

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Ensuring Successful Business through Effective Restructuring out of Bankruptcy Proceedings

Sažetak

Ovim radom proučava se, još uvijek nedovoljno korištena, primjena mogućnosti restrukturiranja poduzeća i nakon ulaska u stečajni postupak. Cilj je istražiti i opisati kako se izradom i primjenom kvalitetnog plana restrukturiranja poduzeće može oporaviti i iznova ostvarivati konkurentne rezultate. Pritom, restrukturiranje kroz stečaj i ponovni rast poslovanja izrazito je zahtjevan proces, međutim, brojni stakeholderi imaju prednosti od njega pa shodno tome restrukturiranje poslovanja ne bi trebalo biti u interesu isključivo vlasnicima već i velikom broju primarnih i sekundarnih stakeholdera. Također, cilj je prikazati važnost i povezanost implementacije kvalitetnog korporativnog upravljanja sa kontinuiranim praćenjem financijskih pokazatelja. Empirijska analiza provedena je na temelju dubinskog polu-strukturiranog intervjua sa predsjednikom uprave koji je dao doprinos cjelokupnom restrukturiranju poduzeća, a potpuna slika poslovanja potkrijepljena je analizom Altman Z-score modela te BEX modela. Rezultati analiziranog primjera prikazuju da ukoliko poduzeće posluje sukladno mehanizmima korporativnog upravljanja svoju egzistencijalnu opasnost svesti će na minimum te da kontinuirana financijska analiza pravovremeno može upozoriti na potencijalne poteškoće i uočiti probleme. Odabrano poduzeće iz djelatnosti trgovine kvalitetan je primjer kako se uspješnim restrukturiranjem može ostvariti značajan uspjeh za vlasnike poduzeća te za društvo u cjelini.

Ključne riječi: stečaj, restrukturiranje, korporativno upravljanje, skupni financijski pokazatelji

JEL klasifikacija: G33, G34, M20

Abstract

This paper studies, still underutilized, application of the possibility of restructuring of a firm even after entering bankruptcy proceedings. The aim is to investigate and describe how the development and use of a quality restructuring plan can help a firm recover and achieve competitive results again. At the same time, restructuring through entering bankruptcy proceedings and re-growing the business is an extremely demanding process. However, many stakeholders have advantages from it, so accordingly, the restructuring of the business should not only be in the interest of the owners but also of a large number of primary and secondary stakeholders. Also, the aim is to present the importance and connection of the implementation of quality corporate governance with continuous monitoring of financial indicators. The empirical analysis was conducted based on an in-depth semi-structured interview with the CEO who made contribution to the overall restructuring of the company, and the thorough overview of the business was supported by analysis using Altman Z-score and BEX models. The analyzed example exhibits that when the firm operates in accordance with the mechanisms of corporate governance, it will

Lana Hrkač, univ. mag. oec.

Poslovna ulaganja d.o.o.

E-mail: hrkac.lana@gmail.com

Izv. prof. dr. sc. Davor Labaš

Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet

E-mail: dlabas@efzg.hr

Lana Hrkač, univ. mag. oec.

Poslovna ulaganja Ltd.

E-mail: hrkac.lana@gmail.com

Assoc. prof. Davor Labaš, PhD

University of Zagreb, Faculty of Economics and Business

E-mail: dlabas@efzg.hr

Hričač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

reduce its existential threat to a minimum. In addition to effective corporate governance, continuous financial analysis that can warn of potential difficulties and indicate problems in a timely manner is crucial. The selected trading company is an excellent example of how successful restructuring of a firm can help achieve significant success for both the firm owners, as well as for the society as a whole.

Key words: bankruptcy, restructuring, corporate governance, synthetic indicators

Jel classification: G33, G34, M20

1. Uvod

Proces restrukturiranja poduzeće najčešće započinje u trenutku susretanja sa egzistencijalnim poteškoćama. Pod pojmom restrukturiranje podrazumijeva se veoma složen i kompleksan proces koji se odnosi na izradu kvalitetnog plana reorganizacije poslovanja u cilju postizanja ponovne konkurentnosti. Odnosi se na sve pravne, upravljačke, organizacijske, financijske kao i tehnološke mjere poduzete u svrhu oporavka i unaprjeđenja poslovanja (Malačić i Malačić, 2016.). Najčešće vrste restrukturiranja koje se provode su fizičko, operativno, financijsko, vlasničko te organizacijsko (Jozić, 2002.). Navedena restrukturiranja nisu propisana zakonom, a uprava je ta koja uz vlasnike poduzeća odlučuje o provođenju cijelog procesa (Sajter, 2010.). Restrukturiranje koje uvjelike odstupa od prethodnih je restrukturiranje u stečaju. Dakle, stečaj ne rezultira uvijek prestankom postojanja poduzeća. Pomoću izrade uspješnog plana restrukturiranja moguće je izbjeći uobičajene, zakonom propisane, mjere koje se odnose na unovčavanje i klasičnu raspodjelu stečajne mase (Stečajni zakon, 2017.). Plan restrukturiranja reguliran je čl. 303 – 355. SZ-a, a još se naziva i stečajni plan. Odnosi se na izrazito složen proces kontrole i reorganizacije poslovanja te se smatra najzahtjevnijim pravnim zahvatom (Barbarić, 1996.) s obzirom da podrazumijeva cijeli proces od donošenje odluke je li se poduzeće uopće sposobno restrukturirati kao i utvrđivanje načina na koji će se proces provesti pa sve do cjelovite promjene načina poslovanja koji je doveo do stečaja. Ovakvo restrukturiranje počelo se provoditi u SAD-u još 1978. godine na temelju čega su i mnogobrojne države doradile svoje stečajne zakone u cilju provedbe istoga. Hrvatska je svoj stečajni zakon većinski preuzela iz Njemačkog, koji odražava limitirano restrukturiranje što predstavlja

razlog još uvijek rijetkog korištenja mogućnosti restrukturiranja u Hrvatskoj (Sajter, 2010.).

Stoga, primarni cilj rada je prikazati primjer uspješnog procesa restrukturiranja u stečaju koji je omogućio opstanak i ponovni rast analiziranog poduzeća te prikazati važnost i povezanost implementacije kvalitetnog korporativnog upravljanja sa kontinuiranim praćenjem financijskih pokazatelja, što rezultira nastavkom učinkovitog restrukturiranja i po izlasku iz stečaja te ponovnim rastom poslovanja. Navedeni primjer označava efikasan način završetka stečajnog postupka i stvaranja konkurentnog poduzeća koji može služiti kao kvalitetna vodilja za menadžere i vlasnike kao i sve druge sudionike suočene sa istovjetnim ili sličnim problemima u poduzeću. Također, rad doprinosi recentnim spoznajama iz područja korporativnog restrukturiranja i poslovanja. S tom svrhom analizirana je stručna i znanstvena literatura kao i ostali sekundarni izvori podataka. Isto tako, proveden je dubinski polu-strukturirani intervju sa predsjednikom uprave koji je dao doprinos cjelokupnom restrukturiranju poduzeća. Rad sadrži šest poglavlja, računajući uvod i zaključak. Nakon uvoda, navodi se teorijski okvir restrukturiranja iza čega slijedi metodologija korištena u radu. Četvrto poglavlje se odnosi na empirijske podatke i analizu dok su u petom istaknuti rezultati i diskusija. Šesto poglavlje zaključak je cjelokupnog istraživanja.

2. Teorijski okvir restrukturiranja

Poduzeće koje se našlo u situaciju potrebe za stečajem je u neodrživoj financijskoj situaciji sa malo preostalih mogućnosti. Sa aspekta zaposlenika odrazit će se na problem potencijalnog pronalaska novog radnog mjesta. Stoga, s obzirom na specifičnosti stečajnog postupka, procedure i zakonodavni okvir u pojedinim državama su značajne za pomoć poduzećima i zaposlenicima

koji se nađu u navedenoj situaciji (European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 2009.). Uz bojazan za radno mjesto i gubitak prihoda, kao i moguće neželjene promjene na radnome mjestu, restrukturiranje može imati i značajan negativan utjecaj na zaposlenike i njihovu dobrobit- od mentalnog zdravlja, društvenog aspekta, fizičkog, emotivnog, do financijskog i intelektualnog utjecaja. Također, zaposlenici mogu imati različit niz emocija tijekom perioda restrukturiranja: od straha, ljutnje, tuge, frustriranosti, što može utjecati na mentalno zdravlje pojedinca. Stres i anksioznost povezani sa restrukturiranjem mogu imati i fizičke posljedice u vidu poremećaja sna, umora, pa sve do glavobolja, želučanih tegoba i depresije (Olajitan, 2024.). Kako bi se uspješnije upravljalo promjenama i umanjilo negativan efekt na zaposlenike tijekom restrukturiranja, poduzeća mogu (Kieselbach, et al, 2010.):

- Uključiti zaposlenike u donošenje odluka kako bi se ublažio stres.
- Uspostaviti program komuniciranja koji kontinuirano i pravovremeno informira zaposlenike o stanju promjena.
- Osigurati adekvatan trening ukoliko će se zaposlenike premjestiti na novo radno mjesto.
- Pružiti psihološku potporu zaposlenicima.
- Ponašanje, moral i produktivnost zaposlenika koji ostaju u poduzeću uvelike ovisi o načinu na koji su otpušteni njihovi kolege i kolege. Pritom je poželjno zaposlenicima koji su otpušteni pomoći pri traženju novog posla i pomoći tijekom razdoblja tranzicije.
- Jasno objasniti uzroke restrukturiranja, posebice vanjske, na koje se nije moglo utjecati.
- Prezentirati novu viziju poduzeća i izgraditi povjerenje zaposlenika.

