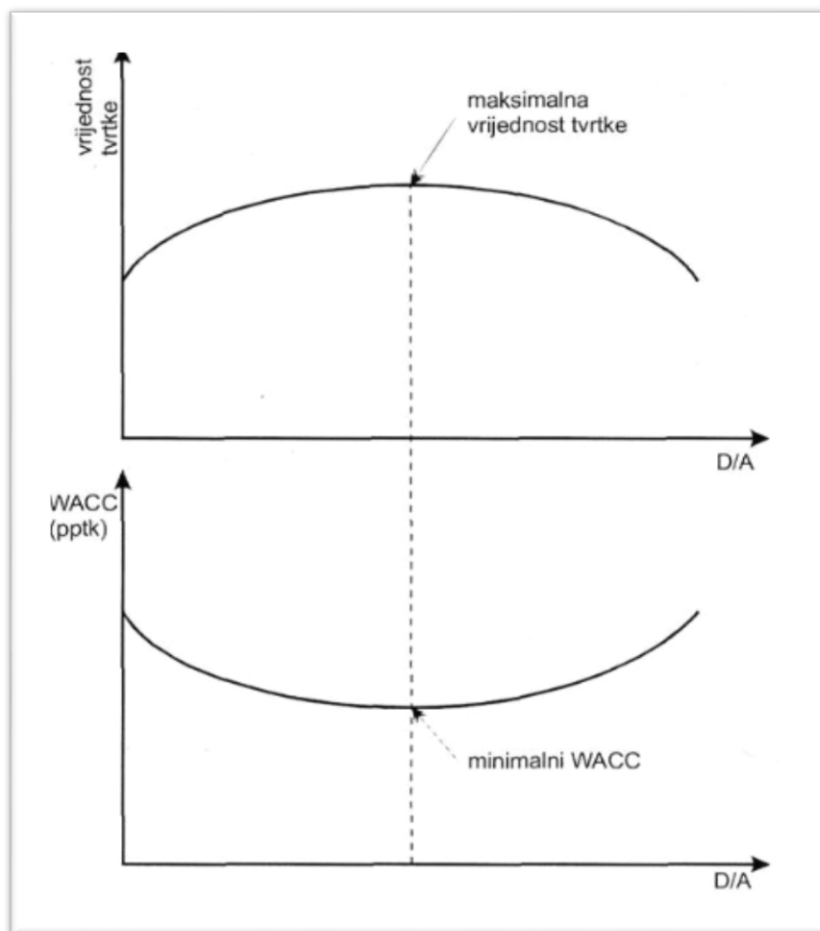
1. stopa povrata na dug poduzeća -  $K_d$ ,
2. stopa povrata na dionički kapital -  $K_e$
3. ukupna stopa kapitalizacije poduzeća koja je jednaka ponderiranom prosječnom trošku  $K_o$ .

Temeljno pitanje je što se događa s vrijednostima  $K_d$ ,  $K_e$  i  $K_o$  kada poraste omjer duga i vlastitog kapitala? Prema tradicionalnom stajalištu poduzeće može smanjiti svoj trošak kapitala i povećati svoju ukupnu vrijednost primjenom financijske poluge. U početku se poduzeće zadužuje s malim iznosima, pa porast stope povrata na dionički kapital  $K_e$  postaje manji od koristi uporabe jeftinijih sredstava duga. Kako je dug jeftiniji izvor financiranja, ukupni trošak kapitala opada pri korištenju financijske poluge. Kako s povećanjem zaduženosti raste i trošak duga i ukupni trošak kapitala tada menadžer maksimira vrijednost

poduzeća odabirom razine duga koja minimizira trošak kapitala poduzeća. *Navedena teorija smatra kako je optimalna struktura kapitala ona pri kojoj je minimalni trošak financiranja poduzeća - ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)* (Vidučić, 2012., str. 221). Prema Pepuru (2012) ponderirani prosječni trošak kapitala predstavlja minimalni trošak prinosa koji poduzeće mora dobiti na već postojećoj osnovi imovine kako bi mogla zadovoljiti svoje vjerovnike, vlasnike i ostale davatelje kapitala.

Vanjski izvori financiranja su jeftiniji načini financiranja pa će vrijednost poduzeće biti veća jer je WACC niži. Prema tome menadžment će odabrati onu razinu vanjskih izvora financiranja pri kojoj je WACC manji tj. gdje je WACC minimalan. U onom trenutku kada poduzeće ne može podmiriti svoje financijske obveze tada se poduzeće nalazi u financijskim poteškoćama koje mogu rezultirati stečajem. Svakim dodatnim zaduživanjem poduzeće zbog financijskih obaveza prema vjerovnicima ugrožava svoju dobit i preživljavanje na tržištu.

**Slika 1:** Raspon zaduženosti koji maksimalizira vrijednost poduzeća



**Izvor:** Vidučić, Lj. (2001) Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala. Ekonomski pregled, 52 (7 - 8), str. 790.

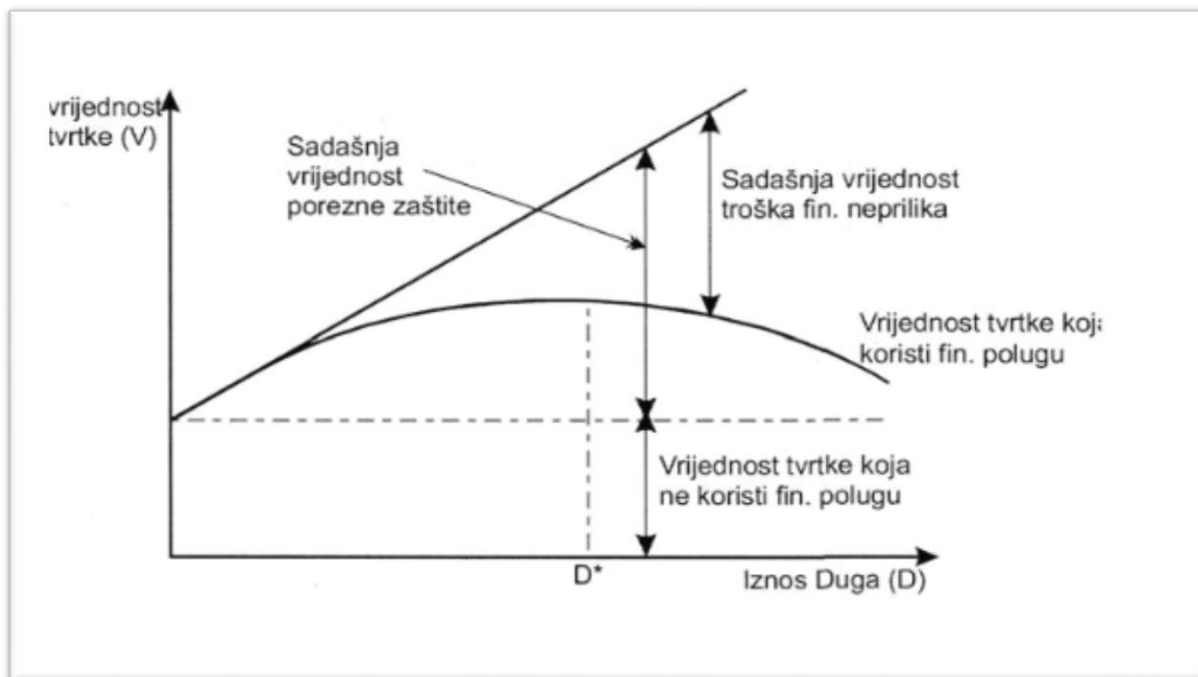
Na prethodnoj slici moguće je vidjeti prikaz optimalne razine zaduženja koja se nalazi u onoj točki gdje je minimalni WACC i maksimalna vrijednost poduzeća pri omjeru vanjskih izvora financiranja i imovine koji je jednak D/A. D/A omjer je važan kada se promatra struktura kapitala zbog troškova financijskih poteškoća. Što je veća zaduženost poduzeća, postoji i veća vjerojatnost stečaja. Na taj način dolazi do smanjenja vrijednosti poduzeća. Zato svako poduzeće mora postići onu strukturu kapitala koja s razinom zaduženosti gdje će vrijednost kamatne porezne olakšice poništiti troškove koji su nastali zbog financijske nestabilnosti.

