



2024.

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

- **Goran Nikolić, Jelena Zvezdanović Lobanova**
DA LI SE TREND RELATIVNOG EKONOMSKOG OPADANJA EU MOŽE ZAUSTAVITI?
- **Stefan Vržina**
PORESKI ASPEKT STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA: ULOGA PORESKIH RAJEVA
- **Edin Glogić**
MENADŽMENT RIZIKA I FORENZIČKO RAČUNOVODSTVO U USLOVIMA INFLACIJE
- **Branko Ljutić**
EVROPSKA DIREKTIVA O KORPORATIVNOM IZVEŠTAVANJU O ODRŽIVOSTI I NJENE IMPLIKACIJE ZA KOMPANIJE VAN EVROPSKE UNIJE

Godina LXXIX • Broj 4-6/2024 • Beograd
ISSN 3009-4305
UDK 336



REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA
BEOGRADSKA BANKARSKA
AKADEMIJA

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXXIX

Broj: 4-6/2024

Izdavači

Ministarstvo finansija Republike Srbije
Beograd, Kneza Miloša 20
www.mfin.gov.rs

Beogradska bankarska akademija –
Fakultet za bankarstvo, osiguranje i
finansije
Beograd, Zmaj Jovina 12,
www.bba.edu.rs

Za izdavače

Siniša Mali,
ministar finansija Republike Srbije

Hasan Hanić,
predsednik Beogradske bankarske
akademije

Glavni urednik

Prof. dr Dejan Erić

Zamenik glavnog urednika

Ana Pančić

Redakcioni odbor

Almir Alihodžić, Ekonomski fakultet, Zenica (Bosna i Hercegovina)

Mihail Arandarenko, Ekonomski fakultet, Beograd

Mladenka Balaban, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Petar Đukić, Tehnološko-metalurški fakultet, Beograd

Veroljub Dugalić, Ekonomski fakultet, Kragujevac

Nikola Fabris, Ekonomski fakultet, Beograd

Gordana Ilić Popov, Pravni fakultet, Beograd

Tatjana Jovanić, Pravni fakultet, Beograd

Nebojša Jovanović, Pravni fakultet, Beograd
Željko Jović, Ekonomski fakultet, Beograd
Radislav Jovović, Univerzitet Mediteran, Podgorica (Crna Gora)
Jelena Kočović, Ekonomski fakultet, Beograd
Emira Kozarević, Ekonomski fakultet, Tuzla (Bosna i Hercegovina)
Ivana B. Ljutić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Srdjan Marinković, Ekonomski fakultet, Niš
Dobrosav Milovanović, Pravni fakultet, Beograd
Marija Pantelić, Ekonomski fakultet, Beograd
Dušan Popović, Redovni profesor, Pravni fakultet, Beograd
Saša Popović, Ekonomski fakultet, Podgorica (Crna Gora)
Antonio Duarte Portugal, Ekonomski fakultet, Koimba (Portugal)
Mirjana Radović, Privredna akademija, Novi Sad
Srđan Redžepagić, Institut za ekonomiju i menadžment, Univerzitet Azurne obale,
Nica (Francuska)
Adnan Rovčanin, Redovni profesor, Ekonomski fakultet, Sarajevo (Bosna i
Hercegovina)
Nikola Stakić, Vanredni profesor, Univerzitet Singidunum, Beograd
Miroslav Todorović, Ekonomski fakultet, Beograd
Darko Vuković, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Aleksandar Zdravković, Institut ekonomskih nauka, Beograd
Branko Živanović, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Urednici

Duško Bodroža, Institut ekonomskih nauka, Beograd
Milica Bugarčić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Mališa Đukić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Zoran Grubišić, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Hasan Hanić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Sekretar redakcije

Ivana B. Ljutić, Beogradska bankarska akademija, Beograd

Redakcija

Beogradska bankarska akademija
Zmaj Jovina 12, 11000 Beograd
casopisfinansije@bba.edu.rs
tel: 011/2621 730, 065/2621 730

Lektor

Jasmina Knežević

Štampa

Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije
Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

*Prvi broj časopisa FINANSIJE izašao je 26. januara 1946. godine.
Od 1. maja 1949. godine, osnivač časopisa je Savezno ministarstvo finansija.
Od 1. januara 2003. godine, prava osnivača i izdavača časopisa preuzima
Ministarstvo finansija Republike Srbije.*

*Počev od 2023. godine, izdavači časopisa su Ministarstvo finansija Republike Srbije i
Beogradska bankarska akademija – Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd.*

Časopis izlazi dva puta godišnje.

Copyright©2024 by Ministarstvo finansija Republike Srbije i Beogradska bankarska
akademija.

Sva prava zadržana.

ČASOPIS FINANSIJE

Dragi i poštovani čitaoci,

Veliko mi je zadovoljstvo da vam predstavim drugi ovogodišnji broj našeg časopisa Finansije. Na početku moram da iznesem činjenicu koja nas sve u uredništvu posebno raduje, a to je da se javljaju novi autori sa vrlo atraktivnim i aktuelnim temama. Pored toga, širi se područje naučnog interesovanja, nove i do sada na našim prostorima nedovoljno istražene oblasti. Podsećamo da je naš časopis otvoren za sve, kako ugledne i iskusne, tako i mlađe i neafirmisane autore. Drugim rečima, sve koji mogu da daju svoj doprinos podizanju ugleda i značaja časopisa. Molim sadašnje i buduće autore da vode računa i pridržavaju se Uputstva za autore radova koje se nalazi na sajtu. Posebno ističemo da smo implementirali izvesne izmene u Uputstvu, pa vas molimo da se detaljno upoznate sa njim pre slanja radova.

U okviru ovoga broja imaćete prilike da se upoznate sa dva rada koja dotiču aktuelna pitanja kako u EU, tako i našoj zemlji – analiza trenda relativnog ekonomskog opadanja EU i evropske direktive o korporativnom izveštavanju o održivosti van EU. Pored toga, moći ćete da pročitate rad o poreskim aspektima stranih direktnih investicija u svetlu uloge “poreskih rajeva”. Konačno, jedan od radova dotiče, takođe, zanimljivu temu – menadžment rizika i forenzičko računovodstvo u uslovima inflacije. Uživajte u čitanju, istraživanju i analizama, bar do narednog broja!

U Beogradu, januara 2025. godine

Glavni urednik

FINANSIJE

Časopis za teoriju i praksu finansija

Godina LXXIX, br. 4-6/2024

SADRŽAJ

**DA LI SE TREND RELATIVNOG EKONOMSKOG OPADANJA EU
MOŽE ZAUSTAVITI? 1-16**

Goran NIKOLIĆ

Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA

**PORESKI ASPEKT STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA: ULOGA
PORESKIH RAJEVA..... 17-32**

Stefan VRŽINA

**MENADŽMENT RIZIKA I FORENZIČKO RAČUNOVODSTVO U
USLOVIMA INFLACIJE 33-51**

Edin GLOGIĆ

**EVROPSKA DIREKTIVA O KORPORATIVNOM IZVEŠTAVANJU
O ODRŽIVOSTI I NJENE IMPLIKACIJE ZA KOMPANIJE VAN
EVROPSKE UNIJE..... 52-65**

Branko LJUTIĆ

FINANCE

Journal for the theory and practice of finance

79 years, No. 4-6/2024

CONTENTS

CAN THE EU'S RELATIVE ECONOMIC DECLINE BE STOPPED?..... 1-16

Goran NIKOLIĆ

Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA

**TAX ASPECT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENTS: THE ROLE OF
TAX HAVENS 17-32**

Stefan VRŽINA

**RISK MANAGEMENT AND FORENSIC ACCOUNTING UNDER THE
INFLATIONARY CONDITIONS 33-51**

Edin GLOGIĆ

**THE EUROPEAN DIRECTIVE ON CORPORATE SUSTAINABILITY
REPORTING AND ITS IMPLICATIONS FOR COMPANIES OUTSIDE
THE EUROPEAN UNION" 52-65**

Branko LJUTIĆ

DA LI SE TREND RELATIVNOG EKONOMSKOG OPADANJA EU MOŽE ZAUSTAVITI?

Goran NIKOLIĆ¹

Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA²

* Odgovorni autor E-mail: jzvezdanovic@idn.org.rs

Apstrakt

Koristeći bazu podataka MMF, izračunali smo prosečne diskretne stope rasta BDP-a EU počevši od formalnog osnivanja unije 1993. Na osnovu iste baze podataka došli smo i do dinamike relativnog udela EU u globalnom BDP-u. Iste pokazatelje izračunali smo i za preostale dve najveće svetske ekonomije: američku i kinesku. Potom smo uradili projekcije budućeg kretanja BDP-a EU, baznog koji je prognoza MMF-a, kao i poželjnog koji je dat u studiji Budućnost evropske kompetitivnosti Marija Dragija. Pošli smo od pretpostavke o ubrzanju rasta BDP-a EU na 2,5% prosečno godišnje, te projekcije MMF-a od dinamici BDP-a SAD i Kine 'produžili' i na period 2029-2038., zadržavajući prognoziranu (nominalnu i realnu) stopu rasta za obe ekonomije iz poslednje godine pomenute projekcije. Pod tim uslovima, EU bi preokrenula trend opadanja svog udela u američkom BDP-u, dok bi se opadanje učešće evropskog BDP-a u kineskom i globalnom BDP-u usporilo.

Ključne reči: EU, BDP, rast, projekcija 2024-2038, produktivnost

JEL: E15, F17, F52, H74

¹ Goran Nikolić, naučni savetnik, Institut za evropske studije, Trg Nikole Pašića 11, Beograd, 0642298140, goranvnikolic@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0001-9312-2194>

² Jelena Zvezdanović Lobanova, naučna saradnica, Institut društvenih nauka, Kraljice Natalije 45, Beograd, 0642929617, jzvezdanovic@idn.org.rs, <https://orcid.org/0000-0003-3159-3331>

UVOD

Opadanje globalne konkurentnosti privrede EU traje decenijama, ali su negativne posledice pandemije Kovida, konflikta u Ukrajini, te pojačavanje 'trgovinskih nesuglasica' sa Pekingom, dodatno pogoršale stanje. Pojačana globalna kompeticija dovela je do intenziviranja napora administracija u Briselu, kao i u zemljama članicama EU, da se detektuju problemi i ponude adekvatne solucije za sveteže uslove poslovanja evropskih firmi.

Tokom 2024. pojavile su se tri obimne ekspertize, koje su uradili timovi sastavljeni od eminentnih eksperata. Tako je u aprilu 2024. prezentovan Izveštaj tima koji je predvodio bivši italijanski premijer Enriko Leta, u avgustu je think-tank Bruegel objavio svoju studiju, dok je sveobuhvatna analiza Marija Dragija, naručena od strane Evropske komisije prezentovana septembra 2024. Sva tri izveštaja imaju faktički identične zaključkešta su problemi EU i preporuke šta bi trebalo da se na tom planu uradi u bliskoj budućnosti. Dakle, nema puno nedoumica oko najvažnijih pitanja, kao što su, pored ostalog, trgovinska otvorenost, potreba za industrijskom politikom i ekspanzivnijom fiskalnom politikom na nivou unije. Nema puno ni razlika u stavovima o tome šta je potrebno uraditi da bi se situacija unapredila. Ono je što međutim, čini kao ključni problem je faktički nedostatak političke volje da se predložene reforme, koje su često veoma obuhvatne, implementiraju.

Jasno je da je cilj svih predloženih mera iz pomenutih studija brži rast produktivnosti i posledično BDP-a EU, koji bi u krajnjoj instanci omogućio viši raspoloživi dohodak za njene građane, i posredno stanovnike država koje ekonomski snažno gravitiraju ka EU, kakva je Srbija. Imajući ovo u vidu, nije teško izvesti zaključak da je analiza ovog tipa od šireg značaja.

U ovom radu ćemo, posle osvrta na glavne nalaze i preporuke iz citiranih analiza, pokušati da na osnovu optimističnog scenarija u studiji Marija Dragija: Budućnost evropske kompetitivnosti, izračunamo tendencije relativnog udela EU u svetskom BDP-u u narednih 14 godina i stavimo ga u komparativnu ravan sa preostale dve najveće svetske privrede: američkom i kineskom. Pored učešća EU u globalnom BDP-u, izračunaćemo i udele unije u svetskom BDP-u po kupovnoj moći, kao i prosečne diskretne stope rasta EU od njenog formalnog osnivanja (1993) do kraja projekcionog perioda, odnosno do 2038. Radi komparacije, iste indikatore izračunaćemo i za SAD i Kinu.

Kada je u pitanju metodologija primenjena u analizi, koristili smo neke od osnovnih statističkih 'alata', poput prosečnih diskretnih stopa rasta, na osnovu čijih pretpostavljenih veličina smo projektovali buduća učešća posmatranih ekonomija u globalnom BDP-u. Istovremeno, pretpostavke o budućim stopama rasta, iako preuzete iz referentnih studija, su i najveće ograničenje istraživanja, pošto je praktično nemoguće pouzdano oceniti, posebno na period od 14 godina, prosečnu dinamiku privredne aktivnosti, pored ostalog, imajući u vidu volatilnost BDP-a usled eventualnih kriza, odnosno mogućih eksternih i internih šokova. S tim u vezi, jasno da su potrebna dodatna istraživanja koja bi izvesno mogla produbiti ovu temu i ponuditi dodatne uvide, odnosno bolje razumevanje pomenutog problema.

U analizi smo koristili smo najnovije dostupne podatke iz baze MMF-a (IMF, 2024). Cilj analize je odgovor na pitanje iz naslova ovog rada, odnosno da li se može zaustaviti ili barem usporiti trend relativnog opadanja ekonomije EU, posmatrano kroz udeo iste u američkom i globalnom BDP-u. Naravno, ovako 'široko' postavljen cilj istraživanja je preambiciozan, budući da se radi o fundamentalnoj temi za razumevanje razvoja evropske privrede. U tom smislu, nije realno očekivati da samo jedna studija može ponuditi sveobuhvatne odgovore na pitanje od tako važnog značaja, već je jasno da su potrebni dodatni naporu u tom pravcu, posebno po pitanju osnovnog generatora BDP-a – a to je dinamika totalne faktorske produktivnosti.

BUDUĆNOST EVROPSKE KONKURENTNOSTI

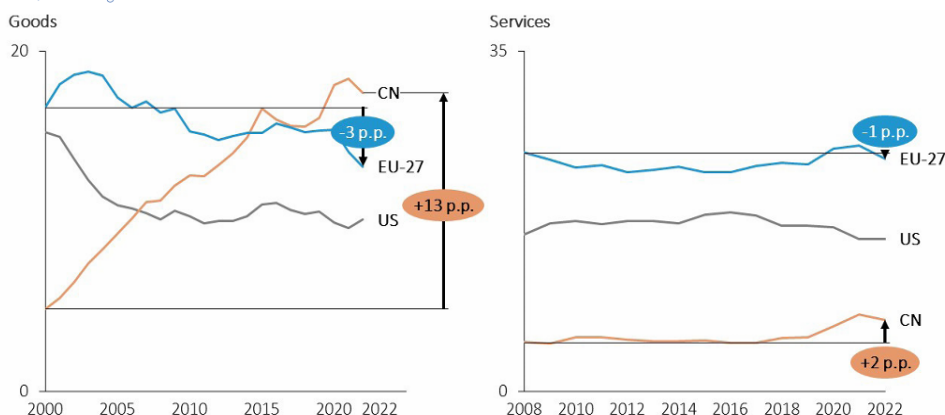
Povoljne eksterne okolnosti, pre svega posmatrajući spoljnu trgovinu, energetiku i odbranu – dugo su bile jedan od generatora rast BDP-a zemalja EU. Naime, dok je između 2000. i 2019. međunarodna trgovina, kao udeo u evropskom BDP-u, povećana sa 30% na 43%, u SAD jedva da je rasla (isti indikator iznosio je 25%, odnosno 26% američkog BDP-a u 2000, odnosno 2019). Visoka trgovinska otvorenost omogućila je EU da slobodno uvozi robu i usluge koje joj nedostaju (od sirovina do naprednih tehnologija), istovremeno izvozeći proizvode gde je specijalizovana, posebno na rastuća tržišta Azije.

Ipak, i pored rasta trgovinske otvorenosti, usled povećanja značaja Kine i drugih zemalja u razvoju, došlo je do pada udela EU u svetskoj trgovini robom u periodu 2000-2022. za tri procentna poena. Globalno učešće EU u trgovini uslugama nije se bitnije promenilo od 2008. do 2022, odnosno došlo je minimalnog smanjenja od jednog procentnog poena u tom razdoblju (videti Grafikon 1).

Grafikon 1. Udeli i promene udela tri najveće svetske ekonomije u svetskoj trgovini robama i uslugama od 2000. (2008) do 2022.

Share in world trade in goods and services

% of global trade, excluding intra-EU trade



Note: The data refers to goods trade (lhs) and services trade (rhs), excluding intra-EU. The global total is the net of intra-EU trade.

Source: European Commission (JRC). Based on WTO.

Izvor: European Commission (2024, 10).

Nakon završetka Hladnog rata i posledične normalizacije odnosa sa Rusijom, EU je dobrim delom zadovoljala tražnju za uvoznom energijom na najefikasniji način, nabavkom istog iz cevovoda.³ Dodatno, era geopolitičke stabilnosti pod američkom hegemonijom omogućila je EU da iskoristi “dividendu mira”, odnosno da nižom potrošnjom na odbranu oslobodi fiskalni prostor za druge namene.

Tri decenije nakon pada Berlinskog zida su bile zaista dobre za Evropu, posebno ako ih uporedimo sa sadašnjošću. Naime, multilateralni trgovinski poredak je u dubokoj krizi i era brzog rasta svetske trgovine je prošla⁴. Relativno jeftina ruska energija je od 2022. praktično prestala da ide ka EU, uz ogromne troškove za uniju (Nikolić, 2022). Naime, EU je izgubila više od godinu dana rasta BDP-a, budući da je preusmerila ogromne fiskalne resurse na energetske subvencije i izgradnju nove infrastrukture za uvoz tečnog prirodnog gasa (European Commission, 2024, 7-9). S tim povezano, geopolitičko okruženje se značajno pogoršalo zbog rata u Ukrajini, sve lošijih odnosa SAD i Kine i rastuće nestabilnosti u Africi, koja je izvor mnogih roba koje su kritične za svetsku ekonomiju. Dolazak republikanske administracije u Vašington od januara 2025. mogao bi doneti i razlike u dinamici smanjivanja osnovnih kamatnih stopa od strane FED-a u odnosu na Evropsku centralnu banku. S tim povezano, studije ukazuju da divergentne monetarne politike dve najveće globalne ekonomije mogu da utiču na depresijaciju evra, uz posledice na transatlansku trgovinu (Kovačević, 2016, 38-41).

IZVEŠTAJ MARIJA DRAGIJA

Izveštaj koji je Mario Dragi prezentovao u Briselu 9.9.2024. godine: “The future of European competitiveness” (“Budućnost evropske konkurentnosti”), upozorava da se EU suočava sa trajnim sporim ekonomskim rastom – koji bi na kraju mogao da ugrozi prosperitet i socijalno blagostanje Evropljana (Draghi, 2024). Najvažniji pokretač dugoročnog privrednog rasta je produktivnost i njeno usporavanje je glavni uzrok spore dinamike privredne aktivnosti u EU. Naime, EU već decenijama ima znatno nižu produktivnost od američke - ekonomije s kojom ima smisla porediti se, budući da je npr. očekivano da privrede na nižem nivou razvoja ostvaruju više stope rasta i produktivnosti i BDP-a. Produktivnost rada u EU sa 22% američkog nivoa 1945. podigla na čak 95% 1995, taj rast je potom usporen, te je EU trenutno nešto ispod 80% nivoa američke produktivnosti rada (European Commission, 2024, 7-19).

Ključni pokretač rastućeg jaza u produktivnosti između EU i SAD je digitalna tehnologija. Glavni razlog zašto se produktivnost u SAD brže rasla od one u EU od sredine 1990-ih bio je neuspeh Evrope da iskoristi prvu digitalnu revoluciju povezanu s pojavom interneta – kako u smislu generisanja novih tehnoloških kompanija tako i pozitivnog efekta digitalne tehnologije na ukupnu ekonomiju.⁵ Problem je što EU zaostaje u revolucionarnim digitalnim tehnologijama, koje će pokretati rast u

³ EU je čak 45% potreba za uvozom prirodnog gasa 2021. realizovala preko Rusije.

⁴ MMF predviđa rast obima svetske trgovine od 3,2% srednjoročno, što je znatno sporiji tempo od godišnjeg proseka od 4,9% 2000-19.

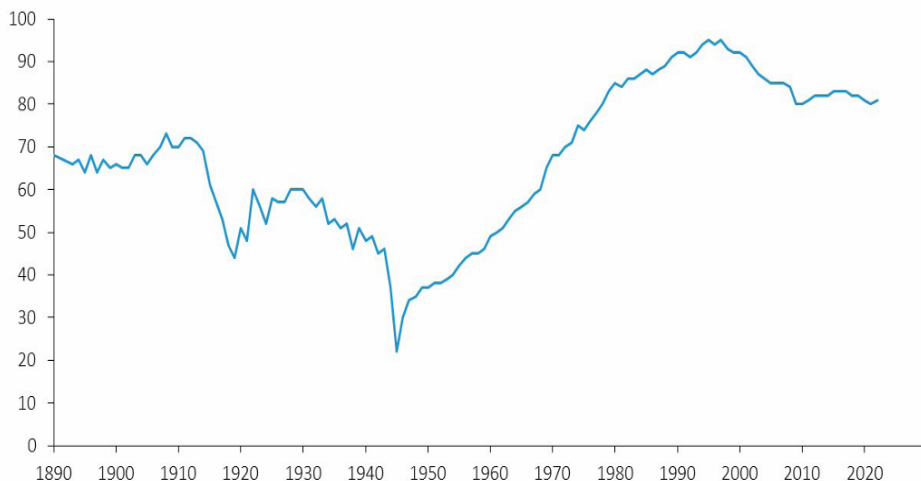
⁵ Ako izuzmemo tehnološki sektor, rast produktivnosti u EU u proteklih dvadeset godina bio bi uglavnom jednak sa SAD.

budućnosti. Naime, oko 70% osnovnih modela veštačke inteligencije (AI) razvijeno je u SAD od 2017. Kvantno računarstvo bi trebalo da bude sledeća velika inovacija, ali od deset najvećih tehnoloških kompanija u tom domenu nijedna nije sa sedištem u EU (European Commission, 2024, 19-20).

Grafikon 2. Trend evropske produktivnosti rada u odnosu na američku 1890-2022.

EU versus US labour productivity 1890-2022

Index (US=100)



Izvor: European Commission (2024, 19).

U korenu slabe pozicije Evrope u digitalnoj tehnologiji je statična industrijska struktura koja proizvodi začarani krug niskih investicija i niske inovativnosti. Nedostatak industrijske dinamike u Evropi počinje sa preprekama u procesu od inovacije do komercijalizacije. Podrška javnog sektora za istraživanje i inovacije je neefikasna zbog nedostatka fokusa na revolucionarne inovacije i fragmentiranog obima finansiranja, ograničavajući potencijal korporacija iz EU da dostigne ekonomiju u visoko-rizičnim revolucionarnim tehnologijama. Kao rezultat toga, mnoge inovativne kompanije na kraju traže finansiranje na američkom tržištu kapitala i vide širenje na tržištu SAD kao isplativiju opciju od suočavanja sa fragmentiranim tržištima EU.