Prema Jozić (2002.) najveći uzrok neuspjeha prilikom restrukturiranja hrvatskih poduzeća je nedovoljno educiranog vodstva i osoblja za izradu i praćenje kvalitetnog programa ozdravljenja. Mnoga poduzeća smatraju da će otpuštanjem zaposlenika i smanjivanjem troškova riješiti svoje financijske probleme, međutim takva praksa može dovesti do privremenog poboljšanja nakon čega će u pravilu uslijediti još dublja kriza.

Vežano uz dobavljače, potencijalna propast poduzeća negativno utječe na poslovanje dobavljača, posebice ukoliko se radi o njihovim ključnim kupcima. Stoga su dobavljači spremni na značajne ustupke svojim kupcima u smislu nižih cijena ili uvjeta kako bi smanjili rizik od propasti poduzeća ili povećali mogućnost uspjeha restrukturiranja (Yang, et al., 2015.).

Razumijevanje utjecaja propasti poduzeća je značajno i za lokalnu zajednicu i lokalnu ekonomiju u kojoj poduzeće koje se našlo u poslovnoj krizi djeluje, posebice manjih gradova i velikih poduzeća koja zapošljavaju značajan broj građana određene lokalne zajednice. Negativni efekti na razini lokalne zajednice mogu se manifestirati u obliku povećanja stope nezaposlenosti, povećanja stope kriminala i društvenih problema poput porasta korisnika socijalne pomoći. Stoga, kako bi se nastojalo izbjeći propast poduzeća, potrebne su pro-aktivne politike i aktivnosti koje se mogu primijeniti s ciljem umanjivanja budućih negativnih poremećaja (Song i Zhao, 2024.).

Na primjeru restrukturiranja male, Švedske obiteljske tiskare Trosa Tryckeri, uzrokovano neuspješnom akvizicijom i poslovnom krizom koja je nastala, vidljivo je kako je poduzeće po značajnijim naznakama poslovnih problema, odmah pokrenulo stečaj i rekonstrukciju te prilagodilo strategije poslovanja, što je rezultiralo uspješnim oporavkom i opstankom poduzeća. Navedeno je rijetko, pošto često puta mala i srednja poduzeća vjeruje da će pronaći određeno drugo rješenje i čekaju predugo prije pokretanja restrukturiranja (European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, 2013.). Uspjeh poduzeća bio je rezultat aktivnosti: realnog sagledavanja situacije, izdvajanja profitabilnih dijelova poslovanja i eksternalizacije dijela aktivnosti, jasne komunikacije sa lokalnim medijima, redovitog plaćanja dobavljača- podizvođača i očuvanje poslovnih odnosa unatoč krizi, sastancima sa svim zaposlenicima svaki mjesec i informiranju o razvoju događaja i poslovnoj situaciji, kao i o strategiji za izlazak iz stečaja i zajedničkom načinu predlaganja rješenja problema. S obzirom da je banka zamrzнула sredstva poduzeća, sva plaćanja kupaca su morala biti promptna, kao i vrlo racionalno upravljanje financijskim sredstvima. Održani su redoviti

Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

sastanci vlasnika tiskare sa ključnim klijentima, gdje je većina klijenata ostala uz poduzeće tijekom restrukturiranja pošto su uspostavili povjerenje. Rezultat restrukturiranja je 8 otkaza (znatno manje od planiranih 20 otkaza, odnosno trećine zaposlenih), povećanje učinkovitosti proizvodnje i novi dugoročni poslovni planovi (Persson i Broman, 2023.).

Downey (2009.) citiran u Malačić i Malačić (2016.) navodi šest faza kroz koje poduzeće treba proći kako bi se uspjelo kvalitetno restrukturirati, a to su:

1. Angažiranje stručnjaka za restrukturiranje
2. Detaljan pregled poslovanja i identifikacija temeljnih problema
3. Uspostavljanje prikladnih strategija i razvoj ostvarivog plana oporavka, npr.:
 - restrukturiranje nepodmirenih dužničkih obveza
 - smanjenje operativnih troškova
 - poboljšanje upravljanja radnim kapitalom
 - poboljšanje cijena proizvoda i ciljane skupine kupaca
 - pojednostavljenje linije proizvoda
 - ubrzanje rasta proizvoda visokog potencijala
4. Uklanjanje neprofitabilnih aktivnosti
5. Stabilizacija poslovanja
6. Fokus na dugoročnu održivost i rast
 - uvođenje novih proizvoda i širenje na nova tržišta
 - poboljšanje kvalitete proizvoda i korisničke usluge
 - uspostavljanje strateških saveza sa drugim poduzećima
 - osiguranje dugoročnog financiranja i ojačavanja bilance prebacujući naglasak s upravljanja novčanim tokovima na strateško financijsko upravljanje i kontrolu

Malačić i Malačić (2016.) proveli su istraživanje u kojem navode dobar primjer kvalitetnog restrukturiranja. Analizirali su slovensko poduzeće koje se bavi proizvodnjom staklenih proizvoda te ga nazvali Glass LTD. Naime, poduzeće su pogodile poteškoće u poslovanju, međutim uprava

je sa kvalitetnim planom preoblikovanja uspjela osigurati uspješan nastavak poslovanja. Prva mjera bila je spajanje različitih odjela, jedinica i grupa u jedno, dok su različite skupine ljudi koji su se bavili istim zadacima u različitim jedinicama počeli raditi zajedno. Reorganizacija procesa uvedena je u prodaju, logistiku, nabavu, upravljanje kvalitetom i financije. Velike promjene također su uvedene u ljudskim resursima i vodstvu. Počeli su se provoditi različiti programi obuke, kao što su radionice za učinkovitu komunikaciju te poboljšanje vještina i kompetencija u prodaji i marketingu. Istovremeno, revidirani su sustavi plaća i nagrađivanja. Dodatne ključne mjere restrukturiranja bile su razvoj novih proizvoda i izgradnja brand-a, smanjenje troškova proizvodnje i administracije, poboljšanje produktivnosti te povećanje količine proizvodnje zamjenjujući skupe materijale jeftinijim alternativama iste kvalitete. Također, potpisano je nekoliko strateških ugovora s dobavljačima s dužim rokovima plaćanja i godišnjim rabatima, a marketing je bio fokusiran na prodaju proizvoda i usluga s višom dodanom vrijednošću. Zbog svega navedenog poduzeće je uspjelo prebroditi krizu bez većih problema sa likvidnošću i smanjenjem proizvodnje.

Ukoliko se pak poduzeće ne uspije ovako uspješno restrukturirati i postane nesposobno za plaćanje, biti će primorano započeti stečajni postupak. Osim klasičnog stečajnog postupka postoji i „restrukturiranje u stečaju“ koje omogućava nastavak poslovanja, odnosno to je proces osmišljen da pruži operativno zdravim poduzećima olakšanje financijskog tereta i mogućnost nastaviti s daljnjim radom (Yang et al., 2015.). Prema LoPucki i Doherty (2007.) na temelju takvog restrukturiranja moguće je očuvati knjigovodstvenu vrijednost u rasponu od 80-91% dok se uobičajenim provođenjem stečaja prihodi svega 35% njezine vrijednosti. Osim primjera koji će se detaljno razložiti u radu, dobar posao odradio je i JADRAN d.d. koji je po ulasku u stečaj napravio kvalitetan plan preoblikovanja poslovanja kao i plan namirenja vjerovnika koji je podrazumijevao da se (Savić, 2013.):

- tražbine radnika (I viši ispladni red) djelomično namire isplatom, djelomično pretvaranjem u temeljni kapital stjecanjem dionica;

- ostali vjerovnici (II viši isplatni red) u cijelosti namire pretvaranjem u temeljni kapital stjecanjem dionica.

Po izlasku iz stečaja neophodno je uspostaviti kvalitetno korporativno upravljanje.