### 2.3. Teorija izbora (agencijski modeli)

Teorija izbora nastala je kao odgovor na MM teoriju irelevantnosti strukture kapitala uvođenjem u analizu troškova financijskih neprilika (stečaja) i agencijskih troškova. Razina financijske poluge nalazi se u točki gdje dolazi do izjednačavanja koristi i troškova duga (Slika 2). Korist zaduživanja proizlazi iz porezne olakšice, i prema nekim autorima, iz sniženja agencijskih troškova, a troškovi zaduživanja jesu troškovi financijskih poteškoća (stečaja) i agencijskih troškova (Campbell, 1999). Financijske poteškoće se stvaraju kada poduzeće ne može podmiriti svoje obveze s kreditom ili ih podmiruje s poteškoćama. Krajnji slučaj je stečaj i tada dioničari gube vlasništvo. Troškovi financijske poteškoće uključuju direktne troškove - administrativne i zakonske troškove koji su vezani uz likvidaciju ili reorganizaciju te indirektne troškove. Prethodno navedeno će biti objašnjeno detaljnije u poglavlju 3. Ukoliko se poduzeće nastavi zaduživati dolazi do rasta financijskog rizika kojeg snose dioničari i tada raste tražena stopa povrata na vlastiti kapital. Brealey (1991) izražava vrijednost poduzeća relacijom:

Vrijednost		Vrijednosti poduzeća		Sadašnja		Sadašnja
	=	koja se financira	+	vrijednost	-	vrijednost troška
poduzeća		samo vlastitim		porezne		financijskih
		kapitalom		olakšice		poteškoća

**Slika 2:** Determiniranje optimalne strukture kapitala koristima i troškovima zaduživanja i njihov utjecaj na vrijednost poduzeća



**Izvor:** Vidučić, Lj. (2001) Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala. Ekonomski pregled, 52 (7 - 8), str. 791.

Osim navedenih troškova koje se javljaju kod financijskih poteškoća postoje i agencijski troškovi, koji nastaju zbog sukoba interesa principala i agenata, a najčešće se pojavljuju na relaciji menadžera i dioničara. Drugim riječima, kada se koristi financijska poluga stvaraju se novi troškovi za vlasnike i dioničare. Optimalna struktura kapitala nastaje izborom između porezne olakšice i troškova duga. Agencijski modeli definiraju čimbenike koji mogu utjecati na izbor optimalne strukture kapitala. *"Tako se smatra da je financijska poluga pozitivno vezana: s vjerojatnošću financijskih neprilika, s vrijednošću poduzeća, sa stupnjem regulacije, sa slobodnim gotovinskim tijekovima, s likvidacijskom vrijednošću tvrtke, sa stupnjem u kojem je tvrtka predmet preuzimanja (engl. take-overa), i s važnošću reputacije menadžmenta."* (Vidučić, 2021, str. 792).

## 2.4. Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama

Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama navode postojanje asimetričnih informacija koje nastaju između menadžera, ostalih dionika poduzeća i svih vanjskih ulagača. Dvije su temeljne teorije, teorija signalizacije i teorija „postupka slaganja“ (redosljed pakiranja).

*Teorija signalizacije* smatra kako menadžeri i ostali zaposlenici posjeduju privatne informacije o poziciji poduzeća ili novim investicijskim prilikama. Prema tome u očekivanju dobrih poslovnih rezultata planiranih akcija menadžeri će preferirati financiranje emisijom dugovnih instrumenata u odnosu na dionice jer tada povećanu zaradu ne moraju dijeliti s novim dioničarima. Implikacija navedene je u tome da je financijska poluga pozitivno povezana s vrijednošću (ili profitabilnošću) poduzeća (Leland i Pyle, 1977., Ross 1977., prema Harris, 1991), a prema nekim je autorima financijska poluga usko povezana s vjerojatnošću stečaja (Ross i Jaffe, 1996).

*Teorija "postupka slaganja" (redosljed pakiranja)* – koji su osmislili Myers i Mayulf zasniva se na informacijskoj asimetriji između menadžera i vanjskih investitora. Teorija definira redosljed financiranja koji preferiraju menadžeri. Prema toj teoriji, menadžeri će preferirati financiranje novih investicijskih projekata prema sljedećem redosljedu: interno generirana dobit, nisko rizični dugovni instrumenti - obveznice, hibridne vrijednosnice i na kraju dionice, pri čemu poduzeće provodi politiku stabilnih dividendi. Myers (1977) navodi kako vrijednost poduzeća ovisi o strategiji investiranja poduzeća. Investiranje može biti kupnja nekretnina i pokretnina, održavanje opreme i postrojenja, troškovi oglašavanja, izdaci za sirovinu, radnu snagu, istraživanje i razvoj itd. Menadžeri su ti koji odabiru razinu duga koji će maksimirati vrijednost poduzeća. Vrijednost poduzeća ovisi o budućem ulaganju poduzeća. Ističe kako je važno postići usklađivanje dospjele imovine i dužničkih obveza. Važno je naglasiti kako strategija neće uvijek biti uspješna pa je prema tome uspješnost investicijske strategije nesigurna čime je nesigurna i vrijednost poduzeća. U članku se navodi kako tržišna vrijednost poduzeća predstavlja dvije komponente:

- sadašnju vrijednost imovine i
- sadašnju vrijednost mogućeg rasta.

Ako investitori očekuju da će stopa povrata na buduća ulaganja premašiti troškove kapitala, vrijednost poduzeće će rasti, odnosno, vrijednost imovine ovisi o budućim ulaganjima poduzeća koja nekada mogu biti rizična i neizvjesna. Postojanje određene razine duga utječe na odluke o investiranju poduzeća, pa će primjerice neka poduzeća biti prisiljena propustiti dobre investicijske prilike jer su prezadužena. Specifično za modele strukture kapitala je da trošak stečaja često nije uključen, ali je vrlo važan, jer u slučaju stečaja vlasnici poduzeća ostaju bez vrijednosti. Primjerice, u Republici Hrvatskoj 2017. godine dioničari Agrokora zbog prezaduženosti poduzeća izgubili su vlasništvo u korist vjerovnika i na taj način potpuno ostali bez vlasništva.



## 3. STEČAJ

### 3.1. Poslovne, financijske i ekonomske poteškoće

Slijedom navedenih teorija u poglavlju 2, moguće je uvidjeti kako je stečaj često kulminacija poslovnih poteškoća. Poslovne poteškoće kulminiraju određeno vrijeme te u jednom trenutku dolazi od razine poteškoća koja postaje prevelika poteškoća za poduzeće. Drugim riječima, poslovne poteškoće prediktor su stečaja. Skupni naziv za široki spektar položaja u kojem se poduzeće može naći s manjim ili većim poteškoćama u podmirivanju svojih obveza je „*poslovne poteškoće*“. Poslovne poteškoće mogu ali ne moraju voditi do stečaja, a pojavljuju se dvije temeljne poslovne poteškoće: nelikvidnost i insolventnost. Web portal *enciklopedija.hr* definira riječ *insolventnost* kao „(in-2 + solventnost; usp. njemački Insolvenz), nesposobnost za plaćanje, financijsko stanje u kojem poduzeće ili druga pravna ili fizička osoba nije u mogućnosti podmiriti obveze plaćanja u rokovima njihova dospijeca.“, dok bi se riječ *nelikvidnost* mogla definirati kao nedostatak likvidnih, tekućih sredstava ili posjedovanje imovine koja se ne može jednostavno zamijeniti za novac. Fitzpatrick (1934; prema Sajter i Hudeček, 2009, str. 311) ustanovio je kako postoji pet osnovnih razina poslovnih poteškoća: 1. inkubacija; 2. financijske poteškoće; 3. financijska insolventnost; 4. potpuna insolventnost, i 5. potvrđena insolventnost.