Konačno, EU zaostaje u obezbeđivanju najsavremenije infrastrukture neophodne da bi se omogućila digitalizacija privrede. Ovo uprkos tome EU ima jaku poziciju u fundamentalnim istraživanjima i patentiranju.⁶ Iako se EU u proseku može pohvaliti jakim univerzitetskim sistemom, Evropa nema dovoljno univerziteta i istraživačkih institucija na samom svetskom vrhu.⁷

⁶ EU je 2021. učestvovala sa 17% globalnih prijava patenata, u odnosu na 21% za SAD i 25% za Kinu.

⁷ Koristeći obim publikacija u vrhunskim akademskim naučnim časopisima kao indikativni pokazatelj, EU ima samo tri istraživačke institucije koje su rangirane među 50 najboljih na svetu, dok SAD imaju 21, a Kina 15.

Posebna vrsta problema je komercijalizacija fundamentalnih istraživanja, budući da se samo jedna trećina patentiranih izuma registrovanih od strane evropskih univerziteta ili istraživačkih institucija komercijalno eksploatiše. Ključni razlog za ovaj neuspeh je taj što su istraživači u Evropi slabije integrisani u “klastere” inovacija (mreže univerziteta, novo-osnovanih preduzeća, velikih kompanija). Dodatno, fiskalni rashodi na istraživanje i inovacije u Evropi nemaju zadovoljavajući obim i nisu dovoljno fokusirani na revolucionarne inovacije. Problem je i nedostatak koordinacije unutar EU, koji utiče na širi eko-sistem inovacija. Naime, većina država članica ne može da postigne neophodnu ‘ekonomiju obima’ za održavanje istraživačke i tehnološke infrastructure na visokom nivou, što zauzvrat ograničava kapacitete za istraživanje i inovacije. Nasuprot tome, primeri CERN-a pokazuju važnost koordinacije prilikom razvoja velikih infrastrukturnih projekata u ‘R&D’ (Research and Development) domenu.

Situaciju dodatno otežava to što Evropa ulazi u prvi period u modernoj istoriji u kojem rast BDP-a neće biti podržan neto rastom radne snage. Naime, predviđa se da će se do 2040. radna snaga u EU prosečno smanjivati za blizu dva miliona radnika svake godine (dok bi odnos zaposlenih i penzionera mogao opasti sa oko 3:1 na 2:1).⁸ Ovaj trend je u suprotnosti sa SAD, za čije se stanovništvo očekuje da će nastaviti da raste tokom ove i naredne decenije, iako sporim tempom (European Commission, 2024, 22).

EU je nekonkurentna i zbog relativno visokog nivoa cena energije i energetska kriza je značajno pogoršala situaciju. Naime, maloprodajne cene električne energije, posebno za industrijske sektore, su u 2024. dva do tri puta veće u SAD i Kini (istorijski gledano, maloprodajne cene električne energije u EU bile su do 80% više od onih u SAD, dok su se kretale na istom nivou kao u Kini). Maloprodajne i veleprodajne cene gasa su tokom 2024. između tri do pet puta više od cena u SAD, dok su, istorijski gledano, bile dva do tri puta više. U 2023. ukupna plaćanja EU za uvezena fosilna goriva (ugalj, gas i nafta) iznosila su 390 milijardi evra, što je za 90% više od istorijskog proseka 2017-2021, prvenstveno zbog viših cena, pošto je obim u proseku bio veći samo za 7%. Problem nisu samo visoke cene, već i njihova izražena volatilnost i nepredvidivost, od kraja 2019, odnosno od početka 2022. To stvara neizvesnost, povećava cenu energetske tranzicije (zbog potrebnog hedžinga) i negativno se odražava na odluke o investiranju u elektroenergetski sektor. Visoke cene energije negativno utiču na ukupne investicije. U 2023, predstavnici oko 60% evropskih kompanija su u anketama konstatovali da su cene energije glavna prepreka investicijama — 20 procentnih poena više nego što je slučaj kod američkih firmi (European Commission, 2024b, 5-7).

Pored ostalog, u studiji Marija Dragija se potencira da je odbrambena industrija EU previše fragmentirana da bi zadovoljila potražnju za kapacitetima i inovacijama generisanim usled rata u Ukrajini. S tim povezano, suočene sa kratkoročnim potrebama, države članice EU sve više troše svoja sredstva na nabavke van EU umesto da ulažu u evropsku odbrambenu industriju. Naglašava se da je propuštena

⁸ Rast radno sposobnog stanovništva je usporen od 1990-ih i počeo je da opada od 2010. (to je posledica pada nataliteta, a pozitivne migracije ne uspevaju da neutrališu taj negativni efekat).

šansa da se udruže resursi i konsoliduje odbrambena tehnološka i industrijska baza. Da bi se prevazišle strukturalne slabosti, Dragi se zalaže za primenu strategije evropske odbrambene industrije i programa evropske odbrambene industrije, objavljenih u martu 2024. Dugoročno, on poziva na prekograničnu integraciju odbrambene industrije radi kreiranja ekonomije obima, standardizacije i interoperabilnosti. Da bi se obezbedilo više sredstava za sektor odbrane, preporučuje se ukidanje ograničenja postavljenih od strane Evropske investicione banke i taksonomije EU.⁹

GLAVNE PREPORUKE IZ IZVEŠTAJA MARIJA DRAGIJA

Ekspertski tim okupljen oko Marija Dragija preporučuje sektorsku (energetika, farmacija, veštačka inteligencija, transport) i horizontalnu (inovacije, veštine, upravljanje) politiku kako bi se osiguralo da EU ostane konkurentna u ‘trci budućnosti’ sa SAD i Kinom. Ukupna strategija zahteva hitne, masovne, konkretne, zajedničke napore zemalja EU, uključujući ogromna finansijska ulaganja. Naime, procenjuje se da su uniji potrebne javne i privatne investicije od 750-800 milijardi evra godišnje (oko 4,4% ukupnog BDP-a EU) da bi se podstaklo povećanje produktivnosti i ekonomskog rasta. S tim povezana veća integracija tržišta kapitala je, svakako, način i da se relativno visoka štednja domaćinstava kanališe u produktivne investicije. Međutim, sama mobilizacija privatnog kapitala izvesno neće biti dovoljna da zadovolji ovu finansijsku potrebu (“jačanje integrisanosti tržišta kapitala EU bilo bi samo kap u moru”). Stoga, izdavanje zajedničkog duga, zasnovano na iskustvu ‘Next Generation EU recovery instrument’, predstavlja obavezan sledeći korak. Zajednički dužnički instrumenti (evro-obveznice) bi se koristili za finansiranje zajedničkih investicionih projekata kojima bi se dodatno povećala konkurentnost i bezbednost EU (Hasdenteufel, Iller & Wetzig, 2024).

Dragijeva strategija se ne svodi samo na novac. On se takođe zalaže za novi pristup prema saradnji na nivou unije i to kroz koordinaciju politika, smanjenje birokratije i bolje poštovanje principa supsidijarnosti kako bi EU ostala fokusirana na oblasti u kojima generiše najveću dodatnu vrednost. Pored ostalog, autori analize pozivaju na reformu zakona o konkurenciji kako bi se olakšala spajanja evropskih korporacija.

U studiji se potenciraju tri načina “da se ponovo pokrene rast”: zatvaranje jaza u inovacijama sa SAD i Kinom u ključnim tehnologijama; iskorištavanje prilika iz tekućeg globalnog procesa dekarbonizacije; i sprečavanje da evropski lanci snabdevanja budu pod ‘geopolitičkim pritiskom’, koja bi mogla da učini EU ‘ranjivom’. Ovde je bazično reč o novoj evropskoj industrijskoj politici, koja kombinuje trgovinsku politiku sa politikom konkurencije i koja pokriva širok spektar industrijskih sektora od automobilske industrije i računarstva do farmacije i odbrane.

⁹ Inače, ekspertski tim koji je predvodio Mario Dragi pretpostavlja da bi oko polovina potrebnog ubrzanja rasta BDP-a unije mogla da se obezbedi boljom imigracionom politikom (kojom bi se nadomestio manjak adekvatnih profila radne snage), dok bi preostali deo potrebnog ubrzanja privrednog rasta mogao bi biti generisan rešavanjem problema koji proizilaze iz fragmentacije tržišta energije, tehnologije i kapitala na nivou EU (Financial Times, 2024).

Dragi prepoznaje problem trenutno previše fragmentirane industrijske politike (kako po državama članicama, tako i unutar samih institucija EU).

U izveštaju se potencira da bi povećano oslanjanje na Kinu moglo da bude način za brže i jeftinije ispunjavanje evropskih ciljeva dekarbonizacije. Međutim, kineske kompanije, koje su obilno državno subvencionisane, predstavljaju “pretnju” za čistu tehnologiju i automobilsku industriju unije. Ovde je posebno važno napomenuti da je, i pored svega, EU još uvek lider u inovacijama u oblastima čiste tehnologije (poput vetra i goriva sa niskim sadržajem ugljenika), te da bi kineska konkurencija mogla i to da dovede u pitanje (Hasdenteufel, Iller & Wetzig, 2024).

“MNOGO VIŠE OD TRŽIŠTA”

U ekspertizi nekadašnjeg premijera Italije, Enrika Lete: “Much more than a market” - ‘Mnogo više od tržišta’ (Letta, 2024), fokus je na daljoj integraciju evropskog tržišta, čija je fragmentacija najizraženija u oblastima poput energetike, finansija i elektronske komunikacije.¹⁰ Naime, većina članica unije se do sada opirala da se ovih sektori integrišu u zajedničko tržište jer ih percipiraju kao strateške. Frapantno je da prelazak granica između članica EU redukuje robnu trgovinu među istim za čak šest puta.

Leta posebnu pažnju posvećuje javnom mnjenju, tj. podršci građana širom unije, bez čijeg angažmana reforme nisu izvodive. Važan deo studije su i predložene mere za poboljšanje sistema javnih nabavki u okviru unije. Naime, konkurencija za ugovore koji se tiču javnih nabavki se smanjila u periodu 2011-2021.¹¹ Dodatni problem je da, uobičajena praksa po kojoj se cenovno najpovoljnija ponuda prihvata, inhibira razvoj strateških lokalnih lanaca snabdevanja i negativno utiče na kvalitet usluge. Iako je bez sveobuhvatne integracije evropskog tržišta, teško napraviti značajniji pomak na snažnijem podizanju potencijala javnih nabavki, preporučene reforme poput manje složenih procedura, te predložene mere kojima bi se podiglo učešće malih i srednjih preduzeća u procesu javnih nabavki, ohrabruju.

“Memo to the European Union leadership 2024” (Poitiers et al., 2024), urađen od strane eksperata think-tanka Bruegel, fokusira se na benefitima od jačanja jedinstvenog evropskog tržišta u sektoru energetike, kao i na prednostima buduće bankarske unije EU i jedinstvenog evropskog tržišta kapitala (ali i usluga i rada).

Prepoznaje se važnost inovacija i posredno kapitalnih investicija za podizanje produktivnosti. Dodatno, poziva se na višestruko veći budžet EU, iz koga se bi se finansirao lavovski deo kapitalnih investicija i, povezano s tim, “European Green Deal”. Za Srbiju je od posebnog značaja što studija Bruegela poziva na proširenje unije.

Eksperti Bruegela, takođe, smatraju da Brisel mora dati veći značaj nacionalnoj i ekonomskoj bezbednosti (pre svega misleći na odnose sa Pekingom). Ovde treba

¹⁰ Tako postoji donekle paradoksalna situacija da je trgovina digitalnim uslugama između EU i SAD veća od one u okviru EU.

¹¹ Trajanje dodele ugovora značajno povećalo: sa prosečnih 62,5 dana u 2011. na 96,4 dana u 2021.

pomenuti da se evropska zavisnost od uvoza iz Kine od 2013. do 2023, i pored aktivne politike na diversifikaciji uvoza, povećala (Lovely and Yan, 2024). Naime, ‘na udaru’ je evropska prerađivačka industrija, a posebno auto-sektor. Podizanje carina na maksimalno 46,3% od kraja 2024. za neke kineske proizvođače automobila neće biti dovoljno da se bitnije redukuje uvoz električnih vozila iz te zemlje (Fix and Crebo-Rediker, 2024).

POLITIČKE BARIJERE REFORMAMA

Alarmantne procene iz sva tri izveštaja nisu nove i široko su prepoznate kao tačne. Novo je podizanje političke svesti o problemu i praktičan poziv na aktivnije delovanje.

Izveštaj Dragija će, zajedno sa studijom Enrika Lete o budućnosti jedinstvenog tržišta, te ekspertskom analizom Bruegela, nesumnjivo oblikovati sledeći dnevni red Evropske komisije. Očekuje se da će se preporuke iz analiza pojaviti u ‘pismima’ koja će biti poslata novo-imenovanim komesarima. Jasno je da predsednica Evropske komisije Ursula fon der Lajen, koja je naručila izveštaj, namerava da iskoristi neospornu reputaciju autora kako bi ojačala svoje buduće političke prioritete.

Potencijalno najreperkutivniji deo pomenutih studija je Dragijeva preporuka da se predloženi projekti ‘podrže’ ogromnom finansijskom injekcijom (od dodatnih 750-800 milijardi evra godišnje u privatnim i javnim investicijama). Ako bi se to desilo, nema sumnje da bi to ubrzalo rast evropske ekonomije.

Međutim, tako nešto se trenutno ne čini realnim. Naime, dijagnoza je prvi korak, ali nije garancija da će se pronaći lek. Istina, oštri šokovi u protekle dve decenije, poput finansijske krize i Kovida, konačno su naveli vlade da ostave po strani svoje parohijske interese i pokrenu reforme. Međutim, u ovom političkom pejzažu neće biti lako reformisati zakonodavne procedure EU, usvojiti više zajedničkog zaduživanja, ili uvesti dodatne poreze na nivou EU (Martuscelli, 2024). Naime, iako su studije, posebno Dragijev izveštaj, dobile pozitivnu podršku različitih političkih grupa u Evropskom parlamentu, teško je verovati da će predložene preporuke biti implementirane. Problem je da se prelazi previše ‘crvenih linija’ odjednom da bi ga vladajuće političke elite podržale bez velikog rizika od gubitka poverenja glasača. Npr. Dragijev pritisak za izdavanje novog duga, tradicionalno je neprihvatljiv za Nemačku i Holandiju (nije čudno što se odmah oglasio nemački ministar finansija odbacujući ideju). Više “sopstvenih resursa” za finansiranje budžeta EU takođe ostaje veoma kontroverzno, bez obzira na politički pejzaž – kao i reforma energetskog tržišta odvajanjem cena obnovljivih izvora od fosilnih goriva. Stari projekat za završetak unije tržišta kapitala (takođe oživljen Izveštajem Enrika Lete) i dalje blokiraju male države članice, dok će predlog o glasanju kvalifikovanom većinom biti još teže usvojiti. Naime, EU se ne suočava samo sa loše dizajniranim finansijskim tržištima i preskupom energijom, njena sve polarizovanija politika čini dogovor o bilo čemu frustrirajućim i bolnim. Ukratko, Evropa je manja od zbira njenih delova.

Konkretan signal o tome koliko su citirane studije ozbiljno shvaćene doći u 2025. tokom pregovora o sledećem višegodišnjem finansijskom okviru, koji oblikuje budžet EU za period 2028-2034. Veličina budžeta, njegovi resursi i dubina

reorganizacije njegovih glavnih rashoda pokazaće da li su citirane analize uspele da EU učini ambicioznijom. Von der Lajen je već nagovestila da planira da povećá nacionalne doprinose i sopstvene resurse (dodatno, potpuna reorganizacija poljoprivrednih i kohezionih subvencija stvorila bi prostor za druga sredstva EU koja su više usmerena na inovacije i veštine). Ipak, još jedno izdavanje evro-obveznica verovatno bi postalo prihvatljivo samo u slučaju novog ekonomskog šoka. Realističnijom se čini solucija u kojoj se mnoge od 170 preporuka iz Dragijeveg izveštaja koje se odnose na brojne sektore usvajaju. Na kraju, kako se u studiji Dragija i s pravom ističe, one zemlje koje su najspremnije da unaprede svoju saradnju u određenim oblastima mogu to učiniti i ne čekajući da sve članice unije slože, i po cenu delovanja van institucionalnog okvira EU (Maillard, 2024).

PREDMET ANALIZE: RAZLIČITI SCENARIJI DINAMIKE BDP-A EU, SAD I KINE

Koristeći bazu podataka MMF, izračunali smo prosečne diskretne stope rasta BDP-a EU počevši od formalnog osnivanja unije 1993. Na osnovu iste baze podataka došli smo i do dinamike relativnog udela EU u globalnom BDP-u. Iste pokazatelje izračunali smo i za preostale dve najveće svetske ekonomije: američku i kinesku. Potom smo uradili projekcije budućeg kretanja BDP-a EU, baznog koji je prognoza MMF-a (za EU, SAD i Kinu), kao i poželjnog koji je dat u studiji Budućnost evropske kompetitivnosti Marija Dragija. Pošli smo od pretpostavke o ubrzanju rasta BDP-a EU na 2,5% prosečno godišnje, te projekcije MMF-a o dinamici BDP-a SAD i Kine ‘produžili’ i na period 2029-2038, zadržavajući prognoziranu (nominalnu i realnu) stopu rasta za obe ekonomije iz poslednje godine pomenute projekcije (2029).

Treba napomenuti da je scenario sa ubrzanjem rasta BDP unije na 2,5%, sa tek 1,48% koliko je iznosio u razdoblju 2000-2024. (ili 1,79% 1993-2024) optimističan i da će prevashodno zavisiti od mogućnosti EU da podigne nivo fiksnih investicija i, posledično, produktivnosti. U analizi ekspertskeg tima koji je predvodio Dragi se prepoznaje ključna važnost investicija, odnosno potreba da se njihov udeo u BDP-u podigne za oko pet procentnih poena – sa trenutnih oko 22% na 27% BDP-a EU (i to posle višedecenijskog pada). To je, očekivano, takođe optimistična projekcija, budući da je takav nivo investicija u BDP-u poslednji put viđen 1960-ih i 1970-ih (za poređenje, dodatne investicije obuhvaćene Maršalovim planom između 1948. i 1951. iznosile su tek oko 1-2% BDP-a godišnje). Dragi uviđa da to neće biti moguće bez zajedničkog finansiranja kapitalnih investicija (preko evro-obveznica ali i kroz rast fiskalnih prihoda, te rashoda, na nivou unije). S tim usko povezano bilo bi i ubrzanje rasta produktivnosti privrede EU (inače, ako bi EU zadržala prosečnu stopu rasta produktivnosti rada od 2015. od 0,7%, to bi bilo tek dovoljno da BDP ostane konstantan do 2050).

Za početak, dajemo pregled tendencija udela tri najveće svetske privrede u svetskoj ekonomiji od 1993. do 2024, sa MMF-om projekcijom za 2029. Za potrebe ovog rada, izračunali smo učešća BDP-ova po tržišnim cenama, kao i po BDP-ovima po paritetu kupovne moći (Purchasing Power Parity), za EU, SAD i Kinu. Na osnovu podataka iz Tabele 1. vidljiv je trend praktično konstantnog relativnog pada ekonomije EU u globalnom BDP-u i globalnom BDP-u po kupovnoj moći od 1993. do 2024, kao i

nastavak iste tendencije po aktuelnim projekcijama MMF-a za 2029. Posmatrajući udele američke privrede u svetskom BDP-u u istom periodu, može se uočiti jačanje relativne pozicije te ekonomije u odnosu na evropsku. Rast udela Kine u svetskom BDP-u, koja je u istom periodu ostvarila impresivne ekonomske rezultate, je očekivano veoma snažan.

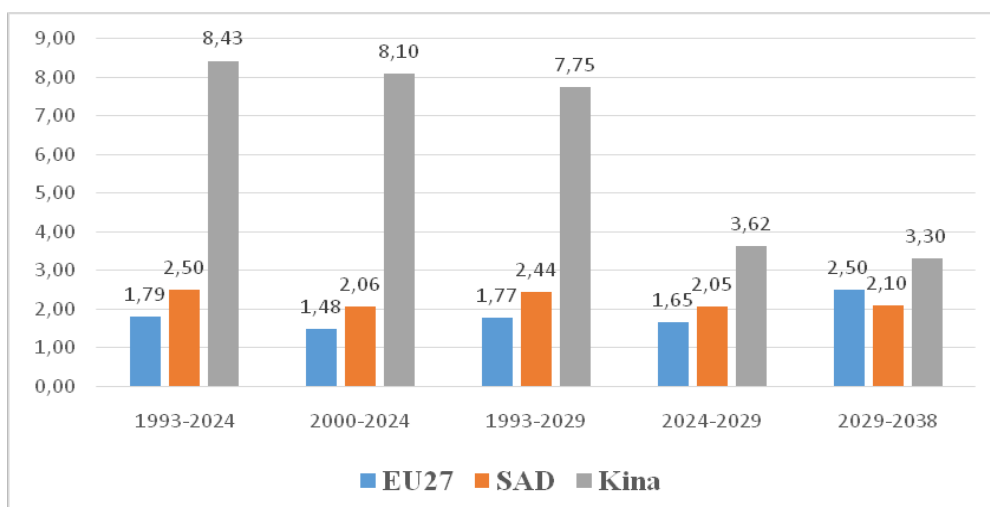
Tabela 1. Udeo tri vodeće ekonomije sveta u globalnom BDP-u i globalnom BDP-u po kupovnoj moći 1993-2029.

	1993	2000	2008	2016	2024e	2029p
udeo EU27 u svetskom BDP	25,6	21,3	25,4	18,2	17,3	16,2
udeo SAD u svetskom BDP	26,3	30,1	23,0	24,6	26,3	25,1
udeo Kine u svetskom BDP	2,4	3,5	7,1	14,7	16,9	17,9
udeo EU27 u svetskom BDP po kupovnoj moći	20,8	20,1	17,3	15,5	14,2	13,2
udeo SAD u svetskom BDP po kupovnoj moći	19,7	20,2	17,4	16,1	15,5	14,7
udeo Kine u svetskom BDP po kupovnoj moći	4,9	7,2	11,8	16,1	19,0	19,5

Izvor: Proračuni autora na osnovu baze podataka IMF (2024).

Kod obračuna diskretnih stopa rasta za tri najveće globalne privrede, kako smo već pomenuli, pošli smo prilično realistične pretpostavke da se održe nominalne stope rasta globalnog BDP-a, kao i BDP-a Amerike i Kine iz 2029, poslednje godine iz projekcije MMF-a (IMF, 2024). Dodatna pretpostavka, usko povezana sa onom iz studije Dragija, je da EU već u 2027. podigne stopu rasta na 2%, 2028. na 2,25%, te 2029. na 2,5%. Tako uvećan rast BDP zadržao bi se do 2038. (inače, za 2024. uzete su MMF-ove procene o rastu BDP-a).