Prema istraživanju koje je proveo Parnes (2011.) jačanje mehanizama korporativnog upravljanja uvelike smanjuje financijske propuste. Provedena je i studija „Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction“ u kojoj Liang i suradnici (2016.) navode važne kategorije koje utječu na kvalitetu poslovanja poduzeća. To su struktura uprave, struktura vlasničke strukture, prava na novčani tok i ključno osoblje. Također, prema Tušek i suradnici (2009.), za kvalitetno korporativno upravljanje presudan je optimalan odnos eksterne revizije i nadzornog odbora. Njihova uspješna suradnja rezultira povećanjem učinkovitosti oba mehanizma. S ciljem detaljnije analize njihova odnosa, Tušek i suradnici (2008.) proveli su istraživanje u kojem je dokazano kako kvaliteta odnosa ovisi o pododboru nadzornog odbora, odnosno revizijskom odboru koji je zadužen za unapređivanje financijskog izvještavanja i komunikaciju s eksternom revizijom. Takva suradnja rezultira vjerodostojnim informacijama na kojima se temelji poslovno odlučivanje.

Uz navedene kategorije koje odražavaju uspješnost poslovanja, od velike je važnosti kontinuirana financijska analiza. Najkvalitetniju sliku poslovanja prikazuju skupni pokazatelji na temelju kojih su provedena brojna istraživanja vezana uz mogućnost pravovremenog predviđanja poteškoća i stečaja. Prema Zenzerović i Peruško (2006.) prvenstveno su se razmatrali pojedinačni pokazatelji te se analiza vršila na temelju njihove usporedbe dok su implementacijom statističkih i matematičkih metoda razvijeni modeli koji pokazuju puno preciznija predviđanja.

Na temelju istraživanja Alexander Wall-a razvijena je diskriminacijska funkcija koja je temelj većine skupnih pokazatelja (Žager i suradnici, 2008.). Bogdan i suradnici u svom istraživanju (2019.) ističu "Altman Z -score model, Springate model, Ohlson model, Zmijewski model, Kralicekov DF pokazatelj kao i Bex model". Razlika u njihovim rezultatima javlja se zbog odabira različitih varijabli kao i pridruženih pondera.

3. Metodologija istraživanja

S ciljem prikupljanja informacija vezanih za uspostavu novog smjera poslovanja i korporativnog upravljanja unutar analiziranog društva provedeno je dubinsko polu-strukturirano intervjuiranje predsjednika uprave koji je uvelike pridonio restrukturiranju odabranog poduzeća i svojim vodstvom osigurao uspjeh i rast poslovanja. Također, proučili su se pojedini interni i eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja koji su uspostavljeni u poduzeću prilikom izlaska iz stečaja, a to su: odbor(i), naknade menadžmentu, odnos sa stakeholderima i korporativno izvještavanje, zaštita manjinskih dioničara te konkurentski uvjeti.

Kako bi se istražila razina kvalitete restrukturiranja i utjecaja korporativnog upravljanja na poslovanje, provedena je i financijska analiza za koju su podaci prikupljeni iz godišnjih financijskih izvještaja. Analizirano je razdoblje od 2007. do 2009. što predstavlja period prije ulaska u stečaj te razdoblje od 2012. do 2019. kako bi se prikazao napredak i rast poslovanja poduzeća. Financijska analiza izvršena je na temelju dva skupna financijska pokazatelja koji na temelju svoje preciznosti i relativno visoke pouzdanosti prikazuju ocjenu uspješnosti poslovanja (Žager i suradnici, 2008.). Prvi analizirani model u radu je Altman-ov Z-score model koji je izabran s obzirom da predstavlja temelj za sve kasnije razvijene modele. Uvelike je zastupljen u znanosti, ali i izvan nje te je zbog svoje pouzdanosti i lakoće primjene korišten u mnogim istraživanjima. Problem se javlja u činjenici da je konstruiran za američko tržište pa je sukladno tome njegova prediktivna sposobnost, na europskim tržištima, znatno niža (Bogdan i suradnici, 2019.). Iz tog razloga, preporučljivo ga je upotrebljavati zajedno s drugim financijskim pokazateljima i modelima kako bi se uvidjela što realnija i kvalitetnija slika poslovanja poduzeća. Drugi izabrani model je BEX model s obzirom da je konstruiran prvenstveno za ocjenu uspješnosti poduzeća u Republici Hrvatskoj (Kereta i Barišić, 2019.). Cilj ovih modela je prikazati što precizniju ocjenu uspješnosti te pružiti uvid u cjelokupno poslovanje poduzeća kako bi se omogućila pravovremena reakcija na potencijalne egzistencijalne probleme.

Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

4. Empirijski podaci i analiza

4.1. Primjer uspješnog restrukturiranja hrvatskog poduzeća u stečaju

Odabrano poduzeće iz djelatnosti trgovine rijetki je primjer hrvatskog poduzeća koje je svoj nastavak poslovanja osiguralo i nakon ulaska u stečajni postupak, zahvaljujući kvalitetnom planu restrukturiranja prihvaćenog od potrebne većine vjerovnika. Iz provedenog intervjua sa predsjednikom uprave koji je sudjelovao u restrukturiranju analiziranog poduzeća, zaključuje se kako su pretjerana kompleksnost kao i neprikladna kontrola i sustav izvještavanja bili glavni problemi poslovanja prije ulaska u stečaj. Naime, organizacijska struktura bila je neefikasna jer su sve odluke ovisile o nedovoljno stručnih ljudi. Sukladno tome, zadaci su se dodjeljivali neplanski, a adekvatna kontrola izvršavanja istih nije postojala. Također, vođene evidencije materijala na skladištu nisu bile u potpunosti ispravne. Nadalje, prodajnim prostorima upravljalo se neracionalno. Osim njihove predimenzioniranosti, nije se vodilo računa o najoptimalnijem broju zaposlenih u određenim prostorima kao niti o širini i dubini proizvodnih asortimana. Također, ulaganje u sporedne i nedovoljno profitabilne djelatnosti poslovanja uvelike je doprinijelo pogoršanju finansijskih rezultata. Dakle, uz ekonomsku krizu 2008. godine i navedeno neefikasno unutarnje poslovanje, poduzeće je bilo primorano započeti stečajni postupak. Prilikom pokretanja postupka sve ovlasti prešle su na stečajne upravitelje (Narodne novine, 2012.), a s obzirom da je poduzeće bilo podijeljeno na 2 podružnice, u tom formatu prikazane su i njihove tražbine.

- Tražbine prve podružnice – prvi viši ispladni red = 15.043.492,97 kn,
- drugi = 1.050.332.828,23 kn, razlučna prava = 39.791.192,84 kn (Narodne novine, 2012).
- Tražbine druge podružnice – prvi viši ispladni red = 24.209.742,05 kn, drugi = 1.440.025.879,30 kn, razlučna prava = 551.518.108,40 (Narodne novine, 2012).

Za prihvaćanje plana restrukturiranja bilo je potrebno da je većina vjerovnika svakog isplalnog reda glasala „za“ i da je ukupan iznos

tih potraživanja bio duplo veći od potraživanja onih koji su bili „protiv“ (Stečajni zakon, 2017.). Također, redovi koji su se izjasnili „protiv“ plana, nikako nisu smjeli biti u lošijoj poziciji no što bi bili u redovnom stečajnom postupku te niti jednoj skupini vjerovnika restrukturiranje nije smjelo poslužiti kao mehanizam dobivanja onog što im prema tražbinama ne pripada (Sajter, 2010.).

Kvalitetno restrukturiranje moguće je u slučajevima kada na tržištu postoji potražnja za određenim proizvodima i uslugama stečajnog dužnika. Dakle, analiziranom poduzeću su isplative poslovne aktivnosti omogućile pokretanje postupka restrukturiranja.

Stečajni plan sastojao se od sljedećih mjera (Narodne novine, 2012.):

1. Sanacija stečajnog dužnika

- Kako bi se uopće moglo razmišljati o nastavku poslovanja neophodno je podmiriti akumulirane gubitke, što je u ovom slučaju postignuto smanjenjem temeljnog kapitala na zakonski minimum koji iznosi 20.000,00 kn (Narodne novine, 2012.).

- Iduća sanacijska mjera bila je namirenje vjerovnika (Narodne novine, 2012.):

- različni vjerovnici svoja su potraživanja podmirili prijenosom vlasništva nekretnina na svoje ime ili njihovim unovčenjem
- vjerovnici I. višega isplalnog reda podmirili su se su se novčanom isplatom;
- vjerovnici II. višeg isplalnog reda svoja su potraživanja pretvorili u udjele u poduzeću.

Dakle, svi stečajni vjerovnici našli su se u povoljnijem položaju od onog kojeg bi imali po završetku klasičnog stečaja.

2. Reorganizacija i pripajanje

- Reorganiziranje i nastavak samostalnog i odvojenog poslovanja za 2 podružnice nije imao ekonomskog smisla pa je donesena odluka o njihovom pripajanju s ciljem stvaranja racionalno uporabljive aktive (Narodne novine, 2012.).

3. Preoblikovanje d.o.o. u d.d.

- Preoblikovanje iz društva s ograničenom odgovornošću u dioničko društvo zahtijevalo je supstituciju jednog udjela u poduzeću čija je

nominalna vrijednost iznosila 100 kn za jednu dionicu istovjetne nominalne vrijednosti od 100 kn. (Narodne novine, 2012).