Iako postoje različite razine poslovnih poteškoća, pri čemu je jedna od razina *financijske poteškoće*, u ovom radu koristi se pojednostavljeni skupni naziv *financijske poteškoće* koji opisuje različite stečajne razloge. Vrijedi istaknuti da poduzeće može biti u financijskim poteškoćama i u ekonomskim poteškoćama, a ta dva pojma su različita. Naime, poduzeće može biti u financijskim poteškoćama, ali ne treba biti u ekonomskim poteškoćama, obrnuto, poduzeće koje je u ekonomskim poteškoćama, ne treba biti u financijskim poteškoćama. Ekonomske poteškoće proizlaze iz operativne efikasnosti poduzeća odnosno mogućnosti do koje poslovni model poduzeća može zarađivati novac te nisu izravno povezane s financijskom polugom, jer poduzeće primjerice uopće nema vjerovnika. Financijske poteškoće označavaju situaciju u kojoj nisu ispoštovane ugovorne obveze i obećanja prema vjerovnicima (Senbet i Wang, 2010).

## 3.2. Definiranje stečaja

Pravno gledajući relativno visoka razina poslovnih poteškoća je stečajni razlog. U trenutku kada se pojavio stečajni razlog u poduzeću, može se otvoriti stečajni postupak. Stečaj je riječ koja opisuje stečajni postupak, a stečajni postupak ima dva krajnja ishoda: A) likvidaciju, i B) reorganizaciju (Srhoj i sur., 2021). Prema tome stečaj nije trenutak u vremenu već je to proces. Shodno navedenom, stečaj ne mora značiti kraj rada poduzeća, jer stečaj može rezultirati likvidacijom ili reorganizacijom poduzeća, pri čemu je reorganizacija svojevrsna druga prilika iza koje poduzeće nastavlja poslovati u više ili manje izmijenjenom obliku.

Sajter (2008; 2018 str. 13) opisuje povijest riječi stečaj: "*Riječ stečaj nastala je iz njemačke istoznačnice 'Konkurs', i to iz 'kon' = s, sa, i 'kurs' = tečaj. Njemačka riječ za stečaj (Konkurs) ima korijen u latinskom 'concursum' što znači strka, trčanje zajedno, sukob, sraz, točnije iz sintagme 'concursum creditorum' uz doslovan prijevod zajedničko trčanje ili strka vjerovnika, koji vrlo slikovito opisuje položaj i situaciju u kojoj se nalaze dužnik i njegovi vjerovnici – nastao je metež, vjerovnici jure za dužnikom, a dužnik očito nastoji pobjeći. 'Konkurs' je dakle nastao iz latinskog glagola 'concurrere' koji je složen od prefiksa 'con' = s, sa, zajedno, i glagola 'currere' = trčati, iz čega su nastali 'current' = eng. tečaj, struja, spomenuti 'kurs' = njem. tečaj, i izvedenice u brojnim drugim jezicima". U hrvatskom jeziku postoji istoznačnica za riječ "stečaj", a to je izraz "bankrot", koji proizlazi iz riječi "Banca rotta" (ili "banca rupta") a na talijanskom jeziku predstavlja trulu, pokvarenu ili razbijenu trgovačku klupu<sup>1</sup> te čini korijen riječi "bankrot".*

Kada se govori o stečaju kao procesu postoji tijekom stečajnog procesa. Stečaj se pokreće putem podnošenjem stečajnog prijedloga nadležnom trgovačkom sudu. Sud tada odlučuje o pokretanju, provođenju i zaključivanju stečajnog postupka. Sud imenuje i nadzire rad stečajnog upravitelja i odbora vjerovnika, provodi i sve druge radnje koje su vezane uz stečajni postupak. Otvaranjem stečaja sva prava prelaze sa stečajnog dužnika na stečajnog upravitelja. Odbor vjerovnika mora nadzirati rad stečajnog upravitelja te mu pomaže u vođenju stečajnih poslova. Stečajni upravitelj predstavlja dužnika i u slučaju nastavka poslovanja vodi poslovanje. Njegova dužnost je unovčiti imovinu stečajne mase. Podmirivanje vjerovnika provodi se prema priljevu novca. Zadnje ročište određuje se nakon

---

<sup>1</sup> "Gnjevni vjerovnici su znali razbiti dužnikovu klupu" (Sajter, 2018., str. 15).

godinu ipo dana od predavljanja izvještajnog ročišta. Sud će donijeti odluku o zaključivanju stečajnog postupka. Zaključivanjem postupka i brisanjem iz registra (odnosno likvidacijom) poduzeće više ne postoji.

### **3.3. Ekonomski troškovi stečaja**

Michelle J. White jedna je od najutjecajnijih autorica u literaturi o ekonomskoj analizi stečaja. U poglavlju knjige *The Costs of Corporate Bankruptcy: A U.S. European Comparison* analizirala je ekonomske troškove koje prouzrokuje stečaj. U njenim radovima (White, 1989, 1994) glavni alati analize su mikroekonomski, a za prikaz teorijskih troškova koje prouzrokuje stečaj, koristi primjere različitih stečajnih zakona u Sjedinjenim Američkim Državama, Velikoj Britaniji i Francuskoj. Nakon što definira razlike u stečajnim zakonima<sup>2</sup> razdvaja stečajne zakone u dva temeljna – strogi i blagi stečajni zakon, pri čemu strogi stečajni zakon vrlo rijetko rezultira s reorganizacijom poduzeća u stečaju (drugim riječima, poduzeće je najčešće likvidirano u stečaju), dok blagi stečajni zakon relativno često rezultira s reorganizacijom poduzeća u stečaju. Nakon što čini podjelu stečajnog zakona, identificira gubitke u ekonomskoj učinkovitosti koji se mogu pripisati stečaju, i to u tri vremenska perioda.

#### **3.3.1. Vremenski period 1 – Prije financijskih poteškoća**

Vremenski period 1 uzrokuje tzv. *ex-ante* učinak stečaja. Zamislimo poduzeće kao ugovor između dioničara i menadžera u kojem je očekivana vrijednost poduzeća u budućnosti označena sa slovom *V* pri čemu ovisi o razini truda (ili sposobnosti) menadžera označenim slovom *e*. Temeljna pretpostavka u analizi je da veći trud menadžera povećava očekivanu vrijednost poduzeća, a da menadžeri ulažu veći trud u skladu s nagradom koju primaju. Shodno navedenom, menadžeri ulažu trud do točke u kojoj marginalno povećani uloženi trud ima nagradu jednaku oportunitetnom trošku vremena menadžera. Prema tome menadžerski trud je uloženi do točke  $MR = MC$  (MR predstavlja granični napor, a MC oportunitetni trošak vremena). Načini kako povećati menadžerski trud obuhvaćaju povećanje varijabilnog nagrađivanja koji je povezan s rezultatima menadžera, pa veći rezultati rezultiraju većim

---

<sup>2</sup> Za više detalja o pravnim specifičnostima međunarodnih stečajnih zakona, čitatelji se upućuju na White (1994) te Agrawal i sur. (2019).

nagradama, a manji rezultati manjim nagradama, pri čemu u ekstremnom slučaju stečaja – menadžer gubi posao. Vlasnici poduzeća (u nekim slučajevima dioničari) mogli bi nevoljko povećavati nagrade kada poduzeće dobro posluje, jer je moguće da uspjeh poduzeća nije izravno povezan uz trud menadžera, već uz vanjsko okruženje (npr. ekspanzija). S druge strane, menadžeri bi mogli biti neutralni prema riziku i stoga preferirati neku vrstu ugladivanja prihoda, npr. manju plaću kada posao dobro napreduje, a sigurniji posao kada je poslovanje slabije. Slično je pronađeno u empirijskim rezultatima, npr. u pregledu strukture plaća izvršnih direktora američkih korporacija, Jensen i Murphy (1990) utvrđuju da tijekom rasta vrijednosti poduzeća za 1 dolar, naknada izvršnog direktora raste, ali samo za mali iznos od -0.0003 američkih dolara.