Grafikon 3. Stope rasta BDP-a tri vodeće ekonomije sveta



Izvor: Proračuni autora na osnovu baze podataka MMF (IMF, 2024) i projekcije za period 2029-2038.

Kao što je vidljivo na Grafikonu 3, u razdoblju 2000-2024. prosečna diskretna stopa rasta evropske privrede iznosila je tek 1,48%, što je znatno sporije od američke i posebno kineske ekonomije (koje su u istom razdoblju rasle 2,06%, odnosno 8,1%). Ako se obuhvat proširi na još sedam godina, situacija izgleda nešto bolje za EU (prosečni rast BDP-a članica EU od 1993. do 2024. iznosi 1,79%, što je ipak znatno niže od američkih 2,5% u istom razdoblju).

Potom smo izračunali udele evropske, američke i kineske privrede u svetskoj ekonomiji pod pretpostavkom veoma optimističnog scenarija za EU o obrzavanju rasta njenog BDP-a na 2,5%. Dakle, sa eventualnim ostvarenjem Dragijevog cilja o dinamiziranju evropskog rasta, EU bi preokrenula trend opadanja svog udela u američkom BDP-u, dok bi se opadanje učešće evropskog BDP-a u kineskom i globalnom BDP-u usporilo. Ovaj, za EU optimistični scenario, došao bi posle decenija relativno sporog ekonomskog rasta. Naime, brz rast EU, uz realističnu pretpostavku o prosečnoj stopi rasta američkog BDP-a koja bi ostala na nivou iz 2029. od 2,1% (što je skoro identično prosečnoj stopi rasta iz perioda 2024-2029. od 2,05%), doveo bi do toga da se trend zaostajanja EU preokrene.

S druge strane, brže stope rasta svetske privrede (3,1%), uslovile bi relativno opadanje EU na globalnom nivou. Očekivano, projektovana stopa rasta za Kinu od 3,3% (uzeli smo stopu rasta iz 2029.) je značajno viša i od one koju bi mogla da ostvari EU u optimističnom scenariju, što bi impliciralo nastavak trenda relativnog rasta privrede Kine u odnosu na evropsku. Inače, da bi izračunali tendencije nominalnog BDP-a EU, pošli smo od pretpostavke o prosečnoj godišnjoj inflaciji od 1,8%, koja bi bila identična onoj koju je projektovao MMF za razdoblje 2025-2029.

Eventualni prirast globalnog BDP-a po osnovu prosečnog godišnjeg povećanja BDP-a EU od 0,8-0,9% nismo ukalkulisali, iako bi on mogao iznositi oko 0,14%. Naime, radi se o marginalnoj veličini koja praktično ne utiče na udele tri najveće svetske ekonomije u globalnom BDP, dok s druge strane nije potpuno izvesno da se porast BDP EU ne bi negativno odrazio na ekonomije sa kojima je privreda EU u interakciji.

Tabela 2. Udeo tri vodeće ekonomije sveta u globalnom BDP-u 2025-2038.

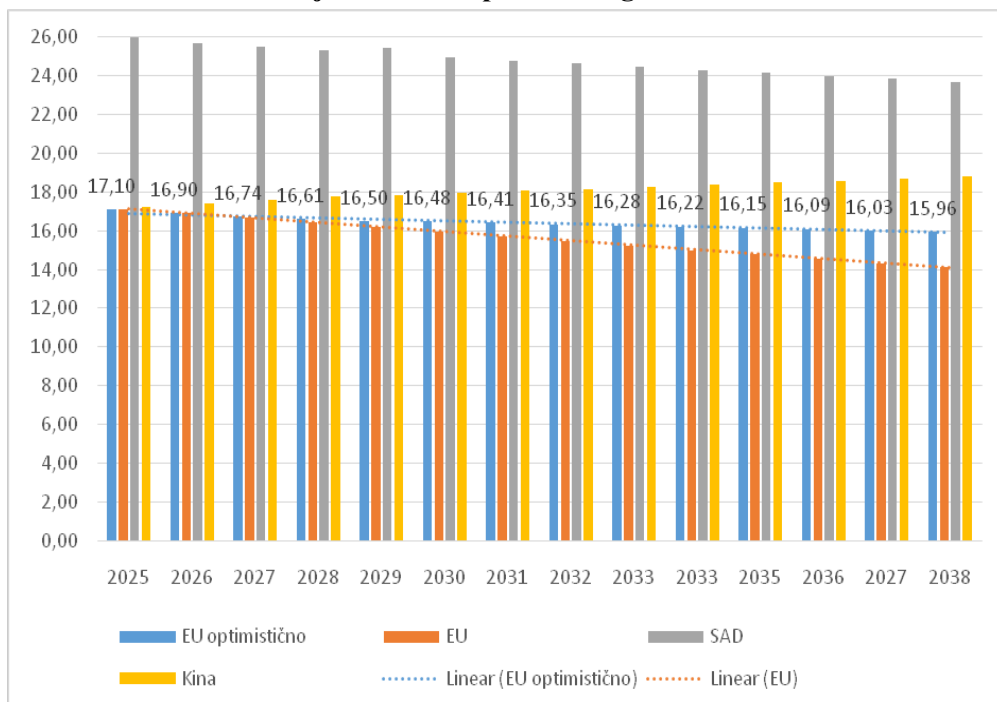
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033	2035	2036	2027	2038
EU opt.	17,10	16,90	16,74	16,61	16,50	16,48	16,41	16,35	16,28	16,22	16,15	16,09	16,03	15,96
EU	17,14	16,91	16,67	16,42	16,18	15,94	15,70	15,46	15,23	15,00	14,78	14,55	14,34	14,12
SAD	25,99	25,72	25,51	25,30	25,44	24,97	24,81	24,64	24,48	24,32	24,16	24,00	23,84	23,69
Kina	17,23	17,44	17,61	17,76	17,87	17,97	18,07	18,17	18,28	18,38	18,49	18,59	18,70	18,80

Izvor: Izračunato na osnovu proračuna i projekcija autora na osnovu baze podataka IMF (2024)

Dakle, iz Tabele 2. i Grafikona 4. vidljivo je da tendencija pada udela evropske ekonomije u svetskoj, u slučaju optimističnog scenarija sa stopom rasta u EU od 2,5%, veoma spora. Treba dodati da je ovakva dinamika i očekivana za visoko razvijene ekonomije (budući da manje razvijene privrede od evropske i američke – praktično sve ostale – prirodno brže rastu s niže baze). Međutim, u baznom scenariju koji podrazumeva rast BDP-a EU u skladu sa projekcijama MMF-a do 2029, a potom zadržavanje stope rasta iz te godine do 2038, BDP Evropske unije bio opao na skromnih 14% svetskog (na to posredno ukazuje i ‘strmiji‘ linerani trend na grafiku),

što je skoro dva procentna poena manje nego u optimističnom scenariju. Inače, ovi nalazi su u skladu sa našom ranijom studijom (Nikolić, 2022, 23-27), u kojoj se ukazuje na praktičnu neizbežnost relativnog ekonomskog opadanja EU.

Grafikon 4. Udeo tri najveće svetske privrede u globalnom BDP-u 1993-2038.



Izvor: Izračunato na osnovu proračuna i projekcija autora na osnovu baze podataka IMF (2024)

BRŽIM RASTOM PROTIV POLITIČKE KRIZE?

Glavni prioritet EU je značajno ubrzanje rasta BDP-a, koji bi u veoma optimističnom razvoju događaja trebalo da raste 2,5% godišnje. U slučaju nastavka ili pak pogoršanja trenutnog trenda BDP-a članica unije, postoje brojni rizici za održavanje postojećih socijalnih rashoda i samim tim relativnog životnog standarda građana EU. Naime, u okruženju istorijski visokih odnosa javnog duga prema BDP-u, potencijalno veće realne kamatne stope od one u poslednjoj deceniji i rastućim potrebama potrošnje za dekarbonizaciju, digitalizaciju i odbranu, relativno spor rast BDP-a mogao bi na kraju dovesti do toga da nivoi javnog duga postanu neodrživi i da brojne države članice unije budu primorana da smanjuju svoje fiskalne rashode na glavna socijalna davanja. Sve to bi moglo generisati bunt građana i političke krize, kako u državama članicama, tako i na nivou unije, u jednom od lošijih scenarija dovodeći i sam opstanak EU u pitanje.

Problem je da čak i usvajanje praktično svih preporuka iz pomenutih izveštaja verovatno neće biti dovoljno da se zaustavi pad relativne ekonomske težine EU, te da se preokrene pogoršanje njene demografije. Istina, to i nije nužno ultimativni cilj. Ono što Brisel može pokušati da ostvari - održavanje visokog nivoa standarda

evropskih građana u svetu u kome je povećana kompetitivnost drugih ekonomija postala nova realnost – čini se sasvim dovoljnim.

LITERATURA

- Draghi, M.** (2024, September 9). Mario Draghi outlines his plan to make Europe more competitive. *The Economist*. <https://archive.is/https://www.economist.com/by-invitation/2024/09/09/mario-draghi-outlines-his-plan-to-make-europe-more-competitive>
- European Commission** (2024). The future of European competitiveness (Part A) - A competitiveness strategy for Europe; September 2024. European commission. EU competitiveness: Looking ahead - European Commission (europa.eu)
- European Commission** (2024b). The future of European competitiveness (Part B) - In-depth analysis and recommendations, September 2024, European commission. EU competitiveness: Looking ahead - European Commission (europa.eu)
- Financial Times.** (2024, September 9). Europe won't achieve its growth aims without more integrated policymaking. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/932e0f4d-0379-4bbc-a7a6-7bd97fc17d9f>
- Fix, L. & Crebo-Rediker, H.** (2024). China's Double Threat to Europe: How Beijing's Support for Moscow and Quest for EV Dominance Undermine European Security. *Foreign Affairs*. <https://www.foreignaffairs.com/china/chinas-double-threat-europe>
- Hasdenteufel, M. & Iller, D., & Wetzig, S.** (2024, September 12). This is what it takes. *International Politics and Society*. <https://www.ips-journal.eu/topics/european-integration/this-is-what-it-takes-7769/>
- IMF** (2024). World Economic Outlook Database (April 2024 Edition). <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/April>
- Kovačević, R.** (2016). Efekti apresijacije dolara na privredu Evrozone, Japana i zemalja sa tržištem u nastajanju, *Finansije*, 1-6, 35 – 55.
- Letta, E.** (2024). Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens. European commission (european-research), <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- Lovely, M. & Yan, J.** (2024, August 27). While the US and China decouple, the EU and China deepen trade dependencies, *Peterson Institute for International Economics*. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2024/while-us-and-china-decouple-eu-and-china-deepen-trade-dependencies>
- Maillard, S.** (2024, September 10). Mario Draghi's competitiveness report sets a political test for the EU. Chatham House– International Affairs Think Tank. <https://www.chathamhouse.org/2024/09/mario-draghis-eu-competitiveness-report-sets-political-test-eu>
- Martuscelli, C.** (2024, September 9). Mario Draghi's plan to fix a broken Europe already looks impossible. *Politico*, <https://www.politico.eu/article/mario-draghi-report-europe-finances-invest-energy-work/>
- Nikolčić, G.** (2022). Ekonomski aspekti rata u Ukrajini i zapadnih sankcija protiv Rusije. *Finansije*, 1-6, 1 – 32.
- Poitiers, N., Tagliapietra, S., Veugelers, R., & Zettelmeyer, J.** (2024, September 4). Memo to the commissioner responsible for the internal market. *Bruegel*, <https://www.bruegel.org/memo/memo-commissioner-responsible-internal-market>

ZAHVALNICA

Rad je napisan u okviru Programa istraživanja Instituta za evropske studije i Instituta društvenih nauka za 2025. koji podržava Ministarstvo nauke, tehnološkog razvoja i inovacija.

SUKOB INTERESA

Autori izjavljuju da ne postoje finansijske, profesionalne ili lične veze koji bi mogle dovesti do pristrasnosti u rezultatima ili interpretaciji ovog istraživanja.

CAN THE EU'S RELATIVE ECONOMIC DECLINE BE STOPPED?

*Goran NIKOLIĆ
Jelena ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA*

Abstract

Using the IMF database, we calculated the average discrete EU GDP growth rates starting from the formal establishment of the union in 1993. Based on the same database, we came to the dynamics of the EU's relative share in global GDP. We calculated the same indicators for the remaining two largest world economies: American and Chinese. Then we made projections of the future trend of the EU GDP, the base which is the forecast of the IMF, as well as the desired one given in the study *The Future of European Competitiveness* by Mario Draghi. We started from the assumption of an acceleration of EU GDP growth to 2.5% on average per year, and we 'extended' the IMF projections of the GDP dynamics of the USA and China to the period 2029-2038, keeping the forecasted (nominal and real) growth rate for both economies (from the last year of the aforementioned projection). Under these conditions, the EU would reverse the declining trend of its share in the US GDP, while the declining share of the European GDP in the Chinese and global GDP would slow down.

Keywords: *EU, GDP, growth, projection 2024-2038, productivity*

JEL: *E15, F17, F52, H74*

Primljen/Received: 4.9.2024./ September 4, 2024

UDK 336.227.3(4-6EU)

336.227.2

339.727.22(497.11)

Prihvaćen/Accepted: 8.1.2024./ November 8, 2024

Originalni naučni rad

PORESKI ASPEKT STRANIH DIREKTNIH INVESTICIJA: ULOGA PORESKIH RAJEVA

Stefan VRŽINA¹

Apstrakt

Zbog svog ekonomskog značaja, strane direktne investicije (SDI) su bile predmet velikog broja istraživanja. Ipak, često se zanemaruje činjenica da se SDI neretko strukturiraju preko poreskih rajeva, u cilju izbegavanja poreza. Problem se dodatno komplikuje, imajući u vidu da preduzeća (primarno multinacionalne kompanije) kao poreske rajeve koriste ne samo udaljene i egzotične destinacije, već i brojne evropske države. Rezultati istraživanja pokazuju da brojne evropske države koje se često označavaju kao poreski rajevi imaju izuzetno visok nivo ulaznih i izlaznih SDI. To ukazuje na činjenicu da te države imaju ulogu posredničkih država prilikom strukturiranja SDI. Takođe, to ukazuje na to da se značajan deo SDI u Evropi organizuje preko poreskih rajeva. Istraživanje je pokazalo i da značajan deo priliva SDI u Srbiju potiče iz poreskih rajeva, primarno evropskih.

Ključne reči: *izbegavanje poreza, poreski raj, strane direktne investicije, multinacionalne kompanije*

JEL: *F21, F23, H25, H26*

¹ dr Stefan Vržina, asistent sa doktoratom, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Liceja Kneževine Srbije 3, 34000 Kragujevac, +381 34 303562, stefan.vrzina@kg.ac.rs, ORCID 0000-0001-8372-591X.

UVOD

Strane direktne investicije (SDI) predstavljaju jednu od većito aktuelnih tema, kako u akademskim istraživanjima, tako i u svakodnevnoj praksi. Uzroke atraktivnosti ovog istraživačkog pitanja treba primarno tražiti u očekivanim pozitivnim efektima SDI na zaposlenost, životni standard, izvoz i privredni rast države domaćina (Blomstrom i ostali, 2003).

Međutim, paralelno sa intenziviranjem SDI, pokrenut je talas investiranja preko poreskih rajeva (Nakamoto i ostali, 2019). Time je strukturiranje SDI vođeno poreskim motivima, odnosno motivima minimiziranja poreskog opterećenja, a primarno opterećenja porezom na dobitak. Novinski naslovi o podružnicama velikih kompanija u poreskim rajevima su gotovo svakodnevni, kao i naslovi o poreskim efektima takvih vlasničkih i organizacionih struktura.

Predmet istraživanja u ovom radu jesu SDI koje se strukturiraju preko poreskih rajeva. SDI mogu biti strukturirane na ovaj način iz različitih razloga (Orlov, 2004), ali je glavni umanjeње poreskog opterećenja. Pri tome, SDI preko poreskih rajeva su posmatrane u okviru evropskog kontinenta, i to na nivou Evropske unije i na nivou Srbije. Razvijenije države Evropske unije su značajan izvor SDI (države porekla), dok su manje razvijene države Evropske unije i Srbija, kao kandidat za članstvo, značajno odredište (države domaćini) SDI. Treba imati u vidu i da se manje razvijene evropske države u značajnoj meri oslanjaju na priliv SDI u cilju pospešivanja izvoza i ekonomskog rasta (Nikolić i Zvezdanović Lobanova, 2024).

Osnovni cilj rada jeste ispitivanje stepena u kojem se poreski rajevi koriste za strukturiranje SDI u odnosu na SDI strukturirane preko ostalih država. SDI preko poreskih rajeva su do sada bile predmet značajnog broja istraživanja (na primer Behuria, 2023; Garcia-Bernardo i ostali, 2021; Hong, 2018), ali njihovi rezultati nisu konzistentni. S tim u vezi, jedan od glavnih problema prethodnih istraživanja se odnosio na identifikovanje poreskih rajeva (Jalan i Vaidyanathan, 2017).

Rad doprinosi postojećim istraživanjima o značaju poreskih rajeva za strukturiranje SDI. Takođe, rad ukazuje na (pre svega evropske) poreske rajeve koji su najvažnije države domaćini SDI, ali i one koji su najvažniji izvori SDI. S tim u vezi, rad posebno ukazuje na poreske rajeve, odnosno države, koje imaju ulogu posrednika pri strukturiranju SDI. Na taj način, rezultati istraživanja mogu biti od koristi brojnim interesnim grupama, a posebno kreatorima makroekonomske politike (na makroekonomskom nivou) i menadžerima multinacionalnih kompanija, odnosno stranim investitorima (na mikroekonomskom nivou).

Izuzev uvoda i zaključka, rad je sačinjen iz tri dela. U prvom delu je prikazana teorijska osnova problematike korišćenja poreskih rajeva za strukturiranje SDI. U drugom delu je dat pregled prethodnih empirijskih istraživanja o vezi poreskih rajeva i SDI. U trećem delu je prikazano empirijsko istraživanje o povezanosti poreskih rajeva i SDI, sa akcentom na evropske države.

TEORIJSKA OSNOVA

Povezanost SDI i oporezivanja se može posmatrati sa više različitih aspekata. Prvi aspekt podrazumeva posmatranje poreskog opterećenja u državi domaćinu, te se nisko poresko opterećenje, a posebno niske stope poreza na dobitak, smatraju konkurentskom prednošću te države (Vallespinos, 2020). Nekoliko studija (Bellak i Leibrecht, 2009; Vogiatzoglou, 2018) je pokazalo da je nisko poresko opterećenje u državi domaćinu važna determinanta priliva SDI u tu državu.

Ipak, uticaj niskog poreskog opterećenja na priliv SDI može biti značajno ublažen (Beyer, 2002) usled delovanja brojnih drugih faktora na priliv SDI. Stoga se može zaključiti da nisko poresko opterećenje može ohrabriti priliv SDI ukoliko su ispunjeni određeni dodatni preduslovi, poput političke stabilnosti ili kvalitetne radne snage u državi domaćinu.

Drugi aspekt podrazumeva sagledavanje poreza po odbitku, odnosno načina za izbegavanje ovog poreza, kako u državi porekla, tako i u državi domaćinu. Trenutno većina država nameće obavezu plaćanja poreza po odbitku na prihode koje nerezidentno lice ostvari, pri čemu je rezidentno lice (isplatilac prihoda) obavezno da uplati ovaj porez (Nakamoto i Ikeda, 2018).

Ipak, neke države imaju razgranatu mrežu ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, kojima se predviđa plaćanje poreza po odbitku po nižim stopama od standardne ili se ono potpuno eliminiše. Nekoliko studija (Weyzig, 2013; Hong, 2018) je pokazalo da strani investitori mogu biti dodatno ohrabreni da kapital investiraju u države koje imaju potpisane ugovore o izbegavanju dvostrukog oporezivanja sa većim broj drugih država, a posebno ukoliko takav ugovor postoji između države porekla i države domaćina.

Korišćenje ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja se u akademskoj literaturi često označava kao pazarenje poreskih ugovora (engl. *tax treaty shopping*, Arel-Bundock, 2017), a primena u slučaju stranih direktnih investicija se može objasniti kroz jednostavan primer. Neka kompanija iz države porekla A želi da otvori zavisno preduzeće u državi B. Ukoliko između država A i B ne postoji potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, isplata dividende iz države B u državu A će biti oporezovana porezom po odbitku po standardnoj stopi.

U ovakvim uslovima će kompanija iz države A investirati u državu B posredno, preko preduzeća inkorporiranog u državi C, koja ima potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja sa državom B, odnosno koja ima potpisan ovakav ugovor sa državom A ili ne nameće obavezu plaćanja poreza po odbitku na isplate nerezidentima. Tako će dividenda biti isplaćena prvo iz države B u državu C, a onda iz države C u državu A i to uz minimalno (ili nulto) opterećenje porezom po odbitku.

Korišćenje ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja nije značajno jedino za izbegavanja poreza prilikom isplate dividendi. Vržina (2020) navodi brojne međunarodne transakcije, koje mogu biti poreski isplativije ukoliko se ovakvi ugovori koriste. Takvi su, na primer, ugovaranje usluga između povezanih pravnih lica, isplata kamata, autorskih naknada za korišćenje licence ili podlicence i slično.

Treći aspekt podrazumeva korišćenje poreskih rajeva za strukturiranje SDI. Pored toga što preduzećima pružaju mogućnost za ostvarenje značajnih poreskih ušteda, poreski rajevima omogućavaju niz dodatnih pogodnosti, poput tajnosti finansijskih podataka, slabe kontrole deviznih transakcija, razvijene infrastrukture, profesionalne pomoći stručnjaka ili niskih regulatornih zahteva (Orlov, 2004). Jalan i Vaidyanathan (2017) pružaju dobar pregled različitih tipova poreskih rajeva, imajući u vidu da različiti poreski rajevi nude različite pogodnosti preduzećima.

Strukturiranje SDI putem poreskih rajeva podrazumeva najmanje dva koraka. U prvom koraku, kompanija iz države porekla osniva povezano pravno lice u poreskom raju. Obično je reč o određenoj holding kompaniji, koja nema realnu ekonomsku aktivnost (kao što je proizvodnja) u poreskom raju. U drugom koraku, povezano pravno lice iz poreskog raja investira novac u državu domaćina, osnivajući povezano pravno lice u toj državi. U prethodno predstavljenom slučaju sa izbegavanjem plaćanja poreza po odbitku, poreski raj bi bila država C, pa bi kompanija iz države A strukturirala SDI u državi B preko povezanog entiteta u državi C.