4. Nastavak poslovanja na profitabilnim osnovama - Početak rada dioničkog društva koje je proizašlo iz stečajnog postupka je 1.7.2012. godine te su mu osigurane profitabilne osnove za daljnje poslovanje.

4.2. Restrukturiranje i uspostava novog načina poslovanja i korporativnog upravljanja

4.2.1. Novi način poslovanja u poduzeću

Prikupljene informacije o uspostavi novog smjera poslovanja i korporativnog upravljanja, koje se navode u narednim dijelovima rada, temelje se na provedenom intervjuu. Naime, prva važna uvedena promjena u poduzeću bila je uspostava nove kvalitetnije organizacijske strukture koja se sastoji od više zasebnih sektora. Takva struktura pospjela je upravljanje u poduzeću i osigurala kontrolu praćenja uspješnosti provođenja svih zadataka. Također, postalo je mnogo jasnije tko je zadužen za što i kome je tko nadređen. Nadalje, započeto je ponovno pokretanje prodajnih centara koji su se otvorili isključivo na prostorima koji omogućuju potencijal rasta i razvoja (Poslovni dnevnik, 2012.). U svrhu smanjivanja operativnih troškova, intervjuirani predsjednik uprave navodi kako su se uspostavili voditelji zaduženi za prodaju i nadzor robe, voditelji za cjenovnu politiku i marže kao i voditelji nadređeni za sve operativne procese u prodajnim centrima. Isto tako, ključna aktivnost novonastale uprave odnosila se na uspostavu novih strategija vezanih uz ranije spomenute predimenzionirane prodajne prostore koje je karakterizirala neadekvatna raspodjela asortimana. Uz izvršenu početnu analizu, kontinuirano se provode i naknadne s ciljem utvrđivanja kvalitete odabranih strategija te prema potrebi provođenja određenih promjena u svrhu ostvarivanja uspješnijih rezultata. Također, uspostavljeni asortiman, utjecao je na smanjenje površine prodajnih centara što je posljedično rezultiralo smanjenjem nepotrebnih troškova. Nadalje, još jedan zanimljivi način smanjivanja troškova koje poduzeće provodi je kupnja prostora koji su prije stečaja bili u najmu (Godišnji financijski izvještaji,

2007-2020.) s obzirom da su troškovi najma znatno veći od troškova na kamate koje nude banke. Isto tako, važan zadatak bio je ponovno postizanje suradnje sa dobavljačima. Najveći izazov bio je ponovna uspostava izgubljenog povjerenja. Iz tog razloga temelj novih suradnja je cjelovito i vjerodostojno izvještavanje te pravovremeno podmirivanje svih obaveza. Pristupom međunarodnom savezu A.R.E.N.A., analizirano poduzeće dobilo je zagarantiranu mogućnost nabave robe visoke kvalitete i identične cijene po kojoj ju nabavljaju vodeći trgovački lanci u Europi kao što su Bricomarche, Hagebau, Jumbo i Bricofer što je rezultiralo povećanjem financijske profitabilnosti i konkurentske prednosti. Također, razvojem novog informacijskog sustava, svi procesi u poduzeću postali su brži, jednostavniji i efikasniji, a konstantno unapređenje kompetencija zaposlenika na različitim organizacijskim razinama osigurava nastavak uspješnog rasta poslovanja.

4.2.2. Uspostava korporativnog upravljanja u poduzeću

Ukoliko poduzeće želi opstati prilikom brzih promjena u okolini, potaknuti dodatne investicije te ostvariti konkurentsku prednost, nužan je razvitak dobre prakse vezane uz korporativno upravljanje koja će stimulirati porast vrijednosti u poduzeću (Bubbico i suradnici, 2012.).

Korporativno upravljanje odnosi se na sva pravila, odnose, sustave i procese koji omogućavaju povrate na uloženo uz osiguranje dugoročnog opstanka poduzeća (ASX Corporate Governance Council, 2019.). Područja vezana uz korporativno upravljanje odnose se na izvršavanje temeljnih djelatnosti te pružanje odgovora na razna pitanja poput: koji je način upravljanja u poduzeću, čiji su interesi najveći te tko je i na koji način odgovoran za nadzor poslovanja. U korporativnom upravljanju definiraju se smjernice za određivanje ciljeva te se povezuju razni menadžeri, odbori, dioničari i ostali stakeholderi pa se iz tog razloga još naziva i menadžment menadžmenta“ ili „metamenadžment“ (Tipurić, 2008.). Otvoreni i zatvoreni sustavi koji se javljaju u korporativnom upravljanju odražavaju značajne razlike. Naime, dok se otvoreni veže za visoku fragmentaciju vlasničke strukture te sukladno tome odvojenu kontrolu od vlasništva,

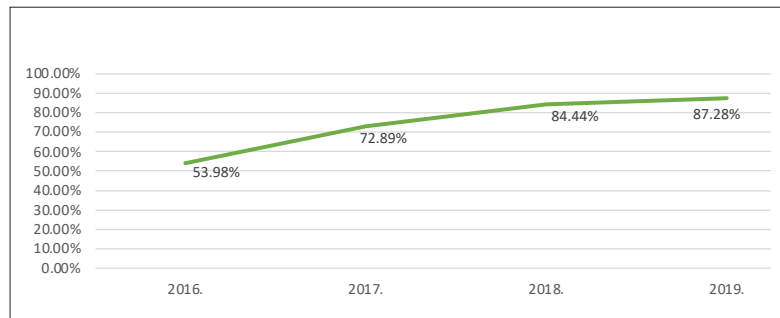
Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja
putem učinkovitog restrukturiranja
kroz stečaj

Grafikon 1. Udio vlasništva prvih 10% dioničara analiziranog poduzeća



Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2016.-2019.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgf.fina.hr/lavnaObjava/web/jsp/prijavakorisnika.jsp>.

zatvoreni sustav podrazumijeva kontrolu od strane malog broja dioničara (Tipurić, 2008.). S obzirom da u analiziranom poduzeću postoji manji broj dioničara koji posjeduju veće pakete dionica zaključuje se da pripada zatvorenom sustavu korporativnog upravljanja.

Grafikon 1 u nastavku prikazuje udio vlasništva prvih 10% dioničara analiziranog poduzeća u razdoblju od 2016. do 2019. godine i potvrđuje prethodno navedeno.

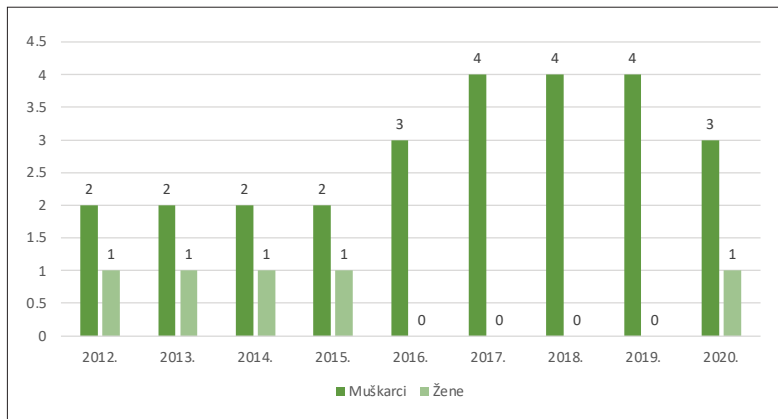
Grafikon 1., kroz cijeli promatrani period, prikazuje porast dioničara koji se nalaze u prvih 10% vlasništva te 2019. dosežu značajni udio od 87,28%. Prednost ovakve strukture vlasništva je u umanjenu agencijskog problema s obzirom da većinske dioničare karakterizira izravna kontrola rada menadžera. Takav sustav karakterizira odvojenost nadzorne i upravljačke uloge kroz dva zasebna odbora čija efikasnost rada znatno ovisi o broju njegovih članova. Naime, podrazumijeva se da u velikim poduzećima opseg i složenost poslova zahtijeva veći broj članova odbora nego što je to u slučaju malih poduzeća. Hrvatski nadzorni odbori moraju posjedovati barem 3 člana dok je određivanje najvećeg broja vezano uz temeljni kapital poduzeća, odnosno njegovu veličinu. Također, važno je da se nadzorni odbor sastoji od neparanog broja članova (Tušek i suradnici 2008.) te da ti članovi nisu članovi uprave kao niti članovi u više od 10 nadzornih odbora (Gorenc i suradnici, 2004.). Inverzna U-krivulja vjerodostojno opisuje

odnos broja članova i efektivnosti odbora. Prikazuje kako porastom broja članova raste efikasnost rada zbog veće količine znanja i raznih ideja, međutim nakon postizanja optimalnog broja članova, njihov daljnji rast rezultira problemima u koordinaciji i mogućim sukobima što smanjuje efikasnost (Tipurić, 2008.). Grafikon 2 i 3 u nastavku prikazuju brojeve i strukturu članova u upravi i nadzornom odboru analiziranog poduzeća u razdoblju od 2012. do 2020. godine. Članovi u upravi zaduženi su za upravljanje i vođenje poslovanja, dok nadzorni odbor ima funkciju nadzora i praćenja.