Proučavanje *ex-ante* troška stečaja podrazumijeva da trud menadžera ovisi o tome je li stečajni zakon  $i$  blag ili strog, stoga  $e = f(i)$ . Vrijednost prosječnog poduzeća pod stečajnim zakonom  $i$ :  $V(e_i)$ , a  $\Delta V(e_i)$  je smanjenje vrijednosti poduzeća pod stečajnim zakonom  $i$  naspram alternativnog stečajnog zakona. Stoga je moguće definirati *učinak kazne* u vremenskom periodu kao prosječni gubitak vrijednosti po poduzeću:  $\Delta V(e_i)N$ , gdje je  $N$  ukupni broj poduzeća. Ovisno o pretpostavci na koji način stečajni zakon utječe na trud menadžera, stečajni zakon može povećati ili smanjiti vrijednost poduzeća. Primjerice, strogi stečajni zakon, u kojem je rijetko moguće reorganizirati poduzeće u stečaju te u kojem menadžeri automatski gube posao bi mogao povećati menadžerski trud i vrijednost poduzeća, jer bi menadžeri koji dovedu poduzeće do stečaja mogli izgubiti svoj posao. Alternativno, takav stečajni zakon bi mogao voditi manjim investicijama jer menadžeri koji imaju averziju prema riziku ne žele riskirati s investicijama koje će dovesti do financijskih poteškoća te stoga stečaja poduzeća i njihovog gubitka posla. S druge strane, blagi stečajni zakon u kojem je lakše reorganizirati poduzeće i u kojem menadžeri ostaju na radnom mjestu bi mogao voditi i manjem trudu menadžera jer su sigurni na radnom mjestu. Iako je procjena *ex-ante* troškova stečaja (vremenski period 1) još uvijek empirijsko pitanje, nedavni empirijski dokazi (Agrawal i sur., 2019) na primjeru reforme stečajnog zakona u Danskoj, sugeriraju da stroži stečajni zakon u kojem su ključni aspekti donošenja odluka u stečaju usmjereni vjerovnicima, a ne menadžerima poduzeća - vodi većoj vrijednosti poduzeća. Konačno, teorijska ideja *ex-ante* troškova stečaja je da način na koji stečajni zakon definira troškove prema menadžerima će utjecati na razinu menadžerskog napora, a time i smanjiti broj poduzeća koja će dospjeti u financijske poteškoće.

### 3.3.2. Vremenski period 2 – U financijskim poteškoćama prije stečaja

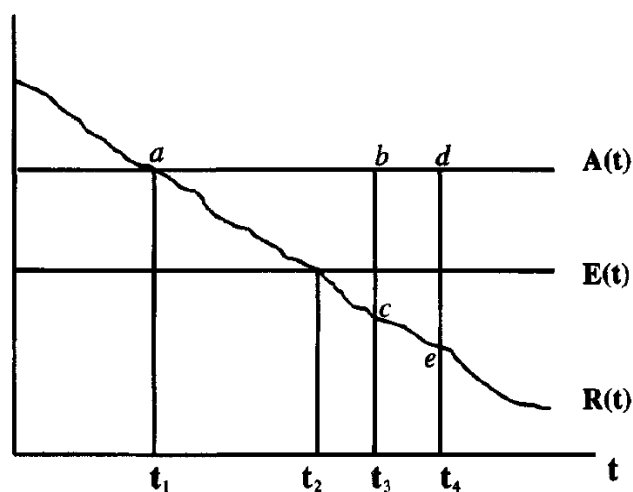
Vremenski period 2 - nakon što su se poduzeća pronašla u financijskim poteškoćama, ali prije nego što podnesu zahtjev za stečaj. Uzmite da slovo  $d$  predstavlja vjerojatnost da je poduzeće u financijskim poteškoćama, pri čemu je  $d$  funkcija menadžerskog truda  $e$ , a menadžerski trud je funkcija stečajnog zakona  $i$ , stoga  $e = f(i)$ . Ukupan broj poduzeća u financijskim poteškoćama moguće je dobiti sljedećim izrazom:  $d(e_i)N$ . Tri su vrste troškova stečaja povezane s ponašanjem menadžera poduzeća u financijskim poteškoćama koji pokušavaju izbjeći ili odgoditi podnošenje zahtjeva za stečaj:

1. Učinak odgode;
2. Učinak prekomjernog ulaganja,  $i$ ;
3. Učinak nedovoljnog ulaganja.

#### *Ad 1) Učinak odgode*

Učinak odgode opisuje ponašanje menadžera prema kojem menadžeri poduzeća u financijskim poteškoćama odgađaju podnošenje zahtjeva za stečaj što može biti posebno izraženo ako stečajni zakon zahtjeva zamjenu svih menadžera. Kako bi se prikazao učinak odgode koristit će se grafički prikaz (Slika 3) na kojem je prikazano poduzeće koje je u financijskim poteškoćama, ali je u isto vrijeme i ekonomski neučinkovito poduzeće, zbog činjenice da prihodi poduzeća opadaju bez mogućnosti da se oporave. Na slici 3 na ordinati su novčani pokazatelji, a na apscisi je vrijeme. Prikazano je ekonomski neučinkovito poduzeće ( $IF$ , u ekonomskim poteškoćama) jer prihodi poduzeća ( $R(t)$ ) kontinuirano opadaju s lijeva na desno. Krivulja  $E(t)$  prikazuje ukupne troškove (zbroj fiksnih i varijabilnih) s kojima se suočava poduzeće, dok su  $A(t)$  alternativni prihodi poduzeća, koji bi nastali ako bi poduzeće promijenilo svrhu korištenja svog kapitala, odnosno potpuno promijenilo poslovni model. Primjerice, menadžer meksičkog restorana mijenja poslovni model u restoran za onu vrstu hrane koja je u trendu, npr. japanski restoran. Od točke  $a$  na desno, odnosno od perioda  $t_1$  poduzeće ostvaruje ekonomski gubitak jer nije reinvestiralo kapital iz trenutne svrhe ( $R(t)$ ) u najbolju alternativu ( $A(t)$ ; oportunitetni trošak). Od točke  $c$  na desno, odnosno od perioda  $t_3$  poduzeće ostvaruje računovodstveni gubitak jer ukupni troškovi  $E(t)$  nadilaze prihode poduzeća  $R(t)$ .

**Slika 3:** Ekonomski neučinkovito poduzeće



Izvor: White (1994). The costs of corporate bankruptcy: A US-European comparison, str. 486.

Uz pretpostavku da poduzeće pokreće stečaj u periodu  $t_3$  (kada počinju računovodstveni gubitci), trošak odgode je od perioda  $t_1$  do  $t_3$ , odnosno predstavlja područje na grafikonu  $abc$  (kasnije definirano kao  $D_i$ ). U idealnom svijetu, stečaj bi bio pokrenut u periodu  $t_1$ , dok u stvarnom svijetu može doći do odgode pokretanja stečaja uslijed strogog stečajnog zakona.

Definirajmo  $f$  kao udio poduzeća u financijskim poteškoćama, a koje su također ekonomski neučinkovite ( $IF$ ). Udio  $f$  je funkcija menadžerskog truda  $e$ , a menadžerski trud  $e$  je funkcija stečajnog zakona  $i$ .

$$f = f(e);$$

$$e = f(i);$$

Ukupan broj poduzeća koja su u financijskim poteškoćama i koja su ekonomski neučinkovita je sljedeći:  $f(e_i)d(e_i)N$ . Agregatni učinak odgode je  $f(e_i)d(e_i)ND_i$ , gdje je  $D_i$  zapravo područje ispod grafikona  $abc$ .