Nažalost, u određenim situacijama se poreski rajevi koriste za prikazivanje domaćih investicija kao SDI. Usled zagarantovane tajnosti podataka u poreskom raju, nije moguće utvrditi da je stvarni investitor u državi domaćinu, zapravo, rezident države domaćina, te da *de facto* u pomenutom slučaju i nije reč o SDI. Ovakva situacija se neretko dešava kada je investirani novac ilegalnog porekla, a Farny i ostali (2015, p. 84) objašnjavaju da se ovaj proces najčešće sprovodi kroz sledeća tri koraka:

- ulaganje, u kojem se gubi direktna veza između novca i ilegalnih aktivnosti, čime se ilegalno stečen novac uvodi u finansijski sistem (na primer kroz veliki broj uplata relativno malih iznosa na tekuće račune);
- prikrivanje, u kojem se novac iz prethodnog koraka kontinuirano transferiše kako bi se prikrilo trag o ilegalnom poreklu novca i
- integracija, u kojem se novac iz prethodnih koraka javlja kao novac koji potiče od legalnih aktivnosti.

U skladu sa prethodno predstavljenim koracima, novac (ilegalno stečen u državi domaćinu) tokom prve dve faze završava u poreskim rajevima, čime se uključuje u finansijski sistem i deklarise kao legalno stečen. U poslednjoj fazi se novac vraća u državu domaćina, na primer u formi SDI. Na taj način slika o stanju SDI u državi domaćinu biva iskrivljena, s obzirom na to da je *de facto* reč o domaćoj investiciji.

PRETHODNA EMPIRIJSKA ISTRAŽIVANJA

Identifikovanje poreskih rajeva

Identifikovanje poreskih rajeva nije jednostavno, imajući u vidu značajne razlike između njih, ali i važne političke pritiske koji se mogu javiti prilikom sastavljanja liste poreskih rajeva. Najpoznatije liste poreskih rajeva sastavljaju poznate međunarodne organizacije, poput Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) ili Evropske unije. Takođe, značajne su i liste poreskih rajeva koje sastavljaju poreski organi određenih država.

Na takvim listama se, kao poreski rajevi, najčešće navode egzotične, primarno karipske, male teritorije, a neke od njih se nalaze pod kontrolom razvijenih zapadnoevropskih teritorija, poput Ujedinjenog Kraljevstva. U vezi sa ovim listama, ključni problem se može pronaći u činjenici da one obično ne sadrže sve poreske rajeve. Tako, Rusina (2020) navodi da je lista poreskih rajeva kreirana od strane Evropske unije predmet velikog broja kritika, s obzirom na to da dominantno obuhvata male države, dok izostavlja poreske rajeve u okviru Evropske unije. Stoga se nameće potreba da Evropska unija na svoju listu poreskih rajeva uvrsti pojedine svoje članice i da, zatim, utiče na njih da eliminišu karakteristike koje ih čine poreskim rajevima.

S obzirom na nesavršenosti pomenutih lista, identifikovanjem poreskih rajeva su se bavile i brojne nevladine organizacije širom sveta. Tako, britanska nevladina organizacija Oxfam (2021) je sastavila listu od petnaest najvećih poreskih rajeva na svetu. Ova lista se u značajnoj meri razlikuje od lista OECD-a i Evropske unije, imajući u vidu da se na njoj nalaze brojne države koje imaju značajnije učešće u globalnoj ekonomiji. Između ostalih, na listi se nalaze i četiri članice Evropske unije: Kipar, Luksemburg, Republika Irska i Holandija.

Brojna istraživanja (na primer Kosenkova i ostali, 2022; Temouri i ostali, 2022; Fatemi i Kim, 2024) koriste i indikator CTHI (engl. *Corporate Tax Haven Index*), koji je razvila britanska nevladina organizacija Tax Justice Network. Ovaj indeks meri stepen u kojem određene teritorije pomažu multinacionalnim kompanijama da izbegnu porez na dobitak. Indeks je razvijen na bazi dva podindeksa: stepena u kojem teritorija ispunjava uslove da bude poreski raj (koristeći osnovna obeležja poreskih rajeva) – *Haven Score*; i stepena u kojem teritorija utiče na globalne finansijske tokove (odnosno kolika finansijska aktivnost multinacionalnih kompanija se odvija u određenoj teritoriji) – *Global Scale Weight*.

Poslednji CTHI je objavljen za 2021. godinu. Prema tim podacima (Tax Justice Network, 2021), moguće je identifikovati osam teritorija koje u potpunosti ispunjavaju sve uslove da budu poreski raj, te imaju podindeks *Haven Score* 100 od mogućih 100. To su Angvila, Bahami, Bermudi, Britanska Devičanska ostrva, Džerzi, Kajmanska ostrva, Ostrvo Man i Turks i Kaikos. Inače, u prvih deset teritorija sa najvećim CTHI indeksom za 2021. godinu, po redu, nalaze se Britanska Devičanska ostrva, Kajmanska ostrva, Bermudi, Holandija, Švajcarska, Luksemburg, Hongkong, Džerzi, Singapur i Ujedinjeni Arapski Emirati.

Inovativnu studiju u cilju identifikovanja poreskih rajeva su sproveli Garcia-Bernardo i ostali (2017). Oni, naime, dele poreske rajeve na tradicionalne poreske rajeve (koji predstavljaju krajnja odredišta neoporezovanog ili nisko oporezovanog novca) i posredničke poreske rajeve (koji omogućavaju transfer novca u tradicionalne poreske rajeve bez značajnijeg poreskog opterećenja).

S tim u vezi, oni su sastavili listu na kojoj se nalazi osam teritorija koje predstavljaju tradicionalne i pet teritorija koje predstavljaju posredničke poreske rajeve. Na njihovoj listi se primarno nalaze egzotične karipske teritorije, ali je evidentno i prisustvo nekoliko članica Evropske unije među tradicionalnim (Kipar, Luksemburg i Malta), odnosno posredničkim (Republika Irska i Holandija) poreskim rajevima.

Izuzev članica Evropske unije koje su označene kao poreski rajevi, literatura ukazuje na još nekoliko članica koje imaju relativno povoljan poreski sistem. Tako, Jansky (2020) ukazuje na Mađarsku, u kojoj se, slično nekim drugim državama (poput Holandije ili Luksemburga), nalaze pravna lica posebne namene koja olakšavaju transfer novca između različitih država. Takođe, Garcia-Bernardo i ostali (2021) navode primer Belgije, u kojoj se nalazi nesrazmerno veliki broj holding kompanija (kao i u Holandiji ili Republici Irskoj).

Iako nisu članice Evropske unije, važno je ukazati na neke evropske države koje imaju značajnu ulogu u globalnim ekonomskim tokovima, a koje se često tretiraju kao poreski rajevi. Tako, Oxfam (2021) navodi Švajcarsku kao jedan od najvećih poreskih rajeva, dok je Garcia-Bernardo i ostali (2017), kao i Ujedinjeno Kraljevstvo, navode kao jedan od najvećih posredničkih poreskih rajeva u svetu.

Poreski rajevi i strane direktne investicije

SDI strukturirane preko poreskih rajeva imaju važan udeo u globalnim SDI, kako u najrazvijenijim državama, tako i u onim manje razvijenim. Razlog za to primarno treba tražiti u težnji za minimiziranjem poreskog opterećenja kroz korišćenje bilateralnih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja (Nakamoto i ostali, 2019), pri čemu je broj takvih ugovora izuzetno veliki – između razvijenih država, razvijenih i onih u razvoju, kao i između samih država u razvoju.

Investicije iz država koje se smatraju poreskim rajevima su posebno značajan izvor priliva SDI u državama u razvoju. Ovo se posebno odnosi na evropske države (primarno jugoistočne i istočne) koje pripadaju toj kategoriji. S tim u vezi, Bitzenis (2004) nalazi da Kipar i Luksemburg imaju izuzetno značajno mesto u strukturi SDI koje se slivaju u Bugarsku. On, nadalje, navodi da značajan deo investicija sa Kipra, zapravo, predstavljaju investicije grčkih rezidenata. Afrasinei i ostali (2016) nalaze da su brojna rumunska preduzeća u vlasništvu entiteta iz poreskih rajeva – primarno evropskih (na primer Holandija, Kipar i Luksemburg), ali i egzotičnih i udaljenih destinacija (na primer Britanska Devičanska ostrva, Kajmanska ostrva i Belize).

U kontekstu država bivše Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije, Deichmann (2013) navodi da značajan deo SDI koje se slivaju u Hrvatsku potiče iz Holandije. Takođe, on navodi da dobar deo američkih investitora svoje SDI u Hrvatskoj strukturira preko Holandije. Dodatno, Šabić i Halilbegović (2018) navode da značajan deo SDI koje se slivaju u Bosnu i Hercegovinu potiče iz Holandije i Švajcarske. Zapravo, ove dve države se nalaze u prvih deset država po poreklu SDI. Osmani i Ahmeti (2021) navode značajne iznose sumnjivog novca koji su se u formi SDI slili u Severnu Makedoniju sa Kipra, Holandskih Antila, Britanskih Devičanskih ostrva i Sent Vinsent i Grenadina.

Korišćenje poreskih rajeva za strukturiranje SDI nije neuobičajeno ni za ostale krajeve sveta. Primera radi, Behuria (2023) ukazuje na nekoliko poreskih rajeva (na primer Mauricijus i Hongkong) koje u značajnoj meri koriste investitori iz Indije i Kine prilikom strukturiranja svojih SDI. Takođe, Hejazi (2015) ukazuje na to da značajan broj kanadskih kompanija koristi povezane entitete na Barbadosu prilikom strukturiranja svojih SDI.

Pored toga, neka istraživanja nalaze da značajan deo SDI koje se slivaju u državu domaćina, zapravo, predstavljaju investicije rezidenata države domaćina, koje su samo strukturirane preko poreskih rajeva. Ove se posebno odnosi na države u razvoju, odnosno tranzicione i post-tranzicione države. Tako, Pelto i ostali (2004) nalaze značajno učešće SDI iz Kipra u istočnoevropske države, pri čemu smatraju da je značajan deo takvih kiparskih investicija, zapravo, ruskog porekla. Takođe, Kokko i Kravtstova (2012) nalaze značajan priliv SDI u Ukrajinu sa Kipra i Britanskih Devičanskih ostrva, pri čemu se značajan deo tih investicija odnosi na investicije ukrajinskih državljana koji teže da domaće investicije strukturiraju preko poreskih rajeva.

SDI iz poreskih rajeva su primetne i u Srbiji. Primarno je reč o investicijama koje dolaze iz evropskih država koje važe za poreske rajeve, poput Holandije, Kipra, Luksemburga ili Švajcarske, dok su u manjem stepenu prisutne SDI iz egzotičnih i udaljenih destinacija, poput Britanskih Devičanskih ostrva (Vržina, 2017). Posmatrajući filijale multinacionalnih kompanija, Vržina (2020) nalazi da je najviše filijala u vlasništvu entiteta iz Austrije i Holandije, premda je značajan broj filijala u vlasništvu švajcarskih entiteta. Ipak, on ne pronalazi razliku u finansijskim indikatorima između takvih i ostalih filijala, što ukazuje na činjenicu da se seljenje dobitka iz Srbije u poreske rajeve ne vrši u značajnijoj meri.

Neki autori (Lazar, 2014; Vržina, 2020) su pokušali da objasne zašto filijale ne vrše značajno seljenje dobitka u poreske rajeve, iako su u vlasništvu entiteta iz takvih država. Naime, takve filijale posluju u državama sa relativno niskim poreskim opterećenjem, pa bi efekti seljenja dobitka u poreske rajeve bili relativno mali. S tim u vezi, države domaćini u kojima takve filijale posluju, faktički, predstavljaju supstitut za tradicionalne poreske rajeve.

EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE

Podaci i metodologija

U istraživanju su korišćeni podaci o SDI u Evropskoj uniji i Srbiji. S tim u vezi, korišćeni su podaci Eurostata (2024a; 2024b) i Narodne banke Srbije (2024). Na nivou Evropske unije, posmatrane su kako SDI u Evropsku uniju, tako i SDI iz Evropske unije, s obzirom na to da su neke članice Evropske unije označene kao poreski rajevi, pa mogu imati ulogu i primaoca SDI, ali i stranog investitora. Slično tome, i na nivou Srbije su posmatrane SDI u kojima je Srbija primalac investicije, ali i SDI u kojima se srpska lica pojavljuju kao investitori. S obzirom na to da Srbija nije članica Evropske unije, za Srbiju su korišćeni podaci koje objavljuje UNCTAD (2024).

SDI se obično u literaturi kvantitativno analiziraju na jedan od dva načina: kao tok investicija (priliv ili odliv investicija u obračunskom periodu) ili stok investicija (stanje ukupnih ulaznih ili izlaznih investicija na kraju obračunskog perioda). U kontekstu podataka Eurostata, korišćeni su podaci o stoku ulaznih i izlaznih SDI sa Eurostat kodovima tec00105 i tec00106, respektivno. Dodatno, definisan je petogodišnji period uzorkovanja, od 2018. do 2022. godine, što je određeno dostupnošću podataka. U skladu sa raspoloživim podacima, za Srbiju su korišćeni

podaci o stoku SDI (UNCTAD, 2024) i podaci o državama iz kojih potiču SDI u Srbiji (Narodna banka Srbije, 2024).

Rezultati istraživanja

Strane direktne investicije u Evropskoj uniji

U Tabeli 1 je analiziran stok ulaznih SDI za sve članice Evropske unije u uzorkovanom periodu. Stok ulaznih SDI je prikazan kao procenat u odnosu na bruto domaći proizvod države. Primetno je da određene države, poput Luksemburga, Kipra, Holandije i Republike Irske, imaju ekstremno visok racio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda u svim posmatranim godinama. Ekstremno visok racio se javlja i u slučaju Malte, premda je poslednji podatak u Eurostat bazi objavljen za 2018. godinu. Važno je primetiti da se pomenute države gotovo neizostavno pojavljuju u prethodno analiziranim listama poreskih rajeva (Garcia-Bernardo i ostali, 2021; Oxfam, 2021; Tax Justice Network, 2021).

Pred ovih država, u Tabeli 1 se može identifikovati još nekoliko država sa neuobičajeno (premda umereno u odnosu na prethodno pomenute) visokim racijom. Tako, Belgija i Mađarska, takođe, imaju ovaj racio veći od 100%, premda je poslednji podatak za Belgiju u Eurostat bazi objavljen za 2019. godinu. I ovaj nalaz je u skladu sa nekim prethodnim napisima (Jansky, 2020; Garcia-Bernardo i ostali, 2021) o tome da Belgija i Mađarska predstavljaju članice Evropske unije sa relativno povoljnim poreskim sistemom.

U cilju adekvatnog interpretiranja razmera uočenih visokih racija stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda, korisno je uporediti ovaj racio za članice Evropske unije sa istovetnim racijom za ostale države. S tim u vezi, preuzeti su podaci o ovom raciju i za ostale države, sa zvanične internet prezentacije UNCTAD-a (engl. *United Nations Conference on Trade and Development*), premda je potrebno imati u vidu da se vrednosti racija kod Eurostata i UNCTAD-a mogu, obično u neznatnoj meri, razlikovati.

Posmatrajući racio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda za 2022. godinu za države koje nisu članice Evropske unije, ubedljivo najveći racio imaju Britanska Devičanska ostrva (69.897,56%) i Kajmanska ostrva (9.121,44%). Nakon njih, slede Hongkong (580,97%), Singapur (507,38%) i Angvila (320,63%). U prvih deset država se još nalaze Mozambik, Palau, Liberija, Kongo i Bahami. Primetno je da se među pobrojanim državama primarno nalaze države koje se uobičajeno smatraju poreskim rajevima.

Ukoliko se uporede rezultati za države članice Evropske unije i posmatrane države nečlanice, primetno je da brojne države Evropske unije imaju racio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda na nivou posmatranih država nečlanica, odnosno nekih od najpoznatijih poreskih rajeva na globalnom nivou. Ipak, neophodno je imati u vidu da priliv SDI u pomenute države ne mora biti isključivo posledica težnji za umanjnjem poreskog opterećenja.

Poreski motivisane investicije u poreskim rajevima i sličnim državama sa preferencijalnim poreskim sistemom se obično ostvaruju kroz osnivanje malog

preduzeća, u jednoj iznajmljenoj kancelariji (tzv. *mailbox kompanije*). Tako je u poreskim rajevima moguće pronaći zgrade u kojima je registrovano na hiljade preduzeća. S druge strane, mnogi investitori se odlučuju za investicije u poreskim rajevima iz neporeskih razloga – na primer fleksibilne regulative za otvaranje i vođenje preduzeća, tajnosti podataka o vlasničkoj strukturi i poslovanju preduzeća i slično. Konačno, neki investitori investiraju iz uobičajenih ekonomskih motiva, poput obavljanja delatnosti u toj državi (ovo se najčešće dešava u većim i razvijenijim državama koje važe za poreske rajeve, poput Holandije ili Republike Irske).

Tabela 1. Odnos stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda (u %)

Država	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Austrija	55,8	42,5	45,1	47,1	44,4
Belgija	102,1	114,2	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Bugarska	76,2	74,9	79,3	71,9	62,8
Češka Republika	67,6	67,6	73,7	74,3	68,8
Danska	40,4	40,9	41,7	39,5	36,8
Estonija	84,2	89,4	103,3	101,4	91,6
Finska	26,7	31,8	31,0	30,4	29,0
Francuska	30,5	30,4	33,5	33,3	31,9
Grčka	17,0	21,9	19,3	21,1	22,9
Holandija	516,7	497,4	460,5	440,0	410,0
Hrvatska	43,4	44,9	48,2	46,2	40,0
Italija	21,0	22,0	24,0	22,0	22,1
Kipar	1.726,3	1.850,2	1.811,2	1.614,1	1.435,6
Letonija	52,6	52,5	55,8	63,6	58,0
Litvanija	37,4	42,3	48,0	48,0	44,3
Luksemburg	5.460,8	5.168,5	4.831,3	4.303,4	3.644,6
Mađarska	114,1	145,3	202,6	206,0	191,5
Malta	1.390,5	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Nemačka	24,4	24,7	27,6	25,8	26,4
Poljska	40,0	40,4	40,2	41,8	38,6
Portugal	66,4	68,6	74,2	75,0	70,1
Republika Irska	267,5	302,9	307,0	289,7	253,5
Rumunija	39,4	39,4	41,2	41,5	37,7
Slovačka	56,8	<i>n.o.</i>	56,1	52,7	49,1
Slovenija	33,0	33,3	35,4	35,9	35,4
Španija	54,6	55,5	62,7	61,7	60,0
Švedska	63,8	64,9	71,5	69,8	66,7
Medijana EU-27	55,8	52,5	55,8	52,7	49,1

Napomena: n.o. – nije objavljen podatak; Izvor: Eurostat (2024a).

S druge strane, važno je ispitati i izlazne SDI iz poreskih rajeva, s obzirom na to da poreski rajevi mogu često biti posrednici kod strukturiranja SDI. S tim u vezi, u Tabeli

2 je analiziran stok izlaznih SDI za sve članice Evropske unije u uzorkovanom periodu. Stok izlaznih SDI je prikazan kao procenat u odnosu na bruto domaći proizvod države. Podaci iz tabele ukazuju na to da države koje su imale najveći ratio stoka ulaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda (Luksemburg, Kipar, Holandija i Republika Irska) imaju, istim redosledom, i najveći ratio stoka izlaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda. Sličan zaključak se može izvesti i za ostale pomenute države u kontekstu ovih racija – Maltu, Mađarsku i Belgiju.

Tabela 2. Odnos stoka izlaznih SDI i bruto domaćeg proizvoda (u %)

Država	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Austrija	63,5	54,8	56,0	57,8	55,9
Belgija	112,8	127,3	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Bugarska	4,0	4,1	4,7	4,3	3,9
Češka Republika	14,5	17,8	19,4	20,6	18,9
Danska	64,2	67,3	68,1	70,9	62,9
Estonija	26,7	32,3	33,1	35,6	33,5
Finska	47,8	54,4	49,5	49,8	48,6
Francuska	55,7	52,5	54,7	53,8	52,9
Grčka	9,5	9,3	6,8	7,2	7,6
Holandija	644,1	630,8	592,2	557,2	502,7
Hrvatska	7,2	7,7	10,8	10,1	8,9
Italija	27,3	27,7	28,8	27,2	26,9
Kipar	1.760,2	1.892,7	1.802,7	1.498,1	1.301,4
Letonija	7,0	6,3	6,9	16,0	13,8
Litvanija	8,9	12,9	17,3	18,0	15,7
Luksemburg	6.686,8	6.369,4	5.875,0	5.415,9	4.832,3
Mađarska	76,2	108,8	161,7	163,1	150,3
Malta	471,1	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>	<i>n.o.</i>
Nemačka	42,7	46,7	48,4	49,6	50,9
Poljska	4,3	4,5	4,2	4,3	4,4
Portugal	26,4	25,3	26,5	26,2	25,1
Republika Irska	252,1	281,1	274,5	303,0	222,2
Rumunija	0,6	1,0	1,1	1,2	1,5
Slovačka	4,5	<i>n.o.</i>	4,8	4,6	4,6
Slovenija	13,2	14,1	14,9	15,1	15,1
Španija	44,0	46,1	45,0	43,9	42,6
Švedska	71,1	76,6	79,7	78,8	82,2
Medijana EU-27	42,7	46,1	33,1	35,6	33,5

Napomena: n.o. – nije objavljen podatak; Izvor: Eurostat (2024b).

Predstavljeni rezultati ukazuju na to da nekoliko država Evropske unije (na primer Holandija, Kipar, Luksemburg, Malta i Republika Irska) ima karakteristike poreskih rajeva u kontekstu priliva i odliva SDI. Takođe, s obzirom na to da imaju relativno

visoke iznose i ulaznih i izlaznih SDI, ove države imaju karakteristike posredničkih poreskih rajeva. To implicira da strani investitori ove države koriste kako bi strukturirali SDI u trećim državama.

Ipak, potrebno je imati u vidu da visok nivo izlaznih SDI iz jedne države ne znači nužno da ta država predstavlja poreski raj. Primera radi, ukoliko je reč o razvijenoj državi, rezidentna preduzeća (osnovana od strane rezidenata) koja obavljaju stvarnu privrednu aktivnost u njoj, mogu vrši SDI. Tako je moguće identifikovati veliki broj holandskih kompanija koje su izvorno osnovane u Holandiji, a koje imaju SDI u brojnim državama – primera radi, u realnom sektoru su poznati holandski proizvođač električnih aparata *Philips*, alkoholnih pića *Heineken* ili trgovinski lanac *Ahold Delhaize*, dok su u finansijskom sektoru poznati holandska banka *Rabobank* ili osiguravajuće društvo *ING Group*.

Strane direktne investicije u Srbiji

U Tabeli 3 je prikazan racio stoka ulaznih, odnosno izlaznih, SDI i bruto domaćeg proizvoda za Srbiju, u periodu od 2018. do 2022. godine. S tim u vezi, u svakoj godini je moguće identifikovati značajan disbalans između ova dva racija, koji ukazuje na to da su SDI u kojima je Srbija primalac investicije višestruko veće od SDI u kojima je Srbija investitor.

Tabela 3. Odnos stoka ulaznih (levo), odnosno izlaznih (desno), SDI i bruto domaćeg proizvoda (u %)

Godina	Ulazne SDI	Izlazne SDI
2018.	79,57	7,51
2019.	85,08	7,90
2020.	97,87	8,52
2021.	82,79	7,18
2022.	84,17	7,10

Izvor: UNCTAD (2024).