Grafikon 3 prikazuje kako se broj članova nadzornog odbora za period od 2012. do 2015. te 2017. godine razlikuje od prema Tušek i sur. (2008.) poželjnog neparanog broja članova. Također, uočava se znatan broj muškaraca u odnosu na žene kako u upravi tako i u nadzornom odboru što nije najpogodnije s obzirom da povećanje broja žena predstavlja smanjenje sukoba i povećanje kvalitete rada (Tipurić, 2015.). Iako se, u 2020. godini, uočava napredak i po tom pitanju. Također, od velike je važnosti posjedovanje stručnosti, odgovornosti, uključenosti te nezavisnosti, odnosno ključnih kompetencija, svih članova odbora. Glavna Skupština društva je od velikog značaja članovima Nadzornog odbora s obzirom da prilikom njenog održavanja dobivaju razrješnicu za svoj rad.

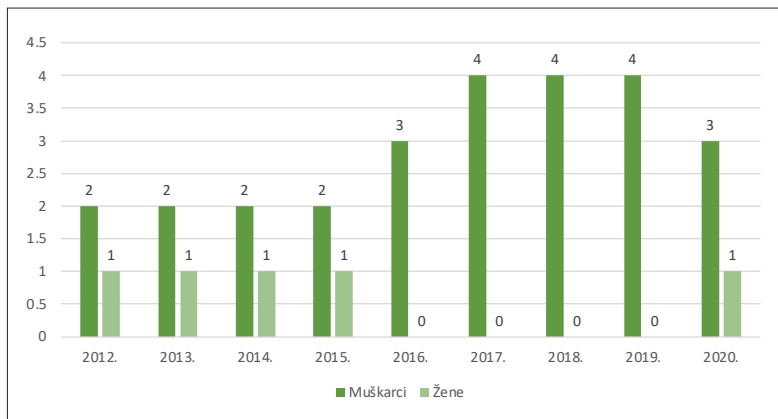
Iduća značajna komponenta koja uvelike utječe na uspjeh poslovanja su stimulativne naknade menadžmentu. Naime, uz fiksnu plaću koju primaju

Grafikon 2. Uprava analiziranog poduzeća u razdoblju od 2012. do 2020.



Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2012-2020.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjavaWeb/jsp/prijavaKorisnika.jsp>.

Grafikon 3. Nadzorni odbor analiziranog poduzeća u razdoblju od 2012. do 2020.



Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2012-2020.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjavaWeb/jsp/prijavaKorisnika.jsp>.

menadžeri u analiziranom poduzeću, iz provedenog intervjua doznato je da postoji i dio plaće koji je varijabilan te služi za dodatnu motivaciju i poticanje najboljih mogućih performansi. Najčešći paketi kompenzacija su udio u dobiti koji podrazumijeva isplatu određene svote novca na temelju ostvarenih rezultata te pogodnost za

dobivanje trezorskih dionica. Isto tako, utvrđuju se otpremnine, mirovinsko osiguranje, zdravstveno osiguranje te posebni benefiti.

Nadalje, izrazito bitni mehanizmi korporativnog upravljanja su odnos sa stakeholderima i korporativno izvještavanje. Za konkurentnost i uspjeh poduzeća, prema „G20/OECD Principles of

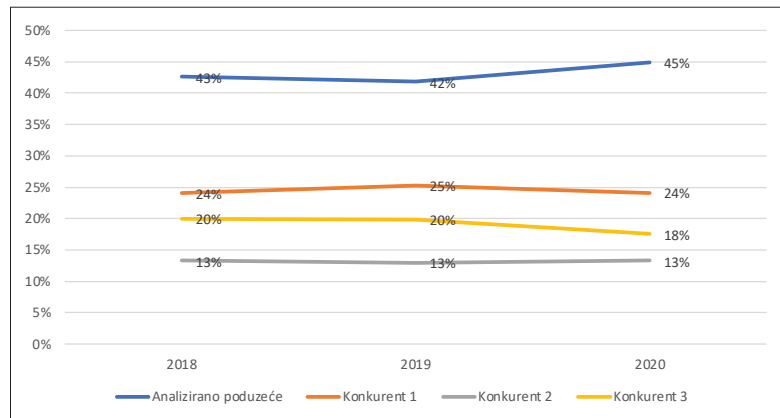
Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Hričač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Grafikon 4. Tržišni udio analiziranog poduzeća i konkurenata u razdoblju od 2018. do 2020. prema prihodima od prodaje



Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2018.-2020.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgf.fina.hr/lavnaObjavaWeb/jsp/prijavaKorisnika.jsp>.

Corporate Governance” (Organisation for Economic Co-Operation and Development, 2015.) ključni su investitori, zaposlenici, kreditori te dobavljači, odnosno njihova suradnja. Posjedovanje pouzdanih, relevantnih i pravodobnih informacija od ključne je važnosti za sve stakeholdere koji sudjeluju u korporativnom upravljanju. Odnos analiziranog poduzeća sa stakeholderima zadovoljavajući je, no postoji mjesta za napredak. Naime, uz poštivanje interesa vlasnika i menadžera, u cilju je i briga o svim zaposlenicima, kupcima kao i dobavljačima s kojima surađuju. Međutim, poduzeće nudi poprilično oskudne informacije što značajno utječe na njihovu transparentnost. Zadnja objavljena financijska izvješća koja se mogu pronaći na njihovoj službenoj stranici odnose se na 2015. godinu. Isto tako, na stranici se mogu pronaći dokumenti koji predstavljaju pozive na Skupštine zajedno sa priloženim prijedlozima mogućih odluka, međutim, nedostaju objave izglasanih odluka koje se nerijetko razlikuju od navedenih prijedloga. Dakle, analizirano poduzeće treba poraditi na svojoj transparentnosti s ciljem postizanja još uspješnijeg poslovanja. Naime, kako Kodeks korporativnog upravljanja (HANFA i Zagrebačka burza d.d., 2019.) navodi, pristup relevantnim informacijama o poduzeću od ključne je važnosti za sve potencijalne dioničare zbog ispravne procjene

poslovanja i donošenja odluke o ulaganju. Dakle, manjak informacija analiziranom poduzeću otežava privlačenje novih investitora.

Nadalje, u poduzeću se javlja pitanje zaštite manjinskih dioničara s obzirom na konsolidirano vlasništvo poduzeća. Strah od ulaganja malih dioničara potpuno je opravdan s obzirom da im je ostvarivanje vlastitih interesa ograničeno zbog nedovoljnog broja glasova koje imaju pojedinačno pa čak i skupno prilikom donošenja odluka. Međutim, analizirano poduzeće poštuje prava koja im pripadaju prema Zakonu o trgovačkim društvima. Navedeno se može potkrijepiti primjerom koji se dogodio 2019. godine. Naime, u poduzeću je došlo do spajanja dionica u omjeru 100:1, a dioničarima je bila ponuđena opcija prodaje ili otkupa po identičnoj cijeni. Sve informacije dobivene su pravovremeno, a cjelokupna procedura bila je u skladu sa Zakonom.

Isto tako, uz analizirane mehanizme, konkurencija je veoma važan aspekt kvalitete korporativnog upravljanja koji znatno utječe na uspješnost poduzeća. Tržište na neki način prisiljava usvajanje prakse korporativnog upravljanja koja će garantirati efikasnost kroz smjenu onog menadžmenta koji nije sposoban osigurati konkurentsku prednost (Tipurić, 2008.). Analizirano poduzeće veoma se

Tablica 1. Altman Z-score model za dvije podružnice u razdoblju od 2007. do 2009. godine

NAZIV POKAZATELJA	FORMULA	PONDER	Podružnica 1			Podružnica 2		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009
X1	$\frac{\text{Radni kapital}}{\text{Ukupna imovina}}$	6,56	-0,218	-0,092	-0,394	-1,174	-0,924	-5,900
X2	$\frac{\text{Zadržana dobit}}{\text{Ukupna imovina}}$	3,26	0,000	0,000	0,000	0,541	0,758	0,000
X3	$\frac{\text{Zarade prije kapata i poreza (EBIT)}}{\text{Ukupna imovina}}$	6,72	0,445	0,324	-0,189	0,638	0,455	-0,068
X4	$\frac{\text{Tržišna vrijednost glavnice}}{\text{Ukupne obveze}}$	1,05	0,358	0,274	0,390	0,534	0,615	0,574
ALTMAN Z-SCORE	$X1*6,56 + X2*3,26 + X3*6,72 + X4*1,05$		0,585	0,505	-0,193	0,540	0,905	-5,393

Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2007:2009.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava/web/jsp/prijavaKorisnika.jsp>

uspješno bori sa svojom konkurencijom bez obzira na njihovu veličinu i snagu.

Grafikon u nastavku prikazuje tržišni udio odabranog poduzeća u usporedbi sa njegovim glavnim konkurentima.

Grafikon 4 prikazuje tri glavna konkurenta analiziranog poduzeća te je vidljivo kako u odnosu na njih, zauzima veoma značajan tržišni položaj koji sve više proširuje.