### ***Ad 2) Učinak prekomjernog ulaganja***

Učinak prekomjernog ulaganja odnosi se na činjenicu da menadžeri poduzeća u financijskim poteškoćama imaju poticaj za poduzimanje pretjerano rizičnih ulaganja s ciljem izbjegavanja stečaja. Ako riskantno ulaganje uspije, menadžer će izbjeći stečaj ili barem odgodi stečaj. Ako ne uspije, poduzeće ide u stečaj, ali pozicija menadžera nije lošija, jer bi svakako poduzeće vrlo vjerojatno otišlo u stečaj bez ulaganja, međutim, bilo koji gubitak po osnovu rizičnih

ulaganja snose vjerovnici u obliku manje isplate u stečaju. Primjerice, vjerovnicima se duguje 100 dolara, a dužnik ima samo 20 dolara. Ostalih 80 dolara nitko ne želi posuditi. Javlja se prilika za ulaganje koja zahtijeva 20 dolara te daje 100 dolara s vjerojatnošću (P) od 15%. Ukoliko se ulaganje isplati, poduzeće izbjegava stečaj. Očekivana dobit je  $15\% * 100\$$  odnosno 15\$, pa ulaganje zapravo stvara očekivani ekonomski gubitak od 5\$. Bez obzira na gubirak, menadžer ima motiv i dalje slijediti ulaganje jer je menadžeru cilj spasiti radno mjesto.

### ***Ad 3) Učinak nedovoljnog ulaganja***

Nasuprot tome, učinak nedovoljnog ulaganja se odnosi na činjenicu da su menadžeri poduzeća u financijskim poteškoćama propustili sigurnih ulaganja koja su ekonomski učinkovita. U stvarnom svijetu, strogi stečaj povećava poticaje menadžera za prekomjerno ulaganje nakon što njihova poduzeća dospiju u financijske poteškoće, budući da menadžeri gube svoje poslovi u stečaju. Obrnuto, blaga politika stečaja smanjuje menadžerski poticaj za prekomjerno ulaganje jer je poticaj za izbjegavanje stečaja manji. Karakteristike stečaja također utječu na nedovoljno ulaganje. Pod strogim stečajnim zakonom menadžeri poduzeća u financijskim poteškoćama imaju malo poticaja za ulagati u projekte koji ne smanjuju vjerojatnost stečaja.

Primjerice, postoji još jedna ideja za ulaganje, čiji je trošak 20\$ i ima povrat od 30\$ s vjerojatnošću 100\$ što stvara pozitivni ekonomski dobitak od 10\$. Kako ovo ulaganje ne povećava vjerojatnost izbjegavanja stečaja, menadžeri će propustiti ulaganje. Drugim riječima, za poduzeća u financijskim poteškoćama, strogi stečajni zakon stvara motive za prekomjernim ulaganjem, vodi kockanju i propuštanju sigurnih ulaganja. Agregatni trošak prekomjernog i nedovoljnog ulaganja od strane poduzeća u financijskim poteškoćama moguće je prikazati jednadžbom:  $d(ei)N[O + U]$ , pri čemu  $O$  predstavlja prekomjerno ulaganje, a  $U$  nedovoljno ulaganje.

### 3.3.3. Vremenski period 3 – Nakon pokretanja stečaja

Vremenski period 3 obuhvaća troškove koji nastaju nakon što poduzeće podnese zahtjev za stečaj. U vremenskom periodu 3 postoje tri vrste troškova:

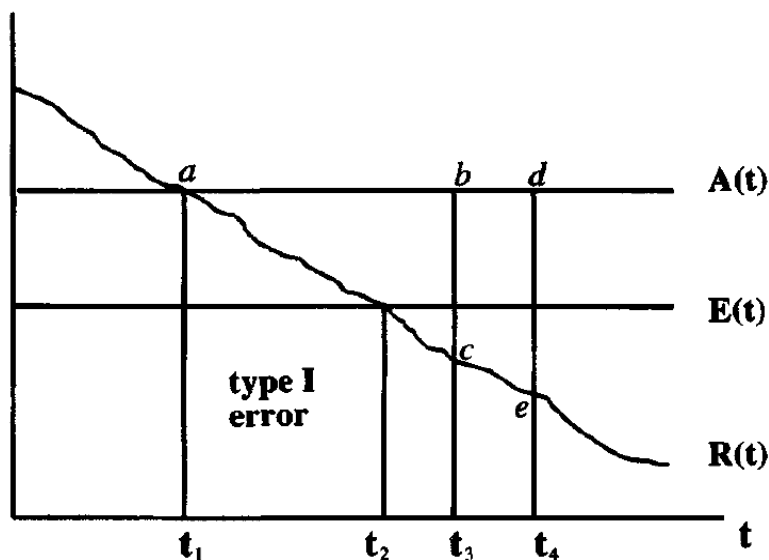
1. Trošak pogreške tipa I u stečaju;
2. Trošak pogreške tipa II u stečaju;
3. Izravni troškovi stečaja.

Ulaskom u stečaj, poduzeće može biti likvidirano ili reorganizirano. Stečaj zapravo ima funkciju filtriranja ekonomski učinkovitih poduzeća u reorganizaciju, a ekonomski neučinkovitih u likvidaciju. Na taj način se kapital iz ekonomski neučinkovitih poduzeća usmjerava u njihovo alternativno i produktivnije korištenje.

#### *Ad 1) Trošak pogreške tipa I u stečaju*

Pogreška tipa 1 u stečaju ( $C_I$ ) opisuje situaciju u kojoj se ekonomski neučinkovito poduzeće (IF) reorganizira, a trebalo bi se likvidirati. Trošak pogreške tipa I u stečaju grafički je prikazan na slici 4, pri čemu je slika 4 identična slici 3 uz dodatno označeni trošak pogreške tipa I.

**Slika 4.** Trošak pogreške tipa I u stečaju



Izvor: White (1994). The costs of corporate bankruptcy: A US-European comparison, str. 486.



Trošak je prikazan područjem grafikona *cbde* (reorganizacija IF poduzeća). Uz pretpostavku da poduzeće pokreće stečajni postupak u periodu  $t_3$ , kada je i pružena prilika reorganizacije, a s obzirom da se radi o IF poduzeću, prihvatiće nastaviti padati do perioda  $t_4$ , kada će poduzeće biti likvidirano. Trošak stoga nastaje između dva događaja, reorganizacije i konačne likvidacije ( $t_3$  do  $t_4$ ), obuhvaća područje *cbde*, jer je poduzeće moglo prihvatiti  $A(t)$ . Oznaka  $r$  je vjerojatnost da će IF poduzeće u financijskim poteškoćama biti reorganizirano, dok je  $N$  ukupan broj poduzeća u ekonomiji. Stečajni zakon utječe na vjerojatnost reorganizacije, stoga je  $r$  funkcija stečajnog zakona  $i$ . Odnosno:

$$r = f(i)$$

gdje je  $r_i f(e_i) d(e_i) N$  od IF poduzeća koja se reorganiziraju. Agregatni trošak greške tipa I je:

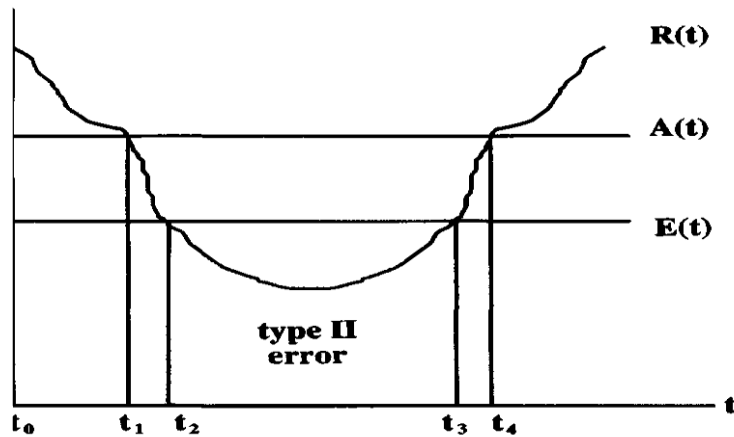
$$r_i f(e_i) d(e_i) N C_I$$

Sa strogim stečajnim zakonom bez mogućnosti reorganizacije,  $r = 0$ , pa je i trošak pogreške tipa I u stečaju jednak nula. Drugim riječima, sva poduzeća koja su ušla u stečajni postupak bila bi likvidirana. Na primjeru blagog stečajnog zakona,  $r$  je veći od 0, ali manji od 1, odnosno određeni udio poduzeća koja se pokušavaju reorganizirati se i uspijevaju reorganizirati. Pitanje odlučivanja vjerovnika o reorganizaciji poduzeća nije detaljno obrađeno ovim radom, ali se analizira mikroekonomskim alatima teorije igara (npr. White, 1989).