Posmatrajući prethodno prezentovane podatke, moguće je zaključiti da je Srbija, po analiziranom odnosu ulaznih i izlaznih SDI, slična manje razvijenim članicama Evropske unije (koje imaju relativno visok nivo ulaznih SDI i relativno nizak nivo izlaznih SDI), poput Bugarske, Letonije ili Slovačke. To ukazuje na činjenicu da se ove države koriste kao krajnja odredišta SDI, odnosno da se u izuzetno maloj meri koriste kao posredničke države prilikom strukturiranja SDI u trećoj državi.

Dodatno, na zvaničnoj internet prezentaciji Narodne banke Srbije (2024) je moguće naći podatke o prilivu SDI u Srbiju po godinama. Takođe, dostupni su podaci o državama porekla ovih investicija. Ubedljivo najveći priliv SDI u 2022. godini je ostvaren iz Kine (premda je potrebno imati u vidu da je u poslednjoj deceniji najveći godišnji priliv SDI najčešće realizovan iz Holandije). Na drugom mestu se nalazi Rusija, a na trećem mestu Velika Britanija. U prvih deset država se, redom, nalaze i Nemačka, Austrija, Japan, Švajcarska, Kipar, Slovenija i Holandija.

Iz prethodnog je primetno da značajan deo SDI koje pristižu u Srbiju, zapravo, pristiže iz država koje važe za poreske rajeve – Švajcarske, Kipra i Holandije. Posmatrajući period od 2018. do 2022. godine, investitori iz Holandije su se konstantno nalazili među deset najvećih investitora, po godišnjim prilivima SDI.

U kontekstu ostalih poreskih rajeva, Kipar se nalazio među prvih deset država u periodu od 2020. do 2022. godine. Švajcarska se nalazila među deset država u 2019. i 2021. godini, Malta se nalazila među deset država u 2020. godini, dok se Luksemburg nalazio među deset država u 2019. godini.

Situacija u vezi sa prilivom SDI u Srbiju se dodatno komplikuje imajući u vidu mrežu ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja koju Srbija ima. Naime, sa svim prethodno pomenutim državama (Holandija, Kipar, Luksemburg, Malta i Švajcarska) Srbija ima potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja. S tim u vezi, transakcije kojima bi se vršilo eventualno seljenje dobitka u te države i izbegavanje poreza u Srbiji bi bile olakšane, odnosno bile bi predmet relaksiranijeg oporezivanja porezom po odbitku. Ipak, treba imati u vidu da je poresko opterećenje (posebno opterećenje porezom na dobitak) u Srbiji relativno nisko, što može demotivisati multinacionalne kompanije da vrše ovakve transakcije.

ZAKLJUČAK

U savremenom svetu, SDI se smatraju važnim faktorom rasta i razvoja nacionalnih ekonomija, posebno onih manje razvijenih koje nemaju dovoljno sopstvenih resursa za finansiranje ekonomskog rasta. Međutim, često se zapostavlja činjenica da strani investitori (primarno multinacionalne kompanije) neretko strukturiraju svoje SDI preko poreskih rajeva, čime u značajnoj meri izbegavaju poreske obaveze. Stoga je u ovom radu analiziran značaj poreskih rajeva za strukturiranje SDI, sa posebnim akcentom na evropske države.

Rezultati istraživanja su pokazali da brojne evropske države koje se često označavaju kao poreski rajevi (na primer Holandija, Kipar, Luksemburg, Malta i Republika Irska) imaju relativno visok nivo ulaznih i izlaznih SDI. To ukazuje na činjenicu da se značajan deo SDI strukturira preko poreskih rajeva. Takođe, to ukazuje na činjenicu da te države imaju ulogu posredničkih država prilikom strukturiranja SDI. Ovi rezultati su saglasni sa rezultatima brojnih prethodnih empirijskih istraživanja (na primer Garcia-Bernardo i ostali, 2018; Nakamoto i ostali, 2019; Temouri i ostali, 2022).

Drugi deo empirijskog istraživanja je pokazao da značajan deo priliva SDI u Srbiju potiče iz poreskih rajeva, a primarno evropskih. Drugim rečima, priliv SDI iz tradicionalnih poreskih rajeva, egzotičnih i udaljenih destinacija (na primer Britanska Devičanska ostrva, Kajmanska ostrva ili Panama) je zanemarljiv, ali je priliv investicija iz Holandije, Kipra i Švajcarske izuzetno značajan. Ovi rezultati su, takođe, saglasni sa rezultatima brojnih prethodnih empirijskih istraživanja (na primer Bitzenis, 2004; Afrasinei i ostali, 2016; Šabić i Halilbegović, 2018; Osmani i Ahmeti, 2021) o tome da se značajan deo priliva SDI u tranzicione i post-tranzicione države odnosi na prilive iz poreskih rajeva.

Autor veruje da predstavljeni rezultati mogu imati značajne implikacije na brojne interesne grupe. Kreatori makroekonomske politike treba da budu upoznati sa strukturom priliva SDI, odnosno činjenicom da značajan deo SDI potiče iz poreskih rajeva. Ovakva okolnost ih treba posebno zabrinuti ukoliko njihova država ima potpisan ugovor o izbegavanju dvostrukog oporezivanja sa poreskim rajem iz kojeg investicija dolazi. Jednostavno, u takvim okolnostima su mogućnosti za izbegavanje poreza izuzetno velike. S druge strane, menadžeri multinacionalnih kompanija treba da budu upoznati sa svim mogućnostima za ostvarivanje poreskih ušteda prilikom strukturiranja SDI. Korišćenjem pomenutih ugovora o izbegavanju dvostrukog oporezivanja, uštede se mogu ostvariti primarno u domenu poreza na dobitak, odnosno poreza po odbitku.

Predstavljene rezultate istraživanja treba tumačiti u svetlu određenih ograničenja. Posmatran je relativno kratak vremenski period, odnosno ograničen broj država sa ograničenim setom podataka. Moguće je da bi rezultati bili drugačiji u slučaju korišćenja drugačijih podataka. Takođe, neophodno je imati u vidu da investiranje u države koje se smatraju poreskim rajevima može biti izvršeno i iz stvarnih ekonomskih motiva (poput obavljanja proizvodne delatnosti), a ne isključivo iz motiva izbegavanja poreza.

Buduća istraživanja bi mogla obuhvatiti veći broj država domaćina, te koristiti detaljnije podatke o prilivima SDI. Takođe, mogla bi koristiti mikroekonomske podatke (iz finansijskih izveštaja) preduzeća koja su u vlasništvu entiteta iz poreskih rajeva, kako bi se ispitali finansijski efekti takvih vlasničkih struktura.

LITERATURA

- Afrasinei, M., Georgescu, I., & Georgescu, M.** (2016). Analysis of the Presence of Romanian Listed Companies in Tax Havens. *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, 2016, 1-13.
- Arel-Bundock, V.** (2017). The Unintended Consequences of Bilateralism: Treaty Shopping and International Tax Policy. *International Organization*, 71:2, 349-371.
- Behuria, P.** (2023). The Political Economy of a Tax Haven: The Case of Mauritius. *Review of International Political Economy*, 30:2, 772-800.
- Bellak, C., & Leibrecht, M.** (2009). Do Low Corporate Income Tax Rates Attract FDI? – Evidence from Central- and East European Countries. *Applied Economics*, 41:21, 2691-2703.
- Beyer, J.** (2002). „Please Invest in Our Country“ – How Successful were the Tax Incentives for Foreign Investment in Transition Countries? *Communist and Post-Communist Studies*, 35:2, 191-211.
- Bitzenis, A.** (2004). Explanatory Variables for Low Western Investment Interest in Bulgaria. *Eastern European Economics*, 42:6, 5-38.
- Blomstrom, M., Kokko, A., & Mucchielli, J.** (2003). The Economics of Foreign Direct Investment Incentives. In *Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries*, ed. H. Hermann and R. Lipsey, 37-60. Springer: Heidelberg.
- Deichmann, J.** (2013). Origins of Foreign Direct Investment in Croatia: Application of an Expanded Gravity Model. In *Balkan and Eastern European Countries in the Midst of the Global Economic Crisis*, ed. A. Karasavoglou and P. Polychronidou, 3-21, Heidelberg: Physica.

- Eurostat** (2024a). Inward FDI Stocks in % of GDP. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tec00105> (01.09.2024).
- Eurostat** (2024b). Outward FDI Stocks in % of GDP. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tec00106> (01.09.2024).
- Farny, O., Franz, M., Gerhartinger, P., Lunzer, G., Neuwirth, M., & Saringer, M.** (2015). *Tax Avoidance, Tax Evasion and Tax Havens*. Wien: Arbeiterkammer.
- Fatemi, D., & Kim, J.** (2024). Information Asymmetry in Non-US Stocks: The Compounding and Mitigating Effects of Tax Havens and Corruption. *Global Finance Journal*, 59:1, 100928.
- Garcia-Bernardo, J., Fichtner, J., Takes, F., & Heemskerk, E.** (2017). Uncovering Offshore Financial Centers: Conduits and Sinks in the Global Corporate Ownership Network. *Scientific Reports*, 7:1, 1-10.
- Garcia-Bernardo, J., Jansky, P., & Torslov, T.** (2021). Multinational Corporations and Tax Havens: Evidence from Country-by-Country Reporting. *International Tax and Public Finance*, 28:6, 1519-1561.
- Hejazi, W.** (2015). Barbados: Vital to Canada's Global Competitiveness. *Transnational Corporations Review*, 7:1, 22-43.
- Hong, S.** (2018). Tax treaties and foreign direct investment: a network approach. *International Tax and Public Finance*, 25:5, 1277-1320.
- Jalan, A., & Vaidyanathan, R.** (2017). Tax Havens: Conduits for Corporate Tax Malfeasance. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 25:1, 86-104.
- Kokko, A., & Kravtsova, V.** (2012). Regional Characteristics and Effects of Inward FDI: The Case of Ukraine. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 3:2, 91-118.
- Kosenkova, Y., Chernov, S., & Shestak, V.** (2022). Modern Tax Havens: The Experience of European Countries. *Montenegrin Journal of Economics*, 18:4, 61-70.
- Lazar, S.** (2014). Determinants of Variability of Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Romanian Listed Companies. *Emerging Markets Finance & Trade*, 50(S4), 113-131.
- Nakamoto, T., & Ikeda, Y.** (2018). Identification of Conduit Jurisdictions and Community Structures in the Withholding Tax Network. *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 15:2, 477-493.
- Nakamoto, T., Chakraborty, A., & Ikeda, Y.** (2019). Identification of Key Companies for International Profit Shifting in the Global Ownership Network. *Applied Network Science*, 4:1, 1-26.
- Nikolić, G., & Zvezdanović Lobanova, J.** (2024). Komparativna analiza dinamike BDP-a Srbije 2000-2024. *Finansije*, 79:1-3, 1-16.
- Narodna banka Srbije** (2024). Platni bilans. Dostupno na: www.nbs.rs/sr/drugi-nivo-navigacije/statistika/platni_bilans/index.html (01.09.2024).
- Orlov, M.** (2004). The Concept of Tax Haven: A Legal Analysis. *Intertax*, 32:2, 95-111.
- Osmani, R., & Ahmeti, L.** (2021). FDI in North Macedonia. In Foreign Direct Investment in the Successor States of Yugoslavia, ed. J. Deichmann et al., 141-166, Cham: Springer.
- Oxfam** (2021). Once Again, the EU Lets Tax Havens Off the Hook. Dostupno na: www.oxfam.org/en/press-releases/once-again-eu-lets-tax-havens-hook (01.09.2024).
- Pelto, E., Vahtra, P., & Liuhto, K.** (2004). Cyp-Rus Investment Flows to Central and Eastern Europe – Russia's Direct and Indirect Investments via Cyprus to CEE. *Journal of Business Economics and Management*, 5:1, 3-13.
- Šabić, E., & Halilbegović, S.** (2018). Attracting Foreign Direct Investment in Developing Countries: Why Bosnia and Herzegovina Should Be Learning from China? *Ecoforum*, 7:3, 9-21.
- Tax Justice Network** (2021). Corporate Tax Haven Index – 2021 Results. Dostupno na: cthi.taxjustice.net/en/ (01.09.2024).

- Temouri, Y., Budhwar, P., Jones, C., Ylonen, M., Pereira, V., & Cobham, A.** (2022). Tax Havens and International Business: A Conceptual Framework of Accountability-Avoiding Foreign Direct Investment. *International Journal of Management Reviews*, 24:3, 309-332.
- UNCTAD** (2024). Foreign Direct Investment: Inward and Outward Flows and Stock, Annual. Dostupno na: <https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.FdiFlowsStock> (01.09.2024).
- Vallespinos, M.** (2020). Can the WTO Stop the Race to the Bottom? Tax Competition and the WTO. *Virginia Tax Review*, 40:1, 93-174.
- Vogiatzoglou, K.** (2018). Differences in Inward FDI Performance between the Southern Eurozone and Eastern EU Members: A Panel-Data Analysis Over 2004-2016. *Economic Themes*, 56:4, 519-532.
- Vržina, S.** (2017). Računovodstveni aspekt ošor poslovanja privrednih društava. *Finansije*, 72:1-6, 82-100.
- Vržina, S.** (2020). Profit Shifting to European Tax Havens: The Case of Subsidiaries of Multinational Companies in Serbia. *Teme*, 44:4, 1441-1456.
- Weyzig, F.** (2013). Tax Treaty Shopping: Structural Determinants of Foreign Direct Investment Routed Through the Netherlands. *International Tax and Public Finance*, 20:6, 910-937.

TAX ASPECT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENTS: THE ROLE OF TAX HAVENS

Stefan VRŽINA

Abstract

Due to its economic importance, foreign direct investments (FDI) were subject of numerous prior studies. However, often is neglected a fact that FDI are frequently structured through tax havens in order to avoid taxes. The problem is further complicated as companies (primarily multinational ones) use not only remote and exotic destinations as tax havens, but also various European countries. Research results show that many European countries, that are often listed as tax havens, have unusually high level of both inward and outward FDI. It implies that these countries have a conduit role in structuring FDI. In addition, it implies that a significant portion of FDI in Europe is organized through tax havens. Research also showed that significant portion of FDI inflows in Serbia comes from tax havens, primarily the European ones.

Keywords: *tax avoidance, tax haven, foreign direct investment, multinational companies*

MENADŽMENT RIZIKA I FORENZIČKO RAČUNOVODSTVO U USLOVIMA INFLACIJE

Edin GLOGIĆ¹

Apstrakt

Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije je važan aspekt savremenog poslovanja koji zahtijeva pažljivo planiranje i pravovremene intervencije. U ovom istraživanju analiziramo ključne rizike koji se javljaju u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije i identificiramo uzroke tih rizika te procjenjujemo njihov uticaj na poslovanje i finansijske izvještaje. Koristimo kvalitativni istraživački pristup, a podaci su prikupljeni putem intervjuiranja stručnjaka iz područja forenzičkog računovodstva i revizije. Naši rezultati ukazuju na to da su ključni rizici u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije povezani s valutnom devalvacijom, poremećajima u lancu opskrbe i promjenama u regulatornom okruženju. Valutna devalvacija utiče na vrijednost imovine te može dovesti do prevara vezanih za devize. Poremećaji u lancu opskrbe, poput nestašice robe ili usluga, mogu dovesti do lažnih transakcija i zloupotrebe povjerenja. Promjene u regulatornom okruženju, kao što su promjene poreznih zakona ili propisa o računovodstvu, mogu uzrokovati poteškoće u usklađivanju s novim propisima. S obzirom na to da su rizici u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije vrlo složeni, zahtijevaju pažljivo planiranje i upravljanje. Stoga smo razvili pristup za upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije koji uključuje identifikaciju rizika, procjenu njihovog uticaja i planiranje adekvatnih intervencija. Naš pristup također uključuje nadzor nad rizicima, što omogućuje pravovremene reakcije u slučaju nastanka problema. Konačno, zaključujemo da je upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije ključan element uspješnog poslovanja. Naš pristup pruža temelj za daljnja istraživanja i razvoj novih metoda za upravljanje rizicima u ovom području.

Ključne riječi: *forenzičko računovodstvo, upravljanje rizikom, inflacija, finansijsko izvještavanje.*

JEL: *M41, E31, D81*

¹ Prof. dr Edin Glogić, vanredni profesor, Univerzitet FINRA Tuzla, Ekonomski fakultet, Bosna i Hercegovina, edin.glogic@finra.edu.ba, <https://orcid.org/0000-0002-7664-0595>

UVOD

Pregled forenzičkog računovodstva i inflacije

Forenzičko računovodstvo predstavlja specijaliziranu granu računovodstva koja se fokusira na otkrivanje i prevenciju finansijskih prevara, korupcije, te zloupotreba unutar organizacija. Njegova osnovna svrha je prikupljanje i analiza finansijskih informacija koje se koriste u sudskim procesima, unutrašnjim istragama ili regulatornim tijelima. Uloga forenzičkog računovodstva postaje posebno značajna u nestabilnim ekonomskim uslovima, kao što je inflacija, kada su rizici prevara i finansijskih malverzacija veći zbog poremećaja u tržišnim uslovima. Inflacija, koja se odnosi na kontinuirani rast cijena robe i usluga, izaziva niz strukturnih i finansijskih promjena unutar ekonomija i poslovnih subjekata. Kako se vrijednost valute smanjuje, sposobnost kompanija da održavaju finansijsku stabilnost biva narušena, što može rezultirati povećanim pritiskom na menadžere i računovodstvene timove. U ovim uslovima, kompanije su često suočene s lažnim prikazivanjem finansijskih izvještaja, manipulacijama vrijednošću imovine, te zloupotrebom resursa. Ovi faktori čine upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu posebno važnim tokom inflacije.

Korporativni menadžment rizika u forenzičkom računovodstvu je proces koji uključuje identifikovanje i procjenu potencijalnih rizika firme i potom kreiranje i implementaciju strategije da se ti rizici ublaže:

- **Procjena rizika**
U ovom procesu forenzički računovođe vrednuju vjerovatnoće i uticaje na potencijalnih firma na firmu. To čine kroz analizu transakcija, njihovih karakteristika i obrazaca te kroz identifikovanje istorijskih trendova.
- **Procjena kontrola sa aspekta forenzičkog računovodstva**
Forenzičke računovođe vrednuju efektivnost postojećeg sistema internih kontrola i pružaju preporuke za njihovo unapređenje.
- **Analiza scenarija pronevjera**
Forenzičke računovođe kroz simulacione scenarije sagledavaju potencijalne korporativne prevarne aktivnosti i radnje sa ciljem da testiraju efikasnost postojećih internih kontrola i okruženja.
- **Okvir menadžmenta rizika**
Analitički okvir forenzičkog računovodstva za sferu i funkciju upravljanja rizikom pomaže biznisu da zaštiti svoja sredstva i preventivno djeluju u odnosu na agresivne aktivnosti finansijskog kriminala. Okvir menadžmenta rizika firme pomaže kompaniji da identifikuje, procjeni i ublažava rizike (na primjer: okvir može alarmirati da postoje finansijske neregularnosti, te može pokrenuti istragu forenzičkog računovodstva. Time forenzičke računovođe pomažu biznisima da zaštite svoja sredstva i preveniraju finansijski kriminal. Time ova ugledna profesija značajno doprinosi u prevenciji i ranoj detekciji pronevjera tako što inkorporira procjenu rizika pronevjera u svoj rad. U sve nestabilnijem poslovnom okruženju posebno u uslovima otvorene ili

prikrivene inflacije kompanije treba da unaprijede svoje funkcije menadžmenta rizika u čemu im značajnu pomoć u rješavanju ovih problema upravo pruža kvalitetno forenzičko računovodstvo.

Istraživački problem

Cilj ovog istraživanja je analizirati upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije, identificirati glavne rizike i procijeniti njihov uticaj na poslovne operacije i finansijske izvještaje. U inflatornim uslovima, organizacije se suočavaju s raznim izazovima, uključujući poremećaje u lancu opskrbe, devalvaciju valute i promjene u regulatornom okruženju. Ovi faktori mogu povećati rizik od finansijskih prevara, što dodatno otežava pravilno vođenje finansijskih poslova. Stoga je potrebno razviti strategije za upravljanje ovim rizicima kako bi se osigurala finansijska stabilnost i integritet organizacije.

Ciljevi istraživanja

Istraživanje ima sljedeće ključne ciljeve:

- Identificirati ključne rizike u forenzičkom računovodstvu koji proizlaze iz inflacije.
- Procijeniti uticaj inflacije na finansijsko izvještavanje i poslovne odluke.
- Analizirati primjenu forenzičkih računovodstvenih alata u prevenciji prevara u inflatornim uslovima.
- Razviti okvir za upravljanje rizicima koji bi mogao pomoći organizacijama u prilagođavanju inflatornim pritiscima.

Značaj istraživanja

Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije je ključno za očuvanje integriteta finansijskih izvještaja i poslovne stabilnosti. Usljed rastuće inflacije, organizacije su sve više izložene rizicima prevara i korupcije, što može imati dalekosežne posljedice na poslovanje, reputaciju i pravnu odgovornost. Ovo istraživanje ima za cilj pružiti dubinsku analizu tih rizika i ponuditi praktična rješenja za njihovo upravljanje, čime doprinosi kako akademskoj literaturi, tako i poslovnoj praksi.

Struktura rada

Rad je podijeljen na nekoliko ključnih poglavlja. Nakon uvoda, slijedi pregled relevantne literature o forenzičkom računovodstvu i uticaju inflacije na finansijsko izvještavanje. Zatim se opisuje metodologija korištena za prikupljanje i analizu podataka. Nakon toga, u odjeljku rezultata, prikazuju se ključni nalazi istraživanja, uključujući identifikaciju glavnih rizika i primjenu forenzičkih alata. Diskusija se fokusira na interpretaciju rezultata u kontekstu postojećih istraživanja, a u završnim

poglavljima predlaže se okvir za upravljanje rizicima i daju preporuke za daljnja istraživanja.

PREGLED LITERATURE

Forenzičko računovodstvo

Forenzičko računovodstvo je specijalizirana grana računovodstva koja se bavi istraživanjem, otkrivanjem i sprječavanjem finansijskih prevara. Cilj forenzičkog računovodstva je prikupljanje i analiza računovodstvenih podataka koji će se koristiti u pravnim postupcima, sudskim istragama ili u internim istragama organizacija. Prema Crumbley, Heitgeru i Smithu (2017), forenzičko računovodstvo integrira računovodstvo, reviziju i pravne aspekte kako bi se otkrile malverzacije i prekršaji unutar organizacija. Kao što navodi Bhasin (2016), "Forenzičko računovodstvo ima ključnu ulogu u otkrivanju i prevenciji prevara, što uključuje analizu finansijskih izvještaja i reviziju transakcija kako bi se otkrili potencijalni dokazi o nepravilnostima." Ova disciplina dobija na značaju s obzirom na sve veće prijetnje finansijskim sistemima širom svijeta, posebno u vrijeme ekonomske nestabilnosti, poput inflacije. Forenzičko računovodstvo koristi niz naprednih tehnika i alata, uključujući analizu podataka, softverske aplikacije za otkrivanje prevara i digitalnu forenziku. U posljednjem desetljeću, organizacije se sve više oslanjaju na digitalne forenzičke alate kako bi poboljšale svoje sposobnosti za sprječavanje prevara, a Skousen i Wright (2020) ističu da "digitalna analiza i upotreba naprednih statističkih modela postaju centralna komponenta u otkrivanju finansijskih malverzacija."