Nastavak rada prikazuje financijsku analizu koja potvrđuje učinkovito provedeno restrukturiranje i uspješnost poslovanja poduzeća.

5. Rezultati analize poslovanja i diskusija

5.1. Financijska analiza kao sredstvo praćenja uspješnosti restrukturiranja

U nastavku su, na primjeru odabranog poduzeća, analizirani Altman Z-score model te BEX model u razdoblju od 2007. do 2009. što predstavlja razdoblje prije ulaska u stečaj te od 2012. do 2019. godine što se odnosi na razdoblje nakon izlaska iz stečaja.

5.1.1. Altman Z-score model

Tablica 1 prikazuje kako se još 2007. godine, u obje

podružnice, moglo uvidjeti izrazito loše poslovanje. Naime, vrijednost Altman Z-scora iznosila je manje od 1,10 što ukazuje na 95%-tnu vjerojatnost ulaska u stečaj. Navedeno nam govori kako u ovome slučaju neuspjeh nije došao preko noći već su se znakovi mogli prepoznati mnogo ranije. Iduća tablica 2 odnosi se na Altman Z-score model za odabrano poduzeće nakon izlaska iz stečaja.

Izlaskom iz stečaja, 2012. godine, analizirano poduzeće počinje poslovati mnogo organiziranije, međutim i dalje se nalazilo u sivom području koje je predstavljalo mogućnost ponovnog otvaranja stečajnog postupka u roku od 2 godine ukoliko se ne krene sa dodatnim unapređenjima. S obzirom da je kvaliteta poslovanja iz godine u godinu rasla, zabrinutost za stečaj se znatno smanjivala. 2015. godine poduzeće je ostvarilo rezultate koji su ga klasificirali u kategoriju sigurnog i uspješnog poslovanja sa veoma malom mogućnošću ponavljanja prethodnog stanja. 2019. godinu obilježava nešto niža vrijednost u usporedbi sa prethodne dvije, zbog smanjenja kratkotrajne imovine koja nije bila praćena smanjenjem kratkoročnih obveza. Bez obzira na navedeno, pripadajuća vrijednost svejedno je odraz učinkovitog i uspješnog poslovanja.

Mrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Tablica 2. Altman Z-score model za odabrano poduzeće u razdoblju od 2012. do 2019. godine

NAZIV POKAZATELJA	FORMULA	PONDER	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
X1	$\frac{\text{Radni kapital}}{\text{Ukupna imovina}}$	6,56	1,213	1,243	1,267	1,942	1,548	2,520	2,096	1,148
X2	$\frac{\text{Zadržana dobit}}{\text{Ukupna imovina}}$	3,26	-0,127	-0,125	-0,099	-0,039	-0,111	-0,034	0,063	0,152
X3	$\frac{\text{Zarade prije kapata i poreza (EBIT)}}{\text{Ukupna imovina}}$	6,72	0,075	0,199	0,156	0,327	0,350	1,014	1,176	1,069
X4	$\frac{\text{Tržišna vrijednost glavnice}}{\text{Ukupne obveze}}$	1,05	0,552	0,600	0,594	1,079	0,696	0,761	0,739	0,594
ALTMAN Z-SCORE	$X1*6,56 + X2*3,26 + X3*6,72 + X4*1,05$		1,713	1,916	1,919	3,309	2,484	4,261	4,074	2,963

Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2012.-2019.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjavaWeb/jsp/prijavaKorisnika.jsp>

5.1.2. BEX model

BEX model prikazuje nešto drugačiju sliku od Altman Z-score modela koji je još 2007. godine predvidio stečaj. Prema ovom modelu i njegovim referentnim vrijednostima, za podružnicu 1, 2007. i 2008. godina prikazuje se vrlo dobro poslovanje, dok je podružnicu 2 obilježavalo granično područje poslovanja. Tek 2009. godina prikazuje izrazito loše poslovanje i neizbježan ulazak u stečajni postupak za cijelo poduzeće. Ovakve razlike u rezultatima modela sugeriraju potrebu uzastopnog analiziranja više različitih financijskih modela kako bi se mogli donijeti ispravni i jasni zaključci o uspješnosti poslovanja.

BEX model po izlasku iz stečaja, u 2012. i 2013. godini prikazuje

granično područje poslovanja, odnosno navedene godine obilježava pozitivna izvrsnost koja zahtjeva određena unapređenja. U 2014. godini, prema referentnim vrijednostima modela, poduzeće bilježi dobro poslovanje, dok se 2015. i 2016. karakterizira kao vrlo dobro. Analizirano poduzeće je iz godine u godinu nastavilo sa konstantnim unapređenjima što ga je dovelo do ranga poznatog kao poslovna izvrsnost koja se prema primijenjenom modelu naziva svjetska klasa. U tu kategoriju pripadaju poduzeća vrhunskih rezultata koja se također mogu očekivati i u naredne četiri godine ako se unapređenja i dalje kontinuirano provode.

Tablica 3. BEX model za dvije podružnice u razdoblju od 2007. do 2009. godine

NAZIV POKAZATELJA	FORMULA	PONDER	Podružnica 1			Podružnica 2		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009
X1 - profitabilnost	$\frac{\text{Zarade prije kamata i poreza (EBIT)}}{\text{Ukupna aktiva}}$	0,388	0,026	0,019	-0,011	0,037	0,026	-0,004
X2 - stvaranje vrijednosti	$\frac{\text{Neto poslovna dobit}}{\text{Vlastiti kapital} * \text{Trošak vlastitog kapitala}}$	0,579	2,148	2,595	-2,245	-0,165	0,307	-2,170
X3 - likvidnost	$\frac{\text{Radni kapital}}{\text{Ukupna aktiva}}$	0,153	-0,005	-0,002	-0,009	-0,027	-0,022	-0,138
X4 - financijska snaga	$\frac{5 * (\text{Neto dobit} + \text{Amortizacija} + \text{Deprecijacija})}{\text{Ukupne obveze}}$	0,316	0,158	0,112	0,036	0,231	0,136	-0,063
BEX MODEL	$X1*0,388 + X2*0,579 + X3*0,153 + X4*0,316$		2,326	2,723	-2,229	0,075	0,448	-2,375

Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2007.-2009.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjavaWeb/jsp/prijavaKorisnika.jsp>

Tablica 4. BEX model za analizirano poduzeće u razdoblju od 2012. do 2019. godine

NAZIV POKAZATELJA	FORMULA	PONDER	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
X1 - profitabilnost	$\frac{\text{Zarade prije kamata i poreza (EBIT)}}{\text{Ukupna aktiva}}$	0,388	0,004	0,011	0,009	0,019	0,020	0,059	0,068	0,062
X2 - stvaranje vrijednosti	$\frac{\text{Neto poslovna dobit}}{\text{Vlastiti kapital} + \text{Trošak vlastitog kapitala}}$	0,579	0,430	0,835	1,139	1,988	3,244	18,768	23,971	56,256
X3 - likvidnost	$\frac{\text{Radni kapital}}{\text{Ukupna aktiva}}$	0,153	0,028	0,029	0,030	0,045	0,036	0,059	0,049	0,027
X4 - financijska snaga	$\frac{5 * (\text{Neto dobit} + \text{Amortizacija} + \text{Deprecijacija})}{\text{Ukupne obveze}}$	0,316	0,013	0,044	0,086	0,207	0,147	0,429	0,452	0,461
BEX MODEL	$X1*0,338 + X2*0,579 + X3*0,153 + X4*0,316$		0,476	0,919	1,263	2,259	3,448	19,315	24,539	56,805

Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2012.-2019.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava/web/jsp/prijavaKorisnika.jsp>.

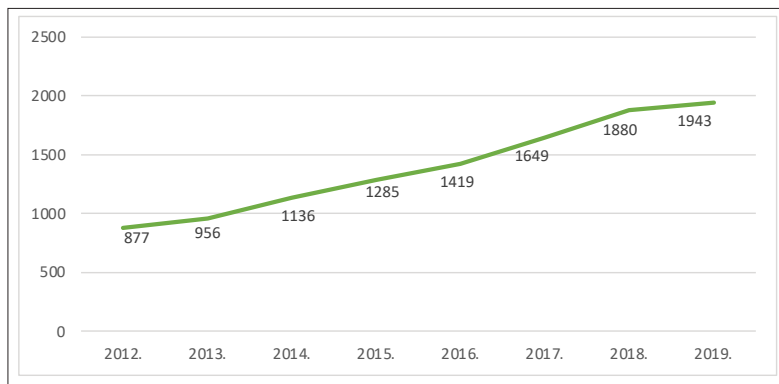
5.2. Prednosti od uspješnog restrukturiranja i preporuke za druga poduzeća

Analizirano poduzeće je poduzeće koje je po izlasku iz stečajnog postupka do danas, na temelju uspješnog restrukturiranja, uspjelo ostvariti uspješne rezultate od kojih koristi nemaju samo vlasnici kroz porast vrijednosti već cjelokupno njegovo okruženje.