### ***Ad 2) Trošak pogreške tipa II u stečaju***

Trošak pogreške tipa II u stečaju ( $C_{II}$ ) odnosi se na ekonomski efikasno (EF) poduzeće koje je likvidirano umjesto da je reorganizirano. Koliko se često EF poduzeće likvidira ovisi o dizajnu stečajnog zakona i stoga uspješnosti stečaja kao filtera EF poduzeća u reorganizaciju te IF poduzeća u likvidaciju. Slika 5 grafički prikazuje trošak pogreške tipa II u stečaju. Različito od slika 3 i 4, na slici 5 je prikazano EF poduzeće, a to se očituje krivuljom  $R(t)$  koja pokazuje da je poduzeće u financijskim poteškoćama, ali nakon nekoliko perioda prihvatiće ponovo rastu.

**Slika 5.** Trošak pogreške tipa II u stečaju



Izvor: White (1994). The costs of corporate bankruptcy: A US-European comparison, str. 488.

Kao i kod slika 3 i 4,  $E(t)$  obilježava troškove,  $A(t)$  predstavlja prihode od drugog najboljeg alternativnog korištenja kapitala poduzeća. U periodu od  $t_1$  do  $t_4$  poduzeće ostvaruje ekonomski gubitak, a od  $t_2$  do  $t_3$  i računovodstveni gubitak. S obzirom da  $R(t)$  značajno raste nakon perioda  $t_3$  te značajno nadmašuju i  $A(t)$  u periodu nakon  $t_4$ , prikazano poduzeće bi trebalo reorganizirati, a ne likvidirati. Prethodno je definiran  $f$  kao udio poduzeća u financijskim poteškoćama, a koje su također ekonomski neučinkovite ( $IF$ ). Shodno prethodnom, ukupan broj  $EF$  poduzeća u financijskim poteškoćama je  $I - f$ , odnosno:

$$(I-f(e_i))d(e_i)N$$

Udio  $EF$  poduzeća želi likvidaciju ( $l_i$ ), udio  $EF$  poduzeća se želi reorganizirati ( $r'_i$ ), dok ostatak ( $I-l_i-r'_i$ ) ne ide u stečajni postupak. Udio uspješnih reorganizacija definiran je kao  $s_i$ , dok je udio neuspješnih reorganizacija  $I-s_i$  (odnosno  $EF$  poduzeća koja su htjela reorganizaciju ali su likvidirana). Stoga se udio  $EF$  poduzeća koji se želi reorganizirati ( $r'_i$ ) treba pomnožiti s udjelom  $EF$  poduzeća koja su likvidirana ( $I-s_i$ ) da bi se dobio dio izvora troška pogreške tipa II u stečaju:  $r'_i(I-s_i)$  čemu treba zbrojiti udio  $EF$  poduzeća koja se žele likvidirati. Agregatni troškovi pogreške tipa II u stečaju ovise o efektivnosti stečajnog postupka u identificiranju i filtriranju  $EF$  poduzeća u reorganizaciju:

$$[l_i+r'_i(I-s_i)] (I-f(e_i))d(e_i)N C_{II}$$

Gdje je  $C_{II}$  trošak pogreške tipa II u stečaju.

### *Ad 3) Izravni troškovi stečaja*

Postoji više izravnih troškova stečaja, koji se mogu svrstati u profesionalne naknade i interne resurse osoblja. Poduzeća u stečaju gotovo uvijek zapošljavaju vanjske stručnjake. Odvjetnici, računovođe, investicijski bankari, stečajni upravitelji, različiti procjenitelji kao i oni sa iskustvom u prodaji imovine u stečajevima vjerojatno će biti zaposleni u većim stečajevima. Takvi se stručnjaci uobičajeno naplaćuju naknade empirijski utvrđene u rasponu od 1.4% do 20% knjigovodstvene vrijednosti imovine dužnika prije stečaja (Srhoj i sur., 2021). Weiss (1990) je proučavao izravne troškove stečaja za 37 prijavljena stečaja poduzeća izlistanih na burzi u SAD-u za razdoblje od 1979. do 1986. godine. Pronašao je da su izravni troškovi iznosili 3.1% knjigovodstvene vrijednosti kapitala (mjereno za fiskalnu godinu neposredno prije podnošenja stečaja). Slične procjene izveli su Altman (1984) i Warner (1997) u ranijim studijama. Warner je procijenio da su izravni troškovi stečaja 4% od tržišne vrijednosti poduzeća jednu godinu prije stečaja. U opsežnijoj studiji Betker (1997) izravno procjenjuje troškove od 3.9% za 75 većih stečajeva. Restrukturiranje se može pokušati. Bavljenje stečajem zahtijeva rad značajnog dijela uprave. Prema tome u vrijeme stečaja koristit će se ljudski i drugi resursi iz odjela unutar poduzeća. Npr. ljudski potencijali, pravni, računovodstveni i različiti operativni djelatnici sudjeluju u procjeni i rješavanju stečaja. Poduzeće se mora suočiti s poslovnim problemima koji se očituju ili su rezultat stečaja. Poduzeće će u stečaju sigurno morati pregovarati, ali isto tako mora i komunicirati s različitim kategorijama vlasnika interesa. Njihova podrška vrlo je važna za provedbu planova reorganizacije poduzeća. Poduzeće također mora biti u mogućnosti surađivati i pružati informacije svojim vanjskim suradnicima. Uz dodatne napore glede stečaja, cijelo to vrijeme poduzeće mora održavati svakodnevno poslovanje. Jasno je da poduzeće u stečaju mora izdvojiti veća vlastita sredstva za interakciju sa svojim angažiranim suradnicima. Npr. za razdoblje od 1991. do 1995. godine korporacija *Bank of New England* (BNEC) platila je značajne profesionalne naknade (17.7 milijuna američkih dolara) i internih administrativnih troškova (3 milijuna američkih dolara). Prema tome BNEC-ovi unutarnji administrativni troškovi su iznosili 17%. Ovo je primjer kako unutarnji troškovi pri rješavanju stečaja mogu biti značajni (Branch, 2002).

Neka su prethodno nabrojani izravni troškovi obilježeni s  $K_i$ , dok je bi vjerojatnost da će poduzeće u financijskim poteškoćama započeti stečaj. Izravni troškovi u stečaju su stoga:  $b_i d(e_i) N K_i$ , odnosno, troškovi su veći što stečaj traje duže.

### 3.3.4. Agregatni ekonomski troškovi stečaja

Temeljem mikroekonomske analize troškova stečaja, White (1989; 1994) izvodi jednadžbu ukupnih, agregatnih, troškova stečaja:

$$\Delta V(e_i)N + d(e_i)N[O_i + U_i] + f(e_i)d(e_i)NDi + r_i f(e_i)NC_I + [l_i + r'_i(1-s_i)](1-f(e_i))d(e_i)NC_{II} + b_i d(e_i)NK_i$$

Pri čemu je:

- $\Delta V(e_i)N$  = učinak kazne;
- $d(e_i)N[O_i + U_i]$  = trošak prekomjernog i nedovoljnog ulaganja;
- $f(e_i)d(e_i)NDi$  = trošak odgode;
- $r_i f(e_i)NC_I$  = trošak pogreške tipa I u stečaju;
- $[l_i + r'_i(1-s_i)](1-f(e_i))d(e_i)NC_{II}$  = trošak pogreške tipa II u stečaju;
- $b_i d(e_i)NK_i$  = izravni troškovi stečaja.