Inflacija i finansijsko izvještavanje

Inflacija je ekonomski fenomen koji uzrokuje kontinuirani rast cijena roba i usluga, čime se smanjuje vrijednost novca. U kontekstu računovodstva, inflacija ima značajan uticaj na tačnost i transparentnost finansijskih izvještaja. Li, Luo i Yang (2019) ističu da inflacija može dovesti do pogrešnih procjena vrijednosti imovine i obaveza, što posljedično otežava donošenje tačnih poslovnih odluka. "U uslovima inflacije, finansijski izvještaji često ne odražavaju stvarnu vrijednost imovine, što može dovesti do prevara ili manipulacija," objašnjavaju autori. Također, inflacija može izazvati poremećaje u lancu opskrbe, povećati troškove zaduživanja i smanjiti kupovnu moć organizacija. Organizacije koje posluju u uslovima visoke inflacije suočene su s pritiskom da prilagode svoje računovodstvene metode kako bi precizno prikazale finansijsko stanje. Studije su pokazale da su precizno računovodstvo i transparentnost ključni u sprječavanju prevara i zadržavanju povjerenja investitora u inflatornim periodima (Enofe, Okpako, & Atube, 2013).

Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu

Upravljanje rizicima predstavlja ključnu funkciju u forenzičkom računovodstvu, posebno u uslovima inflacije kada su organizacije podložnije prevarama. Prema Satyanarayanu i Raou (2020), efikasno upravljanje rizicima uključuje identifikaciju, procjenu i kontrolu rizika koji mogu ugroziti finansijsku stabilnost organizacija.

"Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu postaje posebno važno tokom inflacije, jer poremećaji u tržištu mogu povećati sklonost prevarama," navode autori. Jedan od glavnih pristupa u sprječavanju prevara je proaktivno korištenje forenzičkih alata za praćenje i analizu transakcija u realnom vremenu. Skousen i Wright (2020) naglašavaju da "forenzičke metode i statistički modeli za analizu transakcija pružaju organizacijama mogućnost pravovremenog otkrivanja nepravilnosti." Ovi alati omogućavaju brzu reakciju na potencijalne rizike i smanjuju mogućnost manipulacija. Osim tehnoloških alata, ključnu ulogu igra i kontinuirana edukacija zaposlenika. Bhasin (2016) ističe da su "edukacija i obuka zaposlenika ključni u prevenciji prevara, jer omogućavaju računovođama da prepoznaju znakove potencijalnih malverzacija." Forenzičko računovodstvo mora biti neprestano prilagođeno izazovima koje donosi inflacija, što podrazumijeva kontinuirano prilagođavanje novih tehnika i tehnologija. Madžar, Mirjanić, Karić (2023) su kreirali metodološki pristup kvantifikovanju investicionog rizika u akcije iz berzanskog indeksa Belex 15, primjenom Beta koeficijenta i priagođenog Beta koeficijenta. Metodološko-teorijski model omogućava forenzičkoj reviziji da analizira ove tipove rizika i objektivizira u odnosu na korporativno implementiranu politiku i efikasnost menadžmenta rizika. Kvalitet finansijskog izvještavanja posebno obavezne primjene regulatornog okvira Međunarodnih standarda finansijskog izvještavanja je polazna tačka analize efikasnosti i efektivnosti korporativne funkcije menadžmenta rizika, Borović (2023). Kompleksni berzanski transakcioni aranžmani počev od valutnog pa do hedžinga berzanskih sirovina su također značajan segment analiza forenzičkog računovodstva, za šta kreira dodatni prostor rad Pobrić (2019). U analizi kompleksnih računovodstvenih aspekata ofšor poslovnih operacija Vržina (2017) omogućava pristup forenzičkom računovodstvu ovoj grupi kompleksnih poslovnih aranžmana, dok Kovačević (2014) elaborira kompleksni model derivativnih berzanskih aranžmana sa osvrtom na Srbiju.

Nedostaci u dosadašnjim istraživanjima

Iako su se mnoga istraživanja fokusirala na forenzičko računovodstvo i prevenciju prevara, postoji ograničen broj studija koje detaljno analiziraju ulogu forenzičkog računovodstva u uslovima inflacije. Specifični alati i pristupi koji bi mogli pomoći organizacijama da se nose s izazovima inflacije i dalje su slabo istraženi. Prema Rezaee i Wangu (2019), "nedovoljna upotreba modernih tehnologija, poput analize velikih podataka i digitalne forenzike, može ograničiti sposobnost organizacija da spriječe prevare u inflatornim uslovima."

Ovo istraživanje teži popuniti te praznine i pružiti temelj za daljnja istraživanja koja se fokusiraju na specifične strategije upravljanja rizicima tokom inflatornih perioda. Implementacija novih forenzičkih alata i kontinuirano usavršavanje zaposlenika trebali bi biti prioritet u modernim organizacijama kako bi se osigurala efikasnost u sprječavanju prevara u složenim ekonomskim uslovima.

METODOLOGIJA

Istraživački dizajn

Ovo istraživanje koristi kvalitativni istraživački pristup, kombinovan s kvantitativnom analizom podataka prikupljenih putem ankete. Korištenjem intervjua sa stručnjacima iz oblasti forenzičkog računovodstva i revizije, te ankete među finansijskim stručnjacima, cilj je bio identificirati i detaljno analizirati ključne rizike u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije. Primarna metoda istraživanja uključivala je distribuciju anketnog upitnika finansijskim stručnjacima i računovođama u regionu. Korišteni upitnik sadržavao je pitanja o iskustvima s inflacijom, korištenju forenzičkih računovodstvenih alata, te načinima na koje organizacije reagiraju na inflatorne pritiske. Rezultati ankete omogućili su detaljnu procjenu učestalosti i ozbiljnosti različitih rizika, kao i primjenu statističkih metoda u analizi rezultata.

Prikupljanje podataka

Podaci su prikupljeni kroz dva osnovna izvora:

- **Intervjui sa stručnjacima:** Za potrebe istraživanja provedeni su intervjui s deset iskusnih forenzičkih računovođa i revizora, koji su podijelili svoja iskustva u radu s organizacijama u inflatornim uslovima. Ovi intervjui su omogućili dublje razumijevanje specifičnih izazova i rizika s kojima se suočavaju organizacije prilikom upravljanja rizicima u inflatornim okruženjima.
- **Anketni upitnik:** Anketa je provedena među finansijskim stručnjacima, a pitanja su bila usmjerena na procjenu učestalosti korištenja forenzičkih alata, reakcije organizacija na inflatorno okruženje, te iskustava u vezi s manipulacijama i prevarama tokom inflacije. Upitnik je sadržavao kombinaciju zatvorenih i Likertovih skala pitanja, što je omogućilo kvantitativnu analizu. Ukupno je u istraživanju učestvovalo 50 ispitanika, čime je osigurana reprezentativnost uzorka.

Struktura anketnog upitnika

Anketni upitnik, prikazan u priloženom dokumentu, sastoji se iz nekoliko ključnih sekcija:

- **Demografski podaci:** Pitanja o godinama iskustva, sektoru rada, te veličini organizacije u kojoj ispitanici rade.
- **Uticaj inflacije na poslovanje:** Ispitanici su ocjenjivali u kojoj mjeri je inflacija uticala na poslovanje njihovih organizacija tokom prethodne godine.
- **Upravljanje rizicima i reakcije na inflaciju:** Pitanja su se odnosila na reakcije organizacija na inflaciju (reaktivno, proaktivno) i učestalost korištenja forenzičkih računovodstvenih alata.

- **Važnost forenzičkih alata:** U posebnoj sekciji ispitivana je važnost forenzičkih alata u prevenciji i otkrivanju prevara, te njihova efikasnost u inflatornim uslovima.
- **Obuka i edukacija:** Pitanja su se odnosila na učestalost pohađanja edukacija i seminara iz oblasti forenzičkog računovodstva, posebno u kontekstu inflacije.

Analiza podataka

Podaci prikupljeni putem ankete analizirani su korištenjem nekoliko statističkih metoda:

- **Deskriptivna statistika:** Korištena je za opisivanje osnovnih karakteristika uzorka, poput učestalosti odgovora, srednjih vrijednosti i standardne devijacije. Ova analiza omogućila je bolje razumijevanje osnovnih trendova i percepcija finansijskih stručnjaka u vezi s upravljanjem rizicima tokom inflacije.
- **Kros-tablica:** Upotrebljena je za usporedbu odgovora između različitih grupa ispitanika (npr. godine iskustva, veličina organizacije) kako bi se utvrdilo da li postoje značajne razlike u percepciji rizika ili primjeni forenzičkih alata u organizacijama.
- **Korelaciona analiza:** Primijenjena je kako bi se ispitala povezanost između učestalosti korištenja forenzičkih alata i sposobnosti organizacija da se nose s inflatornim pritiscima. Cilj ove analize bio je utvrditi da li postoji statistički značajna veza između proaktivnog pristupa organizacija i smanjenja rizika od prevara.
- **Testovi značajnosti:** Kako bi se utvrdilo da li su razlike između određenih grupa ispitanika (npr. između onih s manjim i većim iskustvom u finansijskom sektoru) statistički značajne, korišteni su t-testovi i ANOVA analiza.

Etička razmatranja

Tokom provođenja istraživanja, posebna pažnja je posvećena etičkim aspektima. Svi ispitanici su bili informisani o svrsi istraživanja i uslovima sudjelovanja, te su podaci prikupljeni anonimno. Osigurana je povjerljivost podataka, a rezultati istraživanja koristili su se isključivo u naučne svrhe. Intervjuisani stručnjaci također su dali informirani pristanak za sudjelovanje u istraživanju.

REZULTATI

U ovom poglavlju predstavljene su rezultati istraživanja, uključujući ključne rizike identifikovane u forenzičkom računovodstvu tokom inflatornog perioda, učestalost korištenja forenzičkih alata u organizacijama, te procjena odgovora organizacija na inflaciju. Analizirani su podaci prikupljeni putem ankete i intervju sa stručnjacima, a statističke metode korištene u analizi omogućile su preciznu evaluaciju rezultata.

Deskriptivna statistika

Deskriptivna statistika pruža uvid u osnovne karakteristike uzorka ispitanika, kao i njihove odgovore o ključnim temama istraživanja.

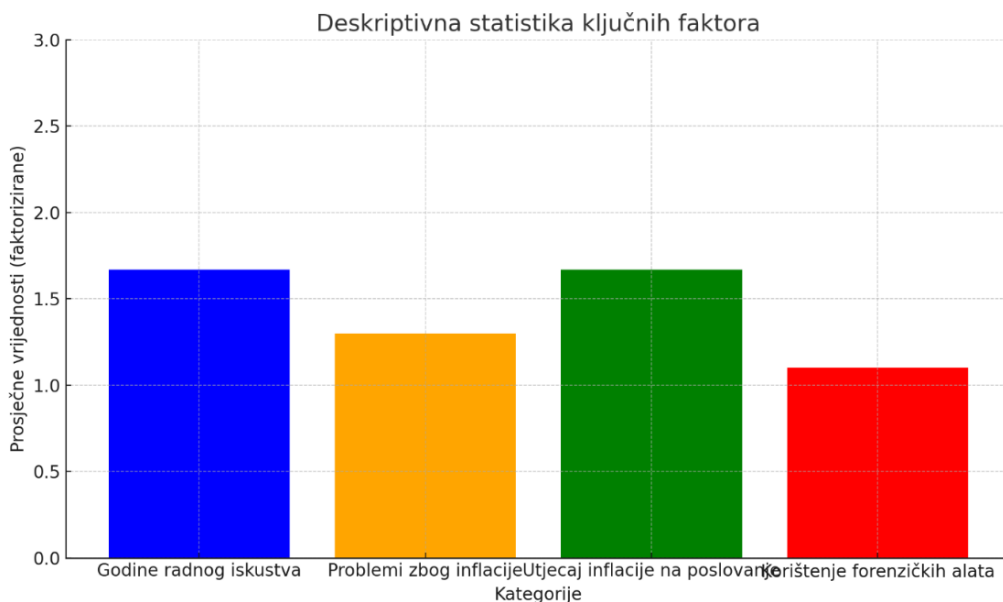
Tabela 1. Prikaz ključnih faktora deskriptivne statistike

Kategorija	Prosječna vrijednost (faktorisana)
Godine radnog iskustva	1.67
Problemi zbog inflacije	1.30
Utjecaj inflacije na poslovanje	1.67
Korištenje forenzičkih alata	1.10

Izvor: autor

Deskriptivna statistika pokazuje da većina ispitanika ima značajno radno iskustvo (prosjeak od 1.67 na faktorisanom skor). Također, organizacije se često susreću s problemima zbog inflacije (prosječna vrijednost 1.30), dok je prosječna učestalost korištenja forenzičkih alata relativno niska, sa faktorisanom vrijednošću od 1.10.

Grafikon 1. Deskriptivna statistika ključnih faktora



Izvor: autor

ANOVA test

ANOVA test je korišten za ispitivanje povezanosti između učestalosti korištenja forenzičkih alata i njihove percepcije kao važnih alata u prevenciji prevara. Rezultati ANOVA testa su sljedeći:

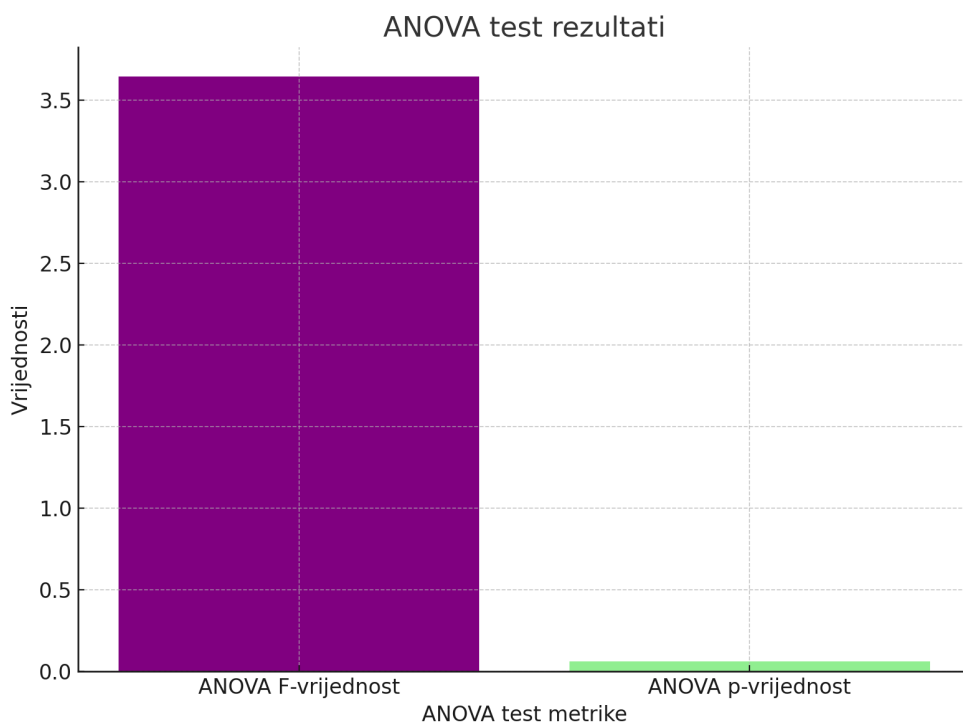
Tabela 2. Prikaz rezultata ANOVA testa

Metrika	Vrijednost
ANOVA F-vrijednost	3.645
ANOVA p-vrijednost	0.061

Izvor: autor

Rezultati pokazuju da je p-vrijednost blizu granice statističke značajnosti ($p = 0.061$). Ovi rezultati sugeriraju da organizacije koje češće koriste forenzičke alate obično ih smatraju važnim za prevenciju prevara, iako razlike nisu statistički značajne na tradicionalnom nivou ($p < 0.05$).

Grafikon 2. ANOVA test rezultati



Izvor: autor

Chi-Square test

Chi-Square test je korišten za ispitivanje povezanosti između učestalosti problema uzrokovanih inflacijom i učestalosti korištenja forenzičkih alata. Rezultati su sljedeći:

Tabela 3. Prikaz rezultata Chi-Square testa

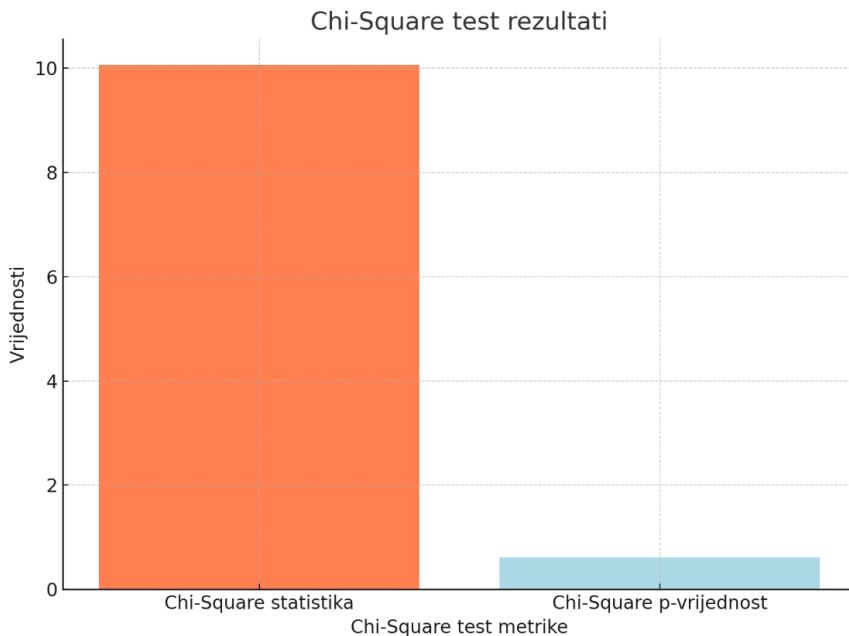
Metrika	Vrijednost
Chi-Square statistika	10.06
Chi-Square p-vrijednost	0.61

Izvor: autor

Rezultati Chi-Square testa sugeriraju da nema statistički značajne povezanosti između učestalosti problema uzrokovanih inflacijom i učestalosti korištenja

forenzičkih alata ($p = 0.61$). Ovo može ukazivati na to da organizacije, čak i kad se suočavaju s problemima zbog inflacije, ne povećavaju automatski korištenje forenzičkih alata.

Grafikon 3. Chi-Square test rezultati



Izvor: autor

Važnost forenzičkih alata u prevenciji prevara

Većina ispitanika smatra forenzičke alate ključnim u sprečavanju i otkrivanju finansijskih prevara. Rezultati pokazuju sljedeću raspodjelu percepcije važnosti forenzičkih alata:

Tabela 4. Prikaz rezultata ispitivanja o važnosti forenzičkih alata

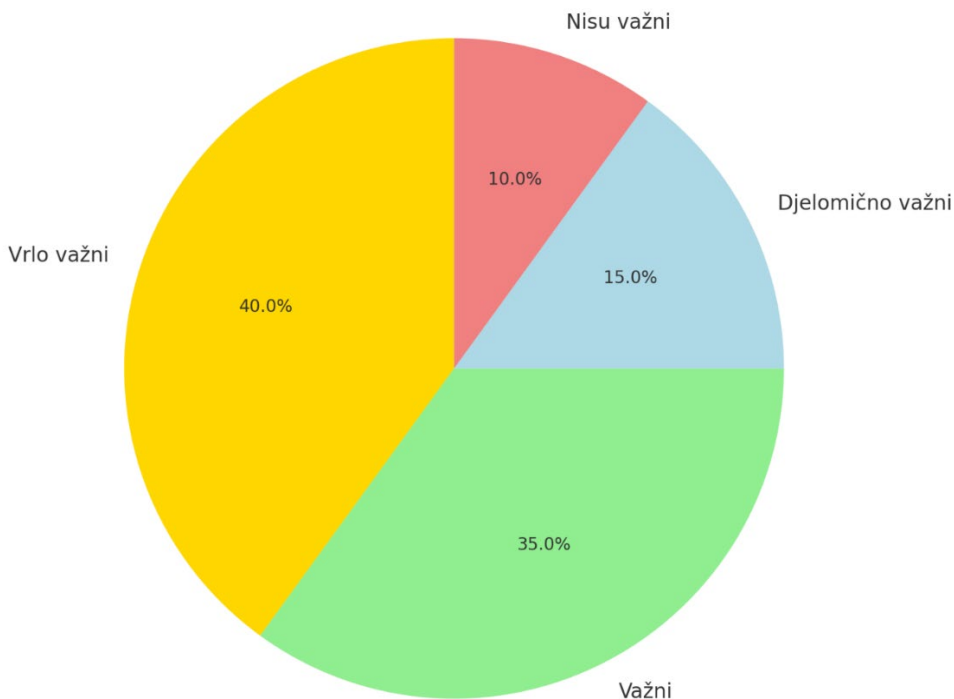
Važnost forenzičkih alata	Procent ispitanika (%)
Vrlo važni	40%
Važni	35%
Djelomično važni	15%
Nisu važni	10%

Izvor: autor

Ovaj tortni grafikon jasno prikazuje da 75% ispitanika smatra forenzičke alate važnim ili vrlo važnim u prevenciji prevara, što naglašava njihovu ključnu ulogu u očuvanju integriteta finansijskih izvještaja, posebno u inflatornim uslovima.

Grafikon 4. Važnost forenzičkih alata u prevenciji finansijskih prevara

Važnost forenzičkih alata u prevenciji finansijskih prevara



Izvor: autor

DISKUSIJA

Interpretacija rezultata

Rezultati istraživanja jasno ukazuju na to da inflacija predstavlja značajan rizik za poslovanje organizacija, posebno u kontekstu forenzičkog računovodstva. Uočeno je da su devalvacija valute, poremećaji u lancu opskrbe i regulatorne promjene među najvažnijim faktorima koji utiču na poslovanje. Ovi nalazi su u skladu s postojećom literaturom koja naglašava da inflacija ne samo da otežava računovodstvene procese, već i povećava mogućnost prevara i nepravilnosti u finansijskim izvještajima.

U ovom poglavlju interpretiramo rezultate istraživanja prezentovane u prethodnom poglavlju, oslanjajući se na deskriptivnu statistiku, ANOVA test, Chi-Square test i percepciju važnosti forenzičkih alata u prevenciji finansijskih prevara. Analiziramo implikacije ovih nalaza za organizacije koje se suočavaju s inflacijom i istražujemo kako rezultati mogu doprinijeti boljem razumijevanju upravljanja rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije.