Veoma bitna korist koju ima zajednica od ovog uspješnog primjera restrukturiranja je povećanje radnih mjesta. Iz grafikona 5 u nastavku prikazat će se porast broja zaposlenika u analiziranom poduzeću od 2012. do 2019. godine.

Grafikon 5 prikazuje udvostručenje radnih mjesta u analiziranom

Grafikon 5. Broj zaposlenika u analiziranom poduzeću u razdoblju od 2012. do 2019.



Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2012.-2019.). Godišnja financijska izvješća. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava/web/jsp/prijavaKorisnika.jsp>

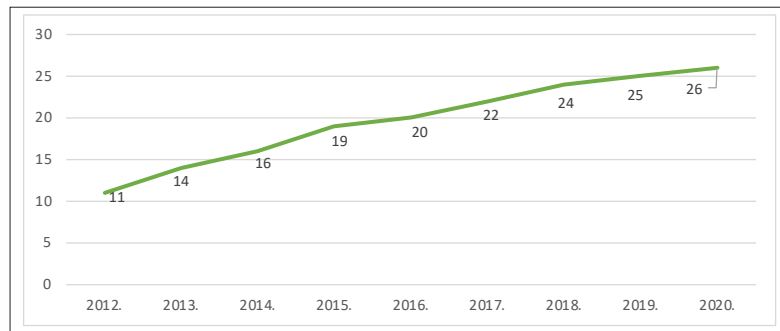
sedmogodišnjem razdoblju što znatno utječe na zaposlenike i njihov dohodak. Isto tako, plaće su u istom periodu narasle za 40-50%. Nadalje, kvalitetan rad odabranog poduzeća doprinosi i mjestima u kojima se nalaze prodajni centri s obzirom da doprinose njihovom razvoju. Od 2012. do 2020. godine broj prodajnih prostora analiziranog poduzeća narastao je 136%.

Također, koristi od ovakvog uspješnog restrukturiranja i poslovanja imaju i kupci analiziranog poduzeća s obzirom da im se pružaju iznimno kvalitetni proizvodi po nižoj cijeni od konkurenata. Navedeno dokazuje i primljena nagrada "Best Buy Award" koja se dodjeljuje za pružanje proizvoda i usluga koji zadovoljavaju stroge standarde kvalitete uz razumnu cijenu (Službena stranica analiziranog poduzeća, 2021.). Nadalje, kupci imaju mogućnost iskorištavanja svih pogodnosti koje pruža kartica vjernosti, kao što su: besplatna 24 satna najamnima prikolica za sve kupnje više od 2000 kn, posebni popusti u lokalima, uvid i kontrola svih računa, jeftinije punjenje goriva na Crodux pumpama, petogodišnje garancije... (Službena stranica analiziranog poduzeća, 2021.). Isto tako, analizirano poduzeće još od 2014. godine osigurava mnogobrojne donacije i

Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Grafikon 6. Broj prodajnih prostora analiziranog poduzeća u razdoblju od 2012. do 2020..



Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2012.-2019.). Godišnja financijska izvješća. <http://tgf.fina.hr/lavnaObjava/web/jsp/prijavaKorisnika.jsp>.

sponzorstva za sportske, kulturne i humanitarne udruge te za pojedince. Donacije provodi u novčanom obliku ili u naturi donirajući trgovačku robu (Službena stranica analiziranog poduzeća, 2021).

Država također ima pogodnosti od rada analiziranog poduzeća kroz pad nezaposlenosti, razvitak lokalnih zajednica te poreze koje poduzeće plaća. Ovo

restrukturiranje znatno utječe i na poduzeća u sličnim problemima koja ovaj primjer mogu iskoristiti kao vodilju za cjelokupni proces restrukturiranja kroz stečaj i ostvarivanje ponovnog uspjeha. Grafikon 7 u nastavku prikazuje spoznaje i preporuke proizašle iz ovog istraživanja, dok Grafikon 8 prikazuje ključne razloge uspješnog restrukturiranja analiziranog poduzeća.

Grafikon 7. Spoznaje i preporuke

1. SPOZNAJA	<ul style="list-style-type: none"> • problemi u poslovanju nastaju znatno ranije nego što se manifestiraju pojavni oblici, postoje indikatori ranog upozorenja
PREPORUKA	<ul style="list-style-type: none"> • potrebne su konstante analize kvalitete poslovanja; veoma je važno praćenje svih finansijskih pokazatelja koji mogu biti dobar alarm da je nešto krenulo po zlu -> skupni pokazatelji poput Altman Z-score modela i BEX modela pravovremeno uočavaju egzistencijalnu opasnost
2. SPOZNAJA	<ul style="list-style-type: none"> • ukoliko poduzeće ne uspije riješiti svoje probleme pravovremenim restrukturiranjem biti će primorano započeti stečajni postupak
PREPORUKA	<ul style="list-style-type: none"> • stečaj je moguće izbjeći pokretanjem predstečajnog postupka; na taj način vjerovnici prihvaćaju predstečajni sporazum kojim se određuje način njihova namirenja, a pozitivno je što društvom i dalje upravlja uprava, a ne stečajni upravitelj
3. SPOZNAJA	<ul style="list-style-type: none"> • ukoliko se ne iskoristi mogućnost predstečajne nagodbe poduzeće ulazi u stečaj
PREPORUKA	<ul style="list-style-type: none"> • zajedno sa stečajnim upraviteljem poduzeće bi trebalo proučiti mogućnost "restrukturiranja u stečaju" - postupak koji omogućava nastavak poslovanja
4. SPOZNAJA	<ul style="list-style-type: none"> • prosjek očuvanja knjigovodstvene vrijednosti na temelju "restrukturiranja u stečaju" = 80 do 91% • prosjek očuvanja knjigovodstvene vrijednosti na temelju klasičnog stečajnog postupka = 35%
PREPORUKA	<ul style="list-style-type: none"> • izrada kvalitetnog plana namirenja vjerovnika koji će biti prihvaćen; uspješni primjeri: 1) stjecanje vlasništva nekretnina ili mogućnost njihova unovčavanja 2) zamjena potraživanja za udjele u restrukturiranom poduzeću
5. SPOZNAJA	<ul style="list-style-type: none"> • ukoliko poduzeće isходи pozitivnu ocjenu za namirenje svojih vjerovnika potrebno je ispočetka pokrenuti poslovanje koje će osigurati rast i uspjeh
PREPORUKA	<ul style="list-style-type: none"> • neophodna je dubinska analiza uzroka koji su primarno doveli do stečaja i njihovo potpuno iskorjenje + uspostava kvalitetnog korporativnog upravljanja čije je rezultate moguće pratiti kroz kontinuiranu finansijsku analizu

Izvor: izrada autora na temelju provedenog istraživanja

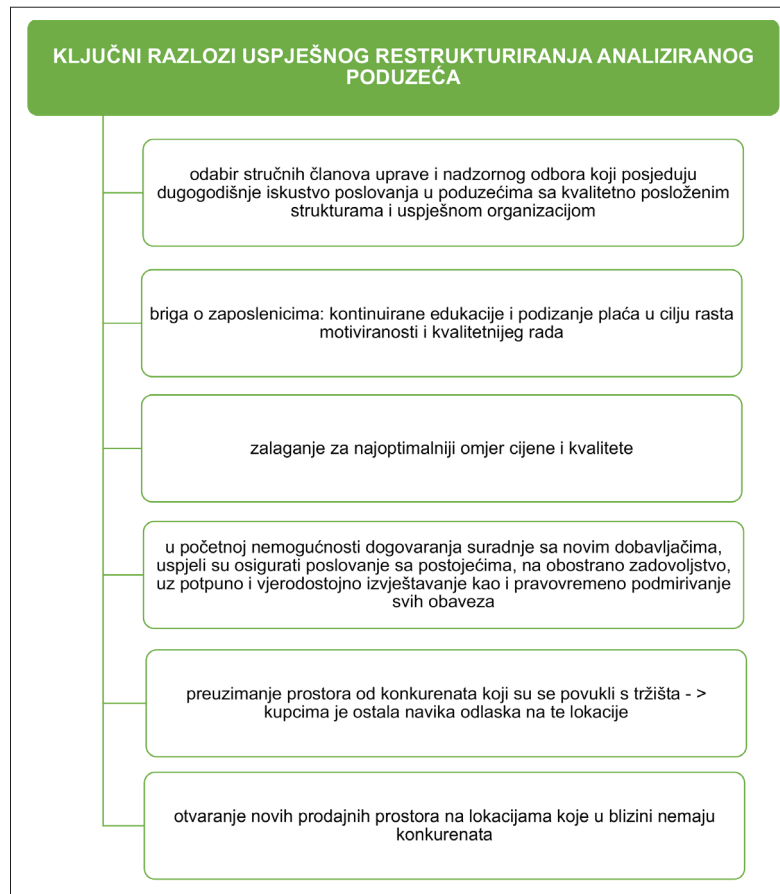
Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja
putem učinkovitog restrukturiranja
kroz stečaj

Grafikon 8. Ključni razlozi uspješnog restrukturiranja analiziranog poduzeća



Izvor: izrada autora na temelju provedenog istraživanja u analiziranom poduzeću.