White (1989; 1994) dolazi do zaključka kako troškovi stečaja nastali prije nego što se zna hoće li poduzeća biti u financijskim poteškoćama, tzv. *ex-ante* troškovi imaju najveći utjecaj na ponašanje poduzeća jer je od ukupnog broja poduzeća, N, znatno veći udio poduzeća koja nisu u financijskim poteškoćama nego oni koji jesu.

### 3.3.5. Ostali troškovi stečaja

Mikroekonomska analiza profesorice White je jedna od najopsežnijih, međutim, vrijedi istaknuti da propušta troškove stečaja koji se prelijevaju na druge dionike, izuzev dužnika.

Drugi autori, npr. Branch (2002) troškove povezane sa stečajem svrstava u četiri područja:

1. Stvarni troškovi koje snosi poduzeće u financijskim poteškoćama (odnosno izravni troškovi stečaja potpoglavlje 3.3.3., ad 3);
2. Stvarni troškovi koje snose vjerovnici;
3. Gubitci prema poduzeću, a koji se kompenziraju od dobitaka drugim subjektima;
4. Stvarni troškovi koje snose drugi subjekti, a koji nisu poduzeće u poteškoćama ili vjerovnici.

Uz troškove koje snosi samo poduzeće u stečaju, javljaju se i drugi troškovi koje snose vjerovnici. Tako dioničari, vlasnici obveznica, bankari, trgovinski vjerovnici, savezni, državni i lokalni odjeli prihoda, stanodavci, umirovljenici, trenutni zaposlenici i drugi koji imaju interese u poduzeću (npr. nositelji ugovora i nositelji štete) će imati dodatne troškove kao rezultat stečaja poduzeća. Poduzeće u stečaju kao što je već navedeno plaća pravnog savjetnika kao i ostale druge troškove. Međutim veliki institucionalni vlasnici duga poput banaka i osiguravajućih društva često zadržavaju zasebne pravne savjetnike za procjenu svog pravnog položaja. Ako je stečajni postupak dovoljno velik, a posebno ako su problemi u pitanju dovoljno složeni, ti predstavnici mogu nadzirati sudski postupak i rad odbora.

Vjerovnici potencijalno moraju trošiti svoju energiju i druge resurse svog osoblja u procjeni i zastupanju njihovih interesa. Dio tog djela mogu obaviti vanjski profesionalci, ali u konačnici, vjerovnik mora biti odgovoran za određene odluke: Treba li dug prodati ili zadržati? Treba li reorganizacija? Planira li se glasati za ili protiv? Jedan pokazatelj veličine troškova vjerovnika za rješavanje problema dužnika dolazi iz Plattove (1994) studije o troškovima zajma. Ispitao je iskustvo *New England* banke s problematičnim zajmovima. Platt je posebno istražio predstečajne nagodbe i to "*pomoćne troškove upravljanja*". Identificira četiri kategorije troškova predstečajne nagodbe: inkrementalni rad banke, vanjske pravne naknade, naknade za procjenu i naknade za pretraživanje. Tako Plattova prva kategorija odgovara internim resursima osoblja, dok njegove preostale tri kategorije odgovaraju u kategoriji profesionalnih naknada. Platt je pronašao da su ti troškovi u prosjeku iznosili 2.4% od veličine zajma. Ova procjena vjerojatno podcjenjuje troškove koji su nastali kod vjerovnika. Analizirajući samo povećane troškove rada, Platt je zanemario bilo kakvu dodjelu općih troškova ili ostalih troškova rada. Stručnjaci zahtijevaju uredski prostor, opremu, nadzornike itd. Njegovi su troškovi povezani do predstečajnog razdoblja za zajmoprimci odnosili su se samo na velike banke.

Kako se poduzeće premješta iz stanja bez financijskih poteškoća u stanje financijskih poteškoća, svi dionici zbog toga mijenjaju svoje uloge. Vjerovnici su stjecali svoje naknade (npr. obveznice, bankovni dug, trgovinski dug, kapital itd.) u vrijeme kad se činilo da je to poduzeću financijski bilo isplativo. Promjenom imaju dvije kategorije gubitaka. Prvo, njihovi interesi imaju tendenciju izgubiti vrijednost jer vrijednost poduzeća u financijskim poteškoćama opada. Drugo, dug može izgubiti vrijednost za vlasnika (koji može biti sklon prodaji) zbog smanjenja tržišnosti. Na taj način vlasnici kamata imaju neoptimalnu imovinu

koju će morati prodati ili snositi transakcijski trošak koji nije bio očekivan kad je dug prvotno izdan.

Mnogi troškovi koje trpi poduzeće u stečaju stvaraju mogućnosti za druge. Tako se problematični gubitak poduzeća može nadoknaditi, barem djelomično. Prekidi uzrokovani stečajem općenito će imati nepovoljan učinak na sposobnost poduzeća da se natječe na tržištu. Njezini kupci, dobavljači i drugi bit će manje skloni poslovanju s poduzećem. Njezini zaposlenici i potencijalni zaposlenici osjećati će se manje sigurni radeći za to. Rijetko je da će firma u stečaju moći ispuniti svoje obveze. Tržišni udio izgubljen kao rezultat stečaja jednog poduzeća dobit je za jedan ili više njegovih konkurenata. Poduzeće će u stečaju imati gubitke kao rezultat smanjenja tržišnog udjela i dobit poduzeća koju stječu dionice bit će poboljšane (Chang i McDonald, 1996). Ti dobitci i gubici uglavnom neće biti jednake veličine. Međutim, dobitci će barem donekle nadoknaditi gubitke. Zapravo će pad prodaje vrlo vjerojatno uzrokovati da iskorištenost kapaciteta poduzeća u stečaju padne na manje učinkovite razine. Stečajni upravitelj je dužan unovčiti imovinu stečajne mase i to sve radi u skladu s odlukama skupštine vjerovnika. Stečajni upravitelj je dužan dobiti suglasnost za sve pravne poslove koji su važni za stečajni postupak. Unovčenje imovine stečajnog dužnika moguće je tako da stečajni upravitelj unovčuje: pojedine stvari ili prava koja su posjedu stečajnog dužnika, veće ili manje cjeline navedene imovine, imovinu stečajnog dužnika kao jednu cjelinu. U tom kontekstu navedenu imovinu mogu kupiti druga poduzeća i na taj način "pobijediti" konkurenta na tržištu. Također druga poduzeća mogu imati i koristi od zaposlenika stečajnog poduzeća. Nakon stečaja druga poduzeća mogu zaposlenicima poput menadžerima ponuditi poslovnu ponudu. Znanja i vještine koje posjeduju menadžeri ili neki voditelji mogu biti od velike koristi za konkurentsko poduzeće. Menadžeri ili voditelji koji posjeduju odlične liderske osobine, a pronašli su se u stečajnom poduzeću predstavljaju unosan posao za ostala poduzeća.

Stečaj će natjerati poduzeće da skрати svoj fokus. Morat će sačuvati novac i izbjeći njegov gubitak i to poduzimanjem većine dugoročnih prilika i ispunjavanjem prethodnih obveza koje su već neizbježne. Poduzeće u stečaju jednostavno nema luksuz posjedovati duže mogućnosti koje zahtijevaju gotovinu. U osnovi, morat će primijeniti vrlo visoku diskontnu stopu na svako trošenje novca na projekte. U mjeri u kojoj je usmjerenost štednje novca neučinkovita, rasti će istinski ekonomski troškovi poslovanja poduzeća. Primjerice, odgođeni troškovi održavanja vjerojatno bi postali veći nego što bi inače bili. Poduzeća u stečaju imaju

vjerovnički pritisak da prodaju imovinu (Shleifer i Vishny, 1992). Ova imovina se općenito mora prodavati po povoljnim cijenama (Pulvino, 1998). Kupac je time u mogućnosti iskoristiti financijsku nevolju prodavatelja kako bi stekao korisnu imovinu koja je znatno veća od njene cijene rezervacije. Takav je kupac stekao profit na račun poduzeća u stečaju. Štoviše, što poduzeće postaje više zabrinuto, to je veća njegova potreba za prodajom imovine. Osim toga, mnogima od njih imovina je nelikvidna i stoga će vjerojatno imati značajnih transakcijskih troškova (Kim, 1996).