Učestalost problema uzrokovanih inflacijom i njihov uticaj na poslovanje

Rezultati deskriptivne statistike, prikazani u poglavlju 4, pokazuju da inflacija ima značajan uticaj na poslovanje organizacija. Prosječna vrijednost od 1.67 za pitanje o uticaju inflacije na poslovanje ukazuje na to da većina ispitanika prepoznaje inflaciju kao ključni problem. Također, visoka prosječna vrijednost za učestalost problema uzrokovanih inflacijom (1.30) potvrđuje da organizacije često nailaze na izazove uzrokovane inflatornim pritiscima. Ove rezultate možemo interpretirati kao potvrdu da organizacije djeluju u veoma dinamičnom i promjenjivom okruženju u kojem inflacija predstavlja stalnu prijetnju stabilnosti. Inflacija može izazvati poremećaje u lancu opskrbe, povećanje troškova zaduživanja i smanjenje kupovne moći, što direktno utiče na njihovu sposobnost održavanja finansijske stabilnosti. S obzirom na to da je forenzičko računovodstvo osmišljeno da spriječi i otkrije finansijske prevare i nepravilnosti, ove izazove je neophodno adresirati kroz proaktivne mjere koje uključuju upotrebu forenzičkih alata.

Korištenje forenzičkih alata i njihova percepcija

Rezultati istraživanja pokazuju da je korištenje forenzičkih alata u organizacijama još uvijek na niskom nivou. Prosječna vrijednost od 1.10 na skali koja mjeri učestalost korištenja forenzičkih alata ukazuje na to da ovi alati nisu redovno korišteni, već se primjenjuju samo povremeno. Ovo predstavlja značajan izazov, budući da je forenzičko računovodstvo ključni mehanizam za sprječavanje prevara, posebno u uslovima ekonomske nestabilnosti. Iako se ovi alati ne koriste redovno, percepcija njihove važnosti u sprječavanju prevara je visoka. Prema Grafikonu 4., 75% ispitanika smatra forenzičke alate važnim ili vrlo važnim u sprječavanju prevara. Ova nesrazmjera između učestalosti korištenja i percepcije važnosti sugerise da organizacije možda nemaju dovoljno resursa, znanja ili svijesti da u potpunosti iskoriste ove alate u svakodnevnim operacijama. Ovaj nalaz ukazuje na potrebu za dodatnim ulaganjima u edukaciju i obuku zaposlenika u vezi s forenzičkim računovodstvom. Također, postavlja se pitanje da li organizacije imaju potrebnu infrastrukturu i tehničke resurse za primjenu ovih alata u praksi. Forenzički alati, poput softverskih rješenja za praćenje transakcija u stvarnom vremenu, mogu značajno doprinijeti smanjenju rizika od prevara, ali bez adekvatne implementacije, njihova efikasnost ostaje ograničena.

ANOVA test: Povezanost između učestalosti korištenja i percepcije važnosti forenzičkih alata

ANOVA test, koji je ispitivao povezanost između učestalosti korištenja forenzičkih alata i njihove percepcije kao važnih alata u prevenciji prevara, pokazao je vrijednost F-vrijednosti od 3.645 i p-vrijednost od 0.061. Iako ova p-vrijednost nije ispod praga statističke značajnosti ($p < 0.05$), rezultat je veoma blizu tog praga, što ukazuje na moguće značenje koje nije potpuno potvrđeno statističkim testom. Interpretacija ovih rezultata može ukazivati na to da organizacije koje češće koriste forenzičke alate obično ih i smatraju značajnim za prevenciju prevara. Ovo ukazuje na potencijalnu pozitivnu povratnu spregu – što više organizacije koriste forenzičke alate, to više

shvataju njihovu vrijednost u prevenciji nepravilnosti. Međutim, organizacije koje manje koriste ove alate možda nisu u potpunosti svjesne njihovih prednosti, što može uticati na njihovu percepciju o važnosti forenzičkog računovodstva.

Chi-Square test: Učestalost problema uzrokovanih inflacijom i korištenje forenzičkih alata

Chi-Square test je korišten za ispitivanje povezanosti između učestalosti problema uzrokovanih inflacijom i učestalosti korištenja forenzičkih alata. Rezultati (Chi-Square statistika = 10.06, p-vrijednost = 0.61) ukazuju na to da nema statistički značajne povezanosti između ovih varijabli. Ovi rezultati sugeriraju da organizacije, iako se često suočavaju s problemima uzrokovanim inflacijom, ne koriste češće forenzičke alate kao odgovor na te probleme. Ovo je značajan nalaz koji ukazuje na nedostatak proaktivnog pristupa u rješavanju finansijskih rizika u uslovima inflacije. Iako inflacija stvara ozbiljne izazove za organizacije, ove izazove ne prati proporcionalna implementacija forenzičkih mjera. Ovaj rezultat podvlači potrebu za strateškim promjenama u načinu na koji organizacije upravljaju rizicima uzrokovanim inflacijom, te za većom integracijom forenzičkih alata u svakodnevne operacije.

Preporuke za buduće istraživanje i praksu

Na osnovu rezultata ovog istraživanja, nekoliko ključnih preporuka može biti korisno za buduće upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije:

- a) Povećanje učestalosti korištenja forenzičkih alata – Organizacije bi trebale povećati učestalost korištenja forenzičkih alata kako bi bolje upravljale rizicima prevara i nepravilnosti. Potrebno je uložiti više resursa u infrastrukturu i softverske alate koji omogućavaju efikasniju analizu i praćenje finansijskih transakcija.
- b) Edukacija i obuka zaposlenika – S obzirom na to da postoji pozitivna percepcija o važnosti forenzičkih alata, organizacije bi trebale ulagati u obuku i razvoj stručnjaka za forenzičko računovodstvo. To će omogućiti bolje razumijevanje i korištenje forenzičkih alata u svakodnevnim operacijama.
- c) Proaktivni pristup – Organizacije bi trebale razvijati proaktivne strategije koje će odgovoriti na probleme uzrokovane inflacijom kroz redovnu upotrebu forenzičkih alata. To podrazumijeva implementaciju strategija koje su usmjerene na prevenciju, a ne samo reaktivne mjere u rješavanju posljedica.

OKVIR ZA UPRAVLJANJE RIZICIMA

Identifikacija i procjena rizika

U uslovima inflacije, upravljanje rizicima postaje složen proces jer inflatorni pritisci narušavaju stabilnost tržišta i poslovnih operacija. Ključni korak u procesu upravljanja rizicima je pravovremena identifikacija rizika i njihova detaljna procjena. Organizacije se suočavaju s brojnim rizicima, uključujući:

- **Devaluacija valute:** Inflacija često uzrokuje promjene u vrijednosti domaće valute, što direktno utiče na devizne transakcije i procjene imovine. Prema Li, Luo i Yangu (2019), devaluacija valute može otežati precizno izvještavanje o stvarnoj vrijednosti imovine, čime se povećava mogućnost za manipulaciju finansijskim podacima. "Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu zahtijeva kontinuirano prepoznavanje i evaluaciju faktora koji mogu ugroziti tačnost finansijskih izvještaja, posebno u uslovima inflacije kada manipulacije devizama i procjena imovine postaju složenije."
- **Poremećaji u lancu opskrbe:** Inflacija može izazvati poremećaje u lancu opskrbe, što dovodi do nestašica i povećanja troškova nabavke. Organizacije koje se suočavaju s tim poremećajima mogu biti izložene riziku od lažnih transakcija i nepravilnosti u nabavci. Satyanarayan i Rao (2020) ističu da se ovi poremećaji moraju proaktivno identificirati kako bi se spriječile veće nepravilnosti. Prema njima, "Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu postaje posebno važno tokom inflacije, jer poremećaji u tržištu mogu povećati sklonost prevarama."
- **Regulatorne promjene:** Inflacija često dovodi do promjena u zakonodavnom okviru, posebno u poreznim i računovodstvenim propisima. Organizacije moraju pravovremeno prepoznati ove promjene i osigurati usklađenost kako bi spriječile potencijalne kazne i pravne komplikacije. Rezaee i Wang (2019) naglašavaju važnost korištenja tehnologija za praćenje ovih promjena: "Nedovoljna upotreba modernih tehnologija, poput analize velikih podataka i digitalne forenzike, može ograničiti sposobnost organizacija da spriječe prevare u inflatornim uslovima."

Upravljanje rizicima mora započeti s identifikacijom faktora rizika u unutrašnjem i vanjskom poslovnom okruženju. Organizacije trebaju implementirati kontinuirane procese procjene rizika, uključujući redovno ažuriranje podataka i provođenje revizija.

Planiranje intervencija

Nakon što su rizici identificirani i procijenjeni, sljedeći korak je planiranje intervencija za njihovo smanjenje i upravljanje. U ovom kontekstu, istraživanja pokazuju nekoliko ključnih strategija koje se mogu primijeniti kako bi se spriječile prevare i nepravilnosti.

Proaktivno praćenje transakcija: Organizacije trebaju usvojiti forenzičke alate za praćenje i analizu transakcija u stvarnom vremenu. Prema Skousenu i Wrightu (2020), upotreba naprednih forenzičkih alata omogućava pravovremeno otkrivanje nepravilnosti i manipulacija u finansijskim podacima. "Proaktivno korištenje forenzičkih alata omogućava organizacijama da otkriju nepravilnosti u stvarnom vremenu, što je od presudnog značaja za smanjenje rizika prevara u poslovnim transakcijama."

Edukacija i obuka zaposlenika: Kako ističe Bhasin (2016), kontinuirana edukacija zaposlenika ključna je za sprječavanje prevara. "Edukacija i obuka zaposlenih u

forenzičkom računovodstvu ključno je oružje u borbi protiv prevara, jer osnažuje zaposlenike znanjem potrebnim za otkrivanje i prevenciju nepravilnosti." Organizacije trebaju osigurati redovne obuke o forenzičkim tehnikama i rizicima povezanim s inflacijom, kako bi zaposlenici bili opremljeni potrebnim znanjem za prepoznavanje i sprječavanje prevara.

Interna revizija i kontrole: Interna revizija mora biti prilagođena specifičnim rizicima inflatornog okruženja, uključujući procjene deviznih transakcija i vrijednosti imovine. Crumbley, Heitger i Smith (2017) naglašavaju važnost prilagođavanja revizorskih procedura kako bi se minimizirale šanse za prevare.

Primjena naprednih tehnologija: Rezaee i Wang (2019) ističu da organizacije koje koriste napredne tehnologije za analizu velikih podataka imaju značajno bolje rezultate u sprječavanju prevara. Ove tehnologije omogućavaju analizu velikih količina transakcija u stvarnom vremenu, što povećava šanse za pravovremeno otkrivanje nepravilnosti.

Praćenje i evaluacija

Kako bi se osiguralo da primijenjene strategije ostanu efikasne, organizacije trebaju kontinuirano pratiti rezultate intervencija, uz redovnu evaluaciju učinaka kako bi mogle pravovremeno reagovati na promjene u poslovnom okruženju. Korištenje naprednih sistema za praćenje omogućava automatsku identifikaciju nepravilnosti u transakcijama, čime se smanjuje rizik od prevara. Gunasegaran (2016) ističe da su digitalni alati za analizu podataka ključni u otkrivanju i sprječavanju prevara, posebno u inflatornim uslovima gdje su organizacije ranjivije na manipulacije. Osim toga, redovna revizija i evaluacija kontrola garantuje njihovu efikasnost, a Mihret i Woldeyohannis (2008) smatraju da ovaj pristup omogućava organizacijama brzu reakciju na promjene i smanjuje rizik od prevara. Implementacija sistema povratnih informacija iz različitih odjela organizacije dodatno pojačava nadzor, omogućavajući menadžmentu da brzo reaguje na nepravilnosti i prilagodi strategije upravljanja rizicima u skladu s novonastalim okolnostima.

Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu tokom inflacije zahtijeva primjenu proaktivnih mjera, naprednih alata i kontinuiranu edukaciju zaposlenika. Digitalne tehnologije, poput analize velikih podataka, pružaju organizacijama značajne prednosti u otkrivanju prevara i sprječavanju manipulacija u finansijskim izvještajima. Istraživanja poput onih koje su proveli Satyanarayan i Rao (2020), kao i Rezaee i Wang (2019), potvrđuju da su organizacije koje koriste ove alate u kombinaciji s kontinuiranom edukacijom zaposlenika bolje pripremljene da se nose s izazovima inflacije. Brazel, Jones, Thayer i Warne (2015) zaključuju da je ključ uspjeha u sprječavanju prevara tokom inflacije u pravovremenoj implementaciji forenzičkih alata i tehnika. "Organizacije koje implementiraju napredne forenzičke tehnologije i provode redovne evaluacije svojih strategija upravljanja rizicima smanjuju rizik od prevara i povećavaju efikasnost poslovanja." Organizacije koje su proaktivne u identifikaciji i upravljanju rizicima bolje su pripremljene za održavanje stabilnosti i integriteta svojih finansijskih izvještaja u kompleksnim uslovima koje donosi inflacija.

ZAKLJUČAK

Upravljanje rizicima u forenzičkom računovodstvu u uslovima inflacije predstavlja jedan od ključnih izazova s kojim se suočavaju savremene organizacije. Inflacija, kao ekonomski fenomen koji značajno utiče na stabilnost poslovanja, ima potencijal da destabilizira ne samo finansijske operacije već i cjelokupno poslovno okruženje. Prema rezultatima istraživanja, većina ispitanika prepoznaje inflaciju kao ozbiljan problem koji redovno uzrokuje poremećaje u lancu opskrbe, devalvaciju valute i izazove u regulatornom okviru. Ovi rezultati jasno ukazuju na potrebu za proaktivnim pristupom u upravljanju rizicima kako bi se organizacije efikasnije nosile s izazovima koje inflacija postavlja.

Jedan od ključnih elemenata u borbi protiv finansijskih nepravilnosti u ovakvom nestabilnom okruženju jeste primjena forenzičkih alata. Iako su ispitanici istraživanja prepoznali važnost ovih alata u prevenciji prevara, podaci su pokazali da se oni još uvijek nedovoljno koriste u svakodnevnim operacijama. Postoji očigledna nesrazmjera između svijesti o značaju forenzičkih alata i njihove stvarne primjene u praksi. Organizacije, iako svjesne koristi koje forenzički alati mogu donijeti, često ih koriste povremeno i reaktivno, umjesto da ih redovno implementiraju kao dio svojih preventivnih strategija. Ovo ukazuje na potrebu za dodatnim ulaganjima u resurse, kao i edukaciju zaposlenika kako bi se ovi alati efikasnije koristili.

Rezultati ANOVA testa sugeriraju da postoji veza između učestalosti korištenja forenzičkih alata i njihove percepcije kao važnih alata u prevenciji prevara. Organizacije koje redovno koriste ove alate u pravilu prepoznaju njihovu ključnu ulogu u očuvanju finansijskog integriteta, dok one koje ih koriste povremeno možda nisu u potpunosti svjesne njihovih prednosti. Ovo naglašava potrebu za širenjem svijesti o značaju forenzičkog računovodstva kroz kontinuirane edukativne programe i osiguravanje potrebne infrastrukture za njihovu pravilnu implementaciju. Na osnovu toga, može se zaključiti da se kroz veće ulaganje u obuku zaposlenika može postići bolja primjena forenzičkih alata, što bi značajno smanjilo rizike povezane s prevarama i finansijskim nepravilnostima u uvjetima inflacije. S druge strane, Chi-Square test nije pokazao statistički značajnu povezanost između učestalosti problema uzrokovanih inflacijom i učestalosti korištenja forenzičkih alata. Ovaj rezultat može biti zabrinjavajući jer ukazuje na to da organizacije, iako su suočene s ozbiljnim inflatornim izazovima, ne koriste proaktivno forenzičke alate kao odgovor na te probleme. Ovo je važno pitanje koje zahtijeva strateški pristup, jer organizacije moraju postati svjesne da su forenzički alati jedno od ključnih sredstava za prevenciju prevara u vremenima ekonomske nestabilnosti. Efikasan sistem upravljanja rizicima ne smije biti reaktivan, već proaktivan, što znači da je potrebno implementirati redovne preventivne mjere, a ne čekati da problemi eskaliraju.

Zaključno, rezultati ovog istraživanja jasno ukazuju na to da, iako su organizacije svjesne rizika koje donosi inflacija, postoji značajan prostor za poboljšanje u načinu na koji upravljaju tim rizicima. Korištenje forenzičkih alata, koji su ključni za očuvanje finansijskog integriteta, mora biti integrirano u svakodnevne operacije kako bi organizacije bile otpornije na finansijske prevare. Povećano korištenje ovih alata, uz stalnu edukaciju zaposlenika i prilagođavanje poslovnih strategija, može

doprinijeti ne samo smanjenju rizika već i dugoročnoj stabilnosti poslovanja u uvjetima inflacije.

LITERATURA

- ACFE (Association of Certified Fraud Examiners).** (2020). Report to the Nations: 2020 Global Study on Occupational Fraud and Abuse. <https://www.acfe.com/report-to-the-nations/2020/>
- Bhasin, M. L.** (2016). Contribution of Forensic Accounting to Corporate Governance: An Exploratory Study of an Asian Economy. *International Journal of Business and Management*, 11(4), 224-237. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v11n4p224>
- Borović, N.** (2023). Računovodstvene osnove i kvalitet finansijskog izveštavanja u javnom sektoru. str. 53-71 *Finansije God. 78 Br. 1-6* (2023)
- Brazel, J. F., Jones, K. L., Thayer, J. M., & Warne, R. C.** (2015). Understanding Investor Perceptions of Financial Statement Fraud and Their Use of Forensic Audits. *Managerial Auditing Journal*, 30(5), 435–456. <https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2014-1029>
- Cressey, D. R.** (2020). The Theory of "Fraud Triangle" and Forensic Accounting. *Journal of Forensic Studies in Accounting and Finance*, 6(1), 97–105. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3652800>
- Crumbly, D. L., Heitger, L. E., & Smith, G. S.** (2017). *Forensic and Investigative Accounting* (8th ed.). CCH.
- DiGabriele, J. A., & Huber, W. D.** (2015). Topics and Methods in Forensic Accounting Research. *Accounting Research Journal*, 28(1), 98–114. <https://doi.org/10.1108/ARJ-08-2014-0071>
- Enofe, A. O., Okpako, P. O., & Atube, E. N.** (2013). The Impact of Forensic Accounting on Fraud Detection. *European Journal of Business and Management*, 5(26), 61–72. <https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/8736>
- Gunasegaran, A.** (2016). Forensic Accounting in Fraud Detection. *Procedia Economics and Finance*, 35, 347–354. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00043-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00043-6)
- Ionescu, G., Fülöp, M. T., & Stănculescu, A.** (2020). Financial Crime and Fraud Risk in Developing Economies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 211. <https://doi.org/10.3390/jrfm13090211>
- Kovačević, V.** (2014). Značaj razvoja derivatnih berzi za upravljanje rizikom poslovanja u Srbiji, *Finansije God. 69 Br. 1-6* (2014)
- Li, Y., Luo, Y., & Yang, S.** (2019). Inflation and Its Impact on Financial Reporting Quality: Evidence from Emerging Markets. *International Review of Economics and Finance*, 60, 345–356. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.12.003>
- Madžar, L., Mirjanić, B., Karić, D.** (2023). Procena sistemskog rizika ulaganja u akcije iz indeksa Belex15 primenom beta koeficijenta i prilagođenog Bloombergovog beta koeficijenta str. 96 – 115 *Finansije God. 78 Br. 1-6* (2023)
- Pobrić, N.** (2019). Teorijsko - empirijska analiza sprovođenja hedžinga izloženosti valutnom riziku u multinacionalnim kompanijama str. 72-98 (2 I 3: *Finansije God. 74 Br. 1-6* (2019)
- Rezaee, Z., & Wang, J.** (2019). Relevance of Big Data to Forensic Accounting Practice and Education. *Managerial Auditing Journal*, 34(3), 268–288. <https://doi.org/10.1108/MAJ-08-2017-1633>
- Satyanarayan, S., & Rao, B.** (2020). Risk Management in Forensic Accounting – The New Paradigm. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 12(1), 88–106. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3652849>
- Shanikat, M., & Khan, A.** (2013). The Role of Forensic Accounting in Combating Financial Crimes: A Study in Jordan. *International Journal of Business and Management*, 8(13), 119–125. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n13p119>

- Skousen, C. J., & Wright, C. J.** (2020). Financial Statement Fraud Detection: An Analysis of Statistical and Machine Learning Methods. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 12(1), 150–174. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3652868>
- Vržina, S.** (2017). Računovodstveni aspekt ofšor poslovanja privrednih društava str. 82-100 *Finansije God. 72 Br. 1-6* (2017)
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A.** (2019). The Impact of Forensic Accounting in Fraud Detection: A Case Study in South Africa. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(1), 219-228. <https://doi.org/10.1108/IJEFI-02-2019-019>

RISK MANAGEMENT AND FORENSIC ACCOUNTING UNDER THE INFLATIONARY CONDITIONS

Edin GLOGIĆ

Abstract

Risk management in forensic accounting under inflationary conditions is an important aspect of modern business that requires careful planning and timely interventions. In this study, we analyze the key risks that arise in forensic accounting under inflationary conditions, identify the causes of these risks, and assess their impact on business operations and financial statements. We employ a qualitative research approach, and data were collected through interviews with experts in forensic accounting and auditing. Our results indicate that the key risks in forensic accounting under inflationary conditions are associated with currency devaluation, supply chain disruptions, and changes in the regulatory environment. Currency devaluation affects the value of money and assets and can lead to fraud related to foreign exchange. Supply chain disruptions, such as shortages of goods or services, can result in fraudulent transactions and abuse of trust. Changes in the regulatory environment, such as alterations in tax laws or accounting regulations, can cause difficulties in compliance with new regulations. Given that risks in forensic accounting under inflationary conditions are highly complex, they require careful planning and management. Therefore, we have developed a risk management approach for forensic accounting under inflationary conditions, which includes risk identification, impact assessment, and the planning of appropriate interventions. Our approach also includes risk monitoring, allowing for timely reactions in the event of problems. Finally, we conclude that risk management in forensic accounting under inflationary conditions is a crucial element of successful business operations. Our approach provides a foundation for further research and the development of new methods for risk management in this field.

Keywords: *forensic accounting, risk management, inflation, financial reporting*

EVROPSKA DIREKTIVA O KORPORATIVNOM IZVEŠTAVANJU O ODRŽIVOSTI I NJENE IMPLIKACIJE ZA KOMPANIJE VAN EVROPSKE UNIJE

Branko LJUTIĆ¹

Apstrakt

Evropska direktiva o korporativnom izveštavanju o održivosti predstavlja značajan napredak. Rad analizira kako će uticati na kompanije koje posluju izvan Evropske unije posebno na one u Srbiji. U fokusu su izazovi s kojima se kompanije suočavaju pri usklađivanju s novim propisima, kao i potencijalnim poslovnim prilikama koje se otvaraju. Direktiva uvodi nove, rigoroznije zahteve za izveštavanje o ne finansijskim aspektima poslovanja. Ovaj rad istražuje kako će to uticati na kompanije sa sedištem izvan EU. Analizira se kako će se novi propisi odraziti na procese menadžmenta, izveštavanje i odnose s investitorima. Razmatraju se izazovi povezani s usklađivanjem s različitim standardima izveštavanja, kao i potencijalni uticaj na globalne trendove. Direktiva uvodi značajne promene u načinu na koji kompanije pristupaju održivosti. Rad istražuje kako će uticati na poslovanje kompanija koje posluju izvan EU, uticaj novih propisa na troškove poslovanja, reputaciju kompanije, pristup kapitalu, mogućnosti za stvaranje konkurentske prednosti kroz proaktivno usklađivanje s direktivom.