6. Zaključak

U ovome radu stavljen je naglasak na uspješnu primjenu mogućnosti restrukturiranja poduzeća i nakon ulaska u stečajni postupak. Kao što je prethodno spomenuto, ovakva se praksa u Republici Hrvatskoj još uvijek relativno rijetko koristi, a glavni razlozi su što se većina poduzeća koja uđe u stečaj bavi neisplativim aktivnostima koje nemaju gospodarski potencijal. Isto tako, struktura vjerovnika

je u pravilu takva da većinu, prema iznosu tražbina, čine financijske institucije čije su tražbine osigurane različnim pravima pa se kao takvi prioriteto namiruju iz prodaje nekretnina odnosno druge imovine na kojoj imaju razlučno pravo. Praksa govori kako je za takve vjerovnike brži način namirenja kroz prodaju imovine nego iz poslovanja čija je ekonomski održiva isplativost na tržištu uvijek upitna. S obzirom da odluka o stečajnom planu uglavnom ovisi o glasovima vjerovnika, restrukturiranje je za sada

još uvijek iznimka. Samim time, glavno ograničenje ovog rada je što u Republici Hrvatskoj nema mnogo poduzeća koja su uspješno prošla kroz proces kroz koji je prošlo analizirano poduzeće. Sukladno tome, nije dovoljno dostupno, niti jednostavno komparirati sa sličnim provedenim procesima te istražiti podudaraju li se određeni navedeni koraci koji su provedeni u analiziranoj poduzeću sa drugim poduzećima u sličnim situacijama. Za daljnja istraživanja ovoga područja preporuča se istražiti i strana tržišta, gdje je ovakva praksa češća od klasičnog stečajnog postupka te pritom proučiti i komparirati rezultate i spoznaje. Analizirani primjer prikazao nam je kako nekvalitetno korporativno upravljanje utječe na financijske rezultate koji odražavaju veoma loše stanje poslovanja. Naime, kroz interne i eksterne mehanizme prikazano je koliko je uspostava korporativnog upravljanja neophodna za dugoročno održivo poslovanje.

Kvalitetna struktura odbora, pravedne naknade menadžmentu, ispravan odnos sa stakeholderima, vjerodostojno kvalitetno izvještavanje, poštivanje zakonodavnog i regulatornog okvira kao i briga o manjinskim dioničarima te uspješna i pravedna borba s konkurencijom presudne su za uspjeh poduzeća. Prethodno navedene spoznaje i preporuke mogu poslužiti svim menadžerima kao preventivan alat sprečavanja neuspjeha u poslovanju. Također, ključno je da se na krizu ne gleda isključivo kao nepovoljnu situaciju već kao na priliku za još uspješnije poslovanje. Svakako, restrukturiranje kroz stečaj i ponovni rast poslovanja izrazito je zahtjevan proces, međutim, brojni stakeholderi imaju prednosti od njega pa shodno tome restrukturiranje poslovanja ne bi trebalo biti u interesu isključivo vlasnicima već i velikom broju primarnih i sekundarnih stakeholdera.

Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja putem učinkovitog restrukturiranja kroz stečaj

Literatura

ASX Corporate Governance Council (2019). *Corporate Governance Principles and Recommendations: 4th Edition*. Australian Securities Exchange. Dostupno na: <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cgc-principles-and-recommendations-fourth-edn.pdf> (12.12.2024.).

Barbić, J. (1996). *Preustroj dužnika u stečaju*. In Andrijić, I. (Ed.), Zbornik radova: Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i prakse. Zagreb: Inženjerski biro, 7-38.

Bogdan, S., Bareša, S., & Hadina, V. (2019). Testiranje primjenjivosti Altmanovog Z-score modela za predviđanje stečaja u Republici Hrvatskoj. *Notitia - časopis za ekonomske, poslovne i društvene teme*, 5(1), 31-46. <https://doi.org/10.32676/n.5.1.4>

Bubbico, R., Giorgino, M., & Monda, B. (2012). The impact of Corporate Governance on the market value of financial institutions: empirical evidences from Italy. *Social Science Research Network*, 2(7), 1-15.

Downey, J. (2009). *Corporate turnaround*. London: Chartered Institute of Management Accountant. As cited in Malačić, N. & Malačić, I. (2016). *Key factors for successful financial and business restructuring model and Slovenian companies case studies*. In Majcen, B. (Ed.). Occasional paper series. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja = Institute for Economic Research, 23.

European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (2009). *Restructuring in bankruptcy: recent national case examples*. Dostupno na: https://www.eurofound.europa.eu/sites/default/files/ef_files/docs/erm/tn0908026s/tn0908026s.pdf (12.12.2024.).

European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (2013). *Restructuring in SMEs: Sweden*. Dostupno na: <https://www.eurofound.europa.eu/system/files/2021-05/EF124716EN.pdf> (12.12.2024.).

- Financijska agencija (2007-2020). *Godišnja financijska izvješća*. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava/web/jsp/prijavaKorisnika.jsp> (12.12.2024.).
- Gorenc, V., Slakoper, Z., Filipović, V., & Brnakić, V. (2004). *Komentar Zakona o trgovačkim društvima*. Zagreb: RRIFplus.
- HANFA i Zagrebačka burza d.d. (2019). *Kodeks korporativnog upravljanja*. Zagreb: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga i Zagrebačka burza d.d. Dostupno na: https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/corp_governance/2019%20-%20ZSE%20Kodeks%20Korporativnog%20Ulaganja.pdf (12.12.2024.).
- Jozić, F. (2002). Ozdravljenje i restrukturiranje Hrvatskih poduzeća. *Ekonomija/ Economics*, 9(1), 97-110.
- Kereta, J., & Barišić, D. (2019). Predviđanje predstečaja odabranog poduzeća temeljem izračuna Altmanovog Z-score pokazatelja i BEX pokazatelja. *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo*, 9(2), 20-34.
- Kieselbach, T., Nielsen, K., & Triomphe, C.E. (2010). *Psychosocial risks and health effects of restructuring: Background paper*. European Commission. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=6245&langId=en> (12.12.2024.).
- Liang, D., Lu, C., Tsai, C., & Shih, G. (2016). Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study. *European Journal of Operational Research*, 252(2), 561-572. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2016.01.012>
- LoPucki, L., & Doherty, J. (2007). Bankruptcy Fire Sales. *Michigan Law Review*, 106(1), 1-59.
- Malačić, N. & Malačić, I. (2016). *Key factors for successful financial and business restructuring model and Slovenian companies case studies*. In Majcen, B. (Ed.). Occasional paper series. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja = Institute for Economic Research, 1-54.
- OECD Publications (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD.
- Olajitan, O. (2024). *Navigating Change: Understanding the Impact of Organizational Restructuring of Employees' Well-being*. Wellness Works Canada.
- Parnes, D. (2011). Corporate Governance and Corporate Creditworthiness. *Journal of Risk and Management*, (1), 1-42. <https://doi.org/10.3390/jrfm4010001>
- Persson, J., & Broman, I. (2023). Trosa Tryckeri, Sweden. Dostupno na: <https://static.eurofound.europa.eu/casestudy/trosa-tryckeri-sweden.pdf> (12.12.2024.).
- Sajter, D. (2010). Procedura i praksa restrukturiranja u stečaju u Republici Hrvatskoj. In Bačić, A. (Ed.), *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu*. Split: Sveučilište u Splitu, Pravni fakultet Split, 729-744.
- Song, H., & Zhao, X. (2024). The unexpected consequences of company bankruptcy: An investigation into the spillover effect of local economic liquidation. *Finance Research Letters*, 61, 104992. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.104992>
- Stečajni zakon (2017). *Narodne novine*, 104/17.
- Tipurić, D. (2008). *Korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija.
- Tipurić, D. (2008). *Nadzorni odbor i korporativno upravljanje*. Zagreb: Sinergija.
- Tipurić, D. (2015). *Korporativno upravljanje u Hrvatskoj: Ocjena kvalitete korporativnog upravljanja hrvatskih dioničkih društva SEECGAN metodologijom*. Zagreb: CIRU.
- Tušek, B., Filipović, D., & Pokrovac, I. (2008). Uloga revizijskog odbora u povećanju efikasnosti eksternih i internih mehanizama korporativnog upravljanja. In Pavković, A. (Ed.), *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*. Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb, 224-240.
- Yang, S. A., Birge, J. R., & Parker, R. P. (2015). The Supply Chain Effects of Bankruptcy. *Management Science*, 61(10), 2320-2338. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.2014.2079>

Zenzerović, R., & Peruško, T. (2006). Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja. *Economic Research - Ekonomska istraživanja*, 19(2), 132-151.

Žager K., Sačar I., Sever S., & Žager L. (2008). *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Hrkač, L., Labaš, D.

Osiguranje uspješnog poslovanja
putem učinkovitog restrukturiranja
kroz stečaj