## 4. ZAKLJUČAK

Stečaj je profesionalni rizik poduzetnika. Troškovi stečaja dugo se smatraju odrednicom cijene duga poduzeća i njegove strukture kapitala. Stečaj se otvara kada za to postoji stečajni razlog, kojemu često prethode financijske poteškoće uzrokovane prekomjernim korištenjem duga ili promjenama u operativnoj efikasnosti koja utječe na sposobnost zarađivanja poduzeća. Stečaj je riječ koja opisuje stečajni postupak, a stečajni postupak ima dva krajnja ishoda: likvidaciju, i reorganizaciju. Stoga, stečaj nije trenutak u vremenu već je proces. Efikasno rješavanje stečaja omogućava uspješno funkcioniranje gospodarstva. Procedura stečaja bi za glavni cilj trebala imati reorganizaciju ekonomski učinkovitih i likvidaciju ekonomski neučinkovitih dužnika.

Ovim radom opisani su ekonomski troškovi stečaja koji nastaju u tri vremenska perioda. U prvom vremenskom periodu prije nego poduzeće dolazi u financijske poteškoće nastaje *ex-ante* trošak koji proizlazi iz učinka kazne stečajnog postupka na trud menadžera, koji zatim utječe na vrijednost poduzeća i vjerojatnost financijskih poteškoća. U drugom vremenskom periodu nakon što je poduzeće došlo u financijske poteškoće, ali prije pokretanja stečajnog postupka nastaju tri troška stečaja, i to: trošak odgode pokretanja stečajnog postupka te troškovi prekomjernog i nedovoljnog ulaganja. U trećem vremenskom periodu nastaju još tri troška: trošak pogreške tipa I i tipa II u stečaju te izravni troškovi stečaja. Uz izravne troškove koji obuhvaćaju troškove računovođa, pravnika, stečajnih upravitelja, procjenitelja i slično, postoje troškovi i koje snose vjerovnici. Konačno, postoje i neizravni troškovi koji uključuju širok raspon neprimjetnih oportunitetnih troškova. Ovim završnim radom dan je teorijski okvir za proučavanje ekonomskih troškova stečaja.



## LITERATURA

1. Agrawal, A., Gonzalez-Uribe, J., and Martinez-Correa, J. (2019). *Measuring the ex-ante incentive effects of bankruptcy reorganization procedures*
2. Altman, Edward I. (1984). *A Further Empirical Investigation of the bankruptcy Cost Question*. The Journal of finance. Vol. XXXIX, No. 4
3. Benić, Đ. (2012). *Mikroekonomija: menadžerski pristup*. Zagreb: Školska knjiga
4. Betker, B., L. (1997). "The Administrative Costs of Debt Restructurings: Some Recent Evidence," Financial Management, Financial Management Association, vol. 26(4), Winter.
5. Branch, B. (2002). *The costs of bankruptcy A review*. USA: International Review of Financial Analysis 11, 39 - 57.
6. Brealey R., Myers, S. (1991). *Principles of Corporate Finance.*, 2nd Ed., New York: McGraw-Hill.
7. Campbell, K., Jerzemowska M. (1999). *The Capital Structure Decisions of Companies in a Transitional Economy: The Case of Poland*, Enterprise in Transition, 3rd International Conference, Faculty of Economics, Split, DAAAM International Wien
8. Chang, T. y McDonald, J. (1996). *Industry structure and ripple effect of bankruptcy announcements*, The Financial Review No. 31, pp. 783-807.
9. Leksikografski zavod Miroslav Krleža - Enciklopedija.hr. Dostupno na: <https://www.enciklopedija.hr/> (pristupljeno: 23.09.2021.)
10. Kim, M. (1996). When Nonuse is Useful: Bankruptcy Law in Post-Communist Central and Eastern Europe, Fordham L. Rev.
11. Leland, H., E., Pyle, D., H. (1977). Informational, Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, The Journal of Finance, Vol. 32, No. 2, Atlantic City
12. Modigliani F., Miller M. H., (1958). *The cost of capital corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review. Volume 48, No. 3, 261 - 297, American Economic Association. Dostupno na: [https://gypesquisa.fgv.br/sites/gypesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra\\_-\\_the\\_cost\\_of\\_capital\\_corporation\\_finance.pdf](https://gypesquisa.fgv.br/sites/gypesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf) (21.05.2021.)
13. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. The American Economic Review, 53 (3), 433 - 433. Dostupno na: <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/MM1963.pdf>. (21.05.2021.)

14. Myers, S. C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics, 5(2).
15. Pagano, M. (2005). *The Modigliani - Miller theorems: a cornerston of finance*. BNL Quarterly Review, vol. LVII, 237 - 247.
16. Pepur, S. (2012). *Institucionalno okruženje, financijska struktura i preformans poduzeća*. Doktorska disertacija. Split: Sveučilište u Splitu
17. Platt, H., D., Platt, M., B., Pedersen, J., G. (1994). Bankruptcy Discrimination whit real Variables, JBFA, Vol. 21. Issues 4
18. Pulvino, T., C. (1998). Effects of bankruptcy court protection on asset sales, Journal of Financial Economics Volume 52, Issue 2, 151-186
19. Ross, S., A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach, The Bell Journal of Economics 8
20. Ross, S.A., Westerfield, Jaffe, J. (1996). *Corporate Finance*. USA: Irwin, Inc
21. Sajter, D. (2008). *Ekonomski aspekt stečaja i restrukturiranja u stečaju*. Doktorska disertacija. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku
22. Sajter, D., Hudeček (2009). *Temeljni pojmovi i nazivi stečajnog prava. Izvorni znanstveni rad*. Institut za hrvatski jezik i jezikoslovlje (35)
23. Shleifer, A., & Vishny, R. (1992). *Liquidation value, and debt capacity: a market equilibrium approach*. Journal of Finance, 1343–1366.
24. Sebnert, L., W., & Wang, T., Y. (2010). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Survey*, Foundations and Trends in Finance, Vol. 5, No. 4, 2010
25. Srhoj, S., Kovač, D., Shapiro, J. N., & Filer, R. K. (2021). *The Impact of Delay: Evidence from Formal Out-of-Court Restructuring*, Working Papers in Economics and Statistics, No. 2021-23, Institute of Public Finance, University of Innsbruck Dostupno na: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/240451/1/2021-23.pdf> (23.09.2021.)
26. Vidučić, L. (2012). *Financijski menadžment*. Zagreb: RRiF – plus, d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge
27. Vidučić, Lj. (2001). *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*. Ekonomski pregled, 52 (7 - 8) 784 - 800
28. Warner, J., (1977). *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, 32 Journal of Financial Economics, 331- 341.
29. White, M. J. (1994). *The costs of corporate bankruptcy: A US-European comparison*. Available at SSRN 5552.

30. Weiss, L., (1990) Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, issue 2, 285-314

## **POPIS SLIKA**

**Slika 1:** Raspon zaduženosti koji maksimalizira vrijednost poduzeća

**Slika 2:** Determiniranje optimalne strukture kapitala koristima i troškovima zaduživanja i njihov utjecaj na vrijednost poduzeća

**Slika 3:** Ekonomski neučinkovito poduzeće

**Slika 4.** Trošak pogreške tipa I u stečaju

**Slika 5.** Trošak pogreške tipa II u stečaju

## **Izjava**

Izjavljujem pod punom moralnom odgovornošću da sam završni rad pod nazivom "Ekonomski trošak stečaja" izradio samostalno, isključivo znanjem stečenim na Odjelu za ekonomiju i poslovnu ekonomiju, služeći se navedenim izvorima podataka i uz stručno vodstvo mentora doc.dr.sc. Stjepana Srhoja kome se još jednom srdačno zahvaljujem.

Student:

Petar Kunić