Ključne reči: *CSRD, održivost, izveštavanje, kompanija van EU, usklađenost*

JEL: *Q01, M4, A56*

¹ Branko Ljutić, redovni profesor u trajnom zvanju, Zagrebačka škola ekonomije i menadžmenta, Zagreb, Hrvatska, Filipa Vukasovića 1, 1000 Zagreb, Hrvatska, branko.ljusic@sfai.me, i Univerzitet FINRA Tuzla, Mitra Trifunovića Uče 9, 7500 Tuzla, Bosna i Hercegovina: <https://orcid.org/0000-0003-2326-5629>

UVODNA RAZMATRANJA

Evropska unija (EU) je usvojila Evropsku direktivu o korporativnom izveštavanju o održivosti (engl. Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD), (EU Lex, 2022). Ova direktiva definiše istraživačko pitanje rada: Kako EU CSRD utiče na kompanije u i izvan EU i koje su implikacije za globalne standarde izveštavanja o održivosti i praksu? Ciljevi istraživanja su konkretizovani kroz razumevanje osnovnih odredbi CSRD-a, ključnih zahteva za izveštavanje o ekološkim, socijalnim i upravljačkim (ESG) faktorima korporativnih operacija o kojima se izveštava. To omogućava identifikovanje veličine kompanija pogođenih direktivom, uključujući kompanije koje nisu iz EU sa značajnim operacijama u EU, što su potencijalno preduzeća iz Srbije, regiona Zapadnog Balkana ali svakako na globalnom planu. Istraživanje analizira potencijalni uticaj na kompanije izvan EU, kroz procenu direktnih i indirektnih konsekvenci za preduzeća koja posluju na globalnom nivou, odnosno preduzeća iz Srbije koja značajno posluju sa EU i biće obveznici direktive. Direktiva će definisati ne smo standarde izveštavanja o održivosti u EU već će značajno determinisati razvoj i praksu na globalnom planu. Za kompanije iz Srbije direktiva će otvoriti mogućnosti i izazove. Za ove firme je bitno da blagovremeno identifikuju potencijalne koristi od usklađivanja sa CSRD standardima (unapređenje odnosa sa investitorima, efikasniji menadžment rizika. Za izveštajne entitete će biti bitno da u implementaciji direktive imaju kapacitet prikupljanja podataka, imaju kvalitetne usluge uveravanje – eksterne revizije održivosti i efikasne troškove izveštavanja, koje je samo po sebi rastuće i prohibitivno skup proces. Firme će u okviru svojih korporativnih strategija biti primorane da kreiraju i implementiraju strategiju održivog izveštavanja kako bi efikasno poslovale u ovom novom regulatornom okruženju koje se razvija.

Pregled direktive CSRD

Direktiva EU o korporativnom izveštavanju o održivosti (CSRD) je značajan zakonodavni akt koji okvirno reguliše oblast održivog poslovanja i izveštavanja. Cilj direktive je povećanje transparentnosti i odgovornosti u korporativnom izveštavanju o održivosti. Nadovezuje se na prethodnu direktivu o nefinansijskom izveštavanju (engl. NFRD) proširujući obim zahteva za izveštavanje i uvođenjem strožih standarda u sferi održivosti, korporativne društvene odgovornosti i korporativnog upravljanja (engl. ESG).

Ključne karakteristike CSRD-a:

- **Prošireni obuhvat:** direktiva se odnosi na širi spektar kompanija, uključujući velike kompanije i mala i srednja preduzeća (MSP), bez obzira na njihov pravni oblik ili lokaciju.
- **Poboljšani zahtevi za izveštavanje:** CSRD nalaže detaljno izveštavanje o širokom spektru ESG oblasti. Uključuje klimatske promene, ljudska prava i pitanja socijalne pravde i jednakosti.
- **Povećan stepen uveravanja u kredibilnost izveštaja o održivosti:** direktiva zahteva eksternu usluge revizorskog ili sa time povezanog

uveravanja o specifičnim informacijama o održivosti, podižući lestvicu zahteva u pogledu kvaliteta izveštavanja.

- **Dvostruka materijalnost:** Kompanije moraju da izveštavaju o uticaju svojih operativnih aktivnosti na pitanja održivosti i povratnog uticaju aspekata održivosti na performanse njihovog poslovanje.
- **Zajednički evropski standardi izveštavanja o održivosti (engl. ESRS):** Ovaj regulatorni okvir pruža standardizovan pristup za izveštavanje o održivosti, obezbeđujući konzistentnost i uporedivost među kompanijama.

Relevantnost za kompanije koje nisu iz EU:

Prvo pitanje je da li su uopšte direktora i okvir izveštavanja EU o održivosti relevantni i za koje kompanije iz Srbije? Pored toga što se CSRD primarno odnosi na kompanije sa sedištem u EU, on ima značajne implikacije za preduzeća koja nisu iz EU koja posluju na tržištu EU ili sa značajnim operacijama u EU. Kompanije koje nisu članice EU možda će morati da se pridržavaju CSRD-a ako ispune određene pragove, kao što su kriterijumi visine prihoda ili broj zaposlenih koji važe za zemlje EU. Za firme iz Srbije koje su potencijalni obveznici CSRD-a i njegovog potencijalnog uticaja na njihove operacije, i pored toga što nisu kompanije i zemlje koja je članica EU mogu se proaktivno i blagovremeno pripremiti za povećanu regulatornu kontrolu, poboljšati svoje prakse izveštavanja o održivosti i pozicionirati se kao odgovorni korporativni građani na globalnom tržištu.

Grafikon 1. Direktiva EU o korporativnim održivom izveštavanja sa dužnom pažnjom (engl. CSDDD)



Izvor: https://www.linkedin.com/posts/morrowx_csddd-duediligence-humanrights-activity-7196478114590318592-_Sn1

Takođe u slučaju razvoja poslovne saradnje, privlačenja inostranih investitora i partnera, odobravanja kredita neke od uglednih i uticajnih međunarodnih i posebno finansijskih i kreditnih institucija i banaka iz EU to će biti značajan element analize kreditne sposobnosti.

PREGLED LITERATURE

Aspekti izveštavanja u sferi održivosti zbog činjenica da nisu još standardizovani i nema u opticaju obelodanjenih izveštaja na osnovu striktno primerene CSRD mogu se naučni istraživati kroz tehnike korišćenja intervjua sa ključnim menadžerima i menadžerima zaduženim za uvođenje i razvoj održivosti (*Aliyu, 2024*). Korporativna obelodanjivanja koja se bave korporativnom društvenom odgovornošću specifični su samo za navedeni faktor ESG izveštavanja i pored toga što je ista skraćenica nisu primena CSRD direktive (*Coffie i ostali, 2018*). Autori dalje ukazuju na je kvalitet korporativnog upravljanja determinisan nivoom aktivnosti na međunarodnom planu, što je logična i prihvatljiva teza da će firme iz Srbije koje imaju interes za internacionalizacijom poslovanja biti motivisane da uvode kvalitetno CSRD izveštavanje. Vodeći promotori uvođenja CSRD u EU su upravo berze i finansijska tržišta (*Eric i ostali, 2021*). Sama direktiva EU o održivom izveštavanju je pravna osnova njene implementacija i bitna za korporativni svet (*EUR-Lex, 2022*). Ključno pitanje u održivom izveštavanju jeste kako revizorske i ostale firme koje za to postanu licencirane mogu pružati usluge uveravanja odnosno eksterne revizije izveštaja o održivosti (*Farooq i ostali, 2024*). Time se otvara polje za nove naučna istraživanja koja će biti tek moguća sa praksom izveštavanja kojoj će trebati najmanje tri do pet godina da dobije početnu inerciju, sa ciljem da se analizira pružanje usluge eksternog uveravanja u pogledu kvaliteta i kredibiliteta nefinansijskih informacija. Sama priroda usluga eksternog uveravanja – revizije nije precizno standardizovana i dodatno regulisana. Stoga ostaje otvoreno pitanja za nova istraživanja za sada nepostojeće prakse, posebno usluga uveravanja. U oblasti regulisanja usklađenosti i prakse CSRD u EU stupaju novi institucionalni akteri i tela za donošenje i implementaciju standarda. Nastaju dva nova institucionalna polja: Evropska komisija zajedno sa veoma značajnom i centralnom Evropskom savetodavnom grupom za izveštavanje (engl. the European Financial Reporting Advisory Group - EFRAG), i veoma značajnom Fondacijom za međunarodne standarde finansijskog izveštavanja (engl. the International Financial Reporting Standards - IFRS) (*Eur Lex, 2024*). Pravac regulisanja i prakse eksternog uveravanja u oblasti ESG u SAD će biti odlučujući za EU (*Gipper i ostali, 2024*). Autori navode da istraživanja prakse izveštavanja u SAD omogućava pristupe podacima velikog statističkog uzorka o verifikacije metrike firmi u domenu ekoloških i socijalnih indikatora, što definišu kao ESG uveravanje. Uočili su za razliku od finansijskih revizija u oblasti ESG revizija postoje velike razlike u pogledu forme i sadržaja, odabrane metrike, nivoa i obuhvata uveravanja, identiteta firme/pojedinca koja pruže ove nove usluge. Istraživanje ukazuje da unapređenje ESG izveštavanja, metrike, rejtinga i broja investitora koji poseduju akcije firme definišu potrebe za ovom formom izveštavanja. Korporativno upravljanje je jedan od nosećih stubova ES izveštavanja, pri čemu praksa u zemljama Zapadnog Balkana na samom početku (*Jocović i Ljutić, 2023*). Korporativno upravljanje i održivost: teorijski pristup i ograničenja njihove implementacije u zemljama Zapadnog Balkana

u funkciji stimulisanja ekonomskog razvoja. Integrisano izveštavanje je u suštini ugrađeno kao temelj ESG izveštavanja i sada izveštavanja na osnovu CSRD, (*Ljutić i ostali*, 2020). Odluka firma da uđe u proces prihvatanja, implementacije i razvoja izveštavanja na osnovu CSRD (*Max-Wealth*, 2023) jeste značajan prvi korak za firme i menadžere na ovom dugom putu koji ih čeka. Za kompanije je bitna posvećenost ESG izveštavanju na osnovu seta standarda EU a to je CSRD. Bitno je shvatiti okvir direktore, kompleksne zahteve, jasna objašnjenja, ciljeve, terminologiju, metriku, ključne indikatore performansi. Osnov izveštavanja jeste prikupljanje podataka, analiza i verifikacija sa ciljem procenjivanja performansi održivosti firme. Uvođenje CSRD izveštavanja pruža prednosti ali i donosi velike izazove. Zahteva od većeg angažovanja stajholdera, novih softvera i kanala korporativne komunikacije, što jeste prava navigacija kroz ovaj sistem korporativnog izveštavanja. Komplementarno sa aspektima koje istakao Erić s saradnicima jesu perspektive uvođenja modela održivih korporativnih finansija u čemu će ključnu ulogu odigrati regulativa hartija od vrednosti, koja u zemljama nezavršene tranzicije praktično nije pokrenuta (*Nikolić i saradnici*, 2023). Pravno-normativni aspekti za kompanije izvan EU koje će izveštavati po novoj regulativi od 2024 su veoma značajni jer se otvara Pandorina kutija regulatornog zakonodavstva u EU i zemljama čije će kompanije koristiti CSRD, takozvane neevropske kompanije (*Normative*, 2024). Elaboriranje teorijskog pristupa strateškoj korporativnoj društvenoj odgovornosti je pravac za akcije koje unapređuju reputaciju konkurentnost firme. Osnov je savremena teorija strateškog menadžmenta koje treba inkorporirati u ESG izveštavanje (*Orlitzky i ostali*, 2011). Naučna istraživanja tokom druge dekade 20 veka su ovo potvrdila kao ispravnu ocenu i sagledavanje. U implementaciji CSRD je fundament finansijsko korporativno računovodstvo i izveštavanje na osnovu MSFI kao sastavnih elemenata polaganja računa firme, osnov budućeg razvoja kapitalizme će upravo biti u razvoju ESG izveštavanja oslonjenog na snažne etičke principe (*Pava*, 2024). Potrebno je načiniti neizbežan razvojni korak od postojećeg finansijskog izveštavanja koje više ne pruža potrebne korisne informacije investitorima i zainteresovanim. Od upravljanja resursima i tradicionalnog finansijskog izveštavanja potrebno je načiniti novi korak ka CSRD-u. Zbog toga je proširivanje okvira korporativnog izveštavanja kroz uključivanje ESG aspekta jedini mogući put razvoja. Tokom druge decenije dvadesetog veka integrisano izveštavanje je bilo dobrovoljno, kompanije su ga uvodile širom sveta, pri čemu se uočava da je uvođenje dobrovoljnog integrisanog izveštavanja bio doprinos finansijskoj stabilnosti i održivom rastu, i pored činjenice da je stvarno pionirski jednocifreni broj firmi to prihvatio (*Pavićević i Ljutić*, 2018).

EU se opredelila za institucionalizaciju društvenih i praksi ekološkog – zelenog računovodstva, što je bio proces pripreme za uvođenje CSRD. Kreatori segmentiranih politika u EU, praktičari i akademska zajednica su se fokusirali na ove aspekte vezane za transpoziciju Direktive 2014/94/EU o infrastrukturi za alternativna goriva, sa ciljem unapređenja korporativne komunikacije i akcija u ovoj oblasti (*Piyyi i ostali*, 2023). Komplementarno sa ovim jeste razvoj računovodstvenih metoda, standarde i prakse za praćenje u okviru računovodstva karbonskog zagađenja jer se još nisu formirala jasna, precizna i finalna pravila i standardi. Stoga zajedno posmatrano aspekti evidentiranja informacija o emisiji karbona u iskazu stanja firme i iskazima tokova generišu ključne indikatore performansi CSRD koji obuhvataju prošle,

sadašnje i buduće performanse u sferi emisije karbona (*Reichelstein, 2024*). U tom svjetlu je potreban dalji razvoj, institucionalizacija i regulatorna usaglašenost finansijskog izveštavanja za potrebe modela održivih korporativnih finansija i bankarstva (*Samardžić, 2023*), (*SGS, 2023*). Održivom računovodstvu treba prići kao visoko praktičnom pristupu ESG izveštavanja, koje će kao takvo praktičarima, akademskim krugovima i zainteresovanim pružati razumevanje i mogućnost praktične implementacije CSRD, kroz detaljno elaboriranja koraka održivog računovodstva, izveštavanja, odgovornog poslovanja i održivog razvoja (*Sustainability Accountant, 2023*). Pored generalnog pristupa bitni su razvoji sektorskih metodologija, veština i prakse, posebno sa aspekta značenja CSRD za kompanije koje nisu registrovane u EU (*Sweepnet, 2024*). Za MSP iz Srbije koja su članice korporativnih grupa u EU i krupnih firmi koje su obveznice izveštavanja bitna je odluka da se krene u tom pravcu, jednostavan početak jeste kroz implementaciju pojednostavljenog integrisanog izveštavanja u srednjim preduzećima (*Thompson, 2019*). Od 2024 nadalje nastupa potpun prekid kontinuiteta izveštavanja i korporativnog finansijskog a posebno sa CSRD tako da računovodstvenu profesiju čekaju veliki izazovi, novi trendovi i velike i stalne promene od 2025 u oblasti održivog izveštavanja i sa tim povezanih usluga eksternog uveravanja odnosno neke forme ESG revizije (*Thompson, 2024*). Između 27 zemalja članica EU se uočavaju značajne i velike razlike i primeni Evropskog Zelenog plana i strateških ciljeva posmatrano kroz aspekte napretka primene Evropskog Zelenog plana (engl. EGD) kroz kriterijume implementacije ove strategije posmatrano kroz multi dimenzionu prirodu (*Tutak i Brondy, 2024*).

METODOLOGIJA

U istraživanjima održivog izveštavanja EU (obaveznog) i Srbiji (dobrovoljnog) koristeći CSRD početak je svest da se direktora ne implementira u praksi EU i da je dobrovoljna za kvalifikovane firme u Srbiji, mada će neke biti obavezne zbog prirode svoje poslovne saradnje i pravno organizacione strukture i obaveza izveštavanja. Za sada i tokom par narednih godina neće biti moguće komparativne analize zbog toga što nema izveštaja, pri čemu će nakon prihvatanja u Srbiji bilo kroz donošenje nacionalne ili kroz upućivanje na samu CSRD tokom narednih godina će biti moguće (to bi se moglo oceniti minimum 3 do 5) stepen usklađenosti implementacije direktore, kao i identifikovanje najboljih praksi za analizu. Opšti cilj ovih preliminarnih istraživanja smo definisali kao mogućnost na ukazivanje hitne potrebe usklađivanja nacionalne regulative sa CSRD za one kompanije koju su obveznici u EU, ali moglo bi se oceniti da je sa aspekta reformi najbolji put da se direktiva prenese u nacionalno zakonodavstvo. Specifični cilj istraživanja se može definisati kroz komparaciju kvaliteta i najboljih praksi u Srbiji i zemljama EU što će biti moguće na srednji rok, verovatno nakon minimum pet godina, mada je prisutna ograda da to nije moguće relativno pouzdano proceniti. Firme u Srbiji će morati da prilagođavaju svoje poslovne modele, strategije, takođe da prihvate konstruktivno i proaktivno CSRD. Razlike u primeni standarda i kriterija izveštavanja će biti prepreka u budućnosti, stoga je insistiranja ne potpunoj harmonizaciji regulative najbolji put. Odabir statističkog uzorka izveštaja na osnovu CSRD nije moguć jer će tek prvi izveštaji biti objavljeni sredinom 2025 za izveštajnu 2024. Biće moguće sagledati u Srbiji kako

izveštavaju kompanije koje su dobrovoljno usvojile standarde održivog izveštavanja, ili su najveće i najuticajnije kompanije na tržištu. Nakon regulisanja standarda izveštavanja, primene direktore, primene MSFI za održivo izveštavanje, izveštaja o uveravanju u ESG izveštaje moguće je komparirati kvalitet i stepen ostvarenja stvarnih performansi u odnosu na standarde i identifikovati ključne indikatore performansi. U ovoj fazi istraživanje nije moguće koristiti metodologiju anketa, intervjuja, analize podataka (kvantitativna, kvalitativna), interpretirati rezultate jer ih nema, rezultati ovog istraživanja jeste analiza regulative CSRD i sa njom povezanih pravnih rešenja i profesionalnih standarda. U istraživanjima smo konsultovati stručnjake iz područja održivog razvoja i finansija firme, kontakte sa regulatornim telima u EU (posebno EFRAG, EFAA, AE i delimično IFAC, IASB). Navedena metodologija pruža solidnu osnovu za navedena istraživanja.

POZADINA I KONTEKST ISTRAŽIVANJA I IMPLIKACIJE ZA KOMPANIJE IZVAN EU

Direktiva EU o korporativnom izveštavanju o održivosti (CSRD) će značajno uticati na kompanije izvan EU uz povratne sprege i uticaje na globalne standarde izveštavanja o održivosti. Ključni su zahtevi direktive izveštavanje o ekološkim, socijalnim i upravljačkim – korporativno upravljanje (ESG) faktorima. Direktiva će uticaji na direktna i indirektna na preduzeća iz Srbije koja posluju sa EU i globalno. Strateški posmatrano u interesu je nacionalne ekonomije i preduzeća u Srbiji da se bez odlaganja i usporavanja uvodi regulatorni okvir i kontrola održivog izveštavanja, pri čemu je jedan od prvih koraka identifikovanje potencijalnih koristi od usklađivanja sa CSRD standardima, kao što su poboljšani odnosi sa investitorima i upravljanje rizicima, što na prvi pogled firmama iz Srbije može delovati kao relativno dalek cilj i mala potreba a stvarno je obrnuto. Firme će se suočavati sa problemima od prikupljanja podataka, pribavljanje usluge i izveštaja o uveravanju za takve izveštaje o održivosti, te značajno moglo bi se i odrediti prohibitivno visoke troškove ESG izveštavanja. Srpske kompanije mogu koristiti modele strategija ESG izveštavanja firmi iz EU, čime će efikasno kretati u regulatornom okruženju koje se brzo razvija.

Obuhvat EU CSRD

Direktiva EU o korporativnom izveštavanju o održivosti (CSRD) je značajan zakonodavni akt koji ima za cilj povećanje transparentnosti i odgovornosti u korporativnom izveštavanju o održivosti. Kontinuitet je direktive o ne finansijskom izveštavanju (engl. NFRD). Nova direktiva značajno proširuje obim zahteva za izveštavanje i uvodi strože standarde.

Ključne karakteristike CSRD-a:

- **Prošireni opseg:** odnosi se na širi obuhvat kompanija, uključujući velike kompanije i mala i srednja preduzeća, bez obzira na njihov pravni oblik ili lokaciju.

- **Poboljšani zahtevi za izveštavanje:** CSRD nalaže detaljno izveštavanje o širokom opsegu ESG oblasti (uključila je klimatske promene, ljudska prava i socijalna pitanja).
- **Povećana sigurnost:** Implementacije direktora zahteva pružanje eksternih revizorskih usluga uveravanje za specifične informacija o održivosti. Time se značajno podižu kriterijumi i standardi kvaliteta izveštavanja.
- **Dvostruka - dualna materijalnost:** Nov kompleksan koncept dvostruke materijalnosti koji zahteva da kompanije koje izveštavaju obelodanjuju dva seta informacija: o uticaju svojih aktivnosti na pitanja održivosti i uticaju pitanja održivosti na njihovo poslovanje. To je vrsta povratne sprege odnosno dvostruke lupe aktivnosti.
- **Oslanjanje na zajedničke evropske standarde izveštavanja o održivosti (engl. ESRS):** Ovi standardi pružaju okvir za izveštavanje o održivosti, obezbeđujući nužno potrebnu konzistentnost i uporedivost među kompanijama.

Relevantnost CSRD za kompanije koje nisu iz EU

CSRD se primarno na kompanije sa sedištem u EU. Istovremeno ima značajne implikacije za preduzeća koja nisu iz EU koja posluju na tržištu EU ili sa značajnim operacijama u EU. Kompanije koje nisu članice EU možda će morati da se pridržavaju CSRD-a ako ispune određene pragove, kao što su nivo prihodi ili broj zaposlenih u EU. Kompanije koje nisu članice EU poput onih za koje su relevantni zahtevi CSRD treba blagovremeno i proaktivno da se pripremaju za rastuću regulatornu kontrolu. Jedini ispravan i adekvatno odgovor jeste kontinuirano i značajno unapređenje politike, poslovne strategije, modela i prakse izveštavanja o održivosti čime će se pozicionirati kao odgovorni korporativni građani iz Srbije u EU, ali i u svetu.

STRATEGIJE USAGLAŠENOSTI

U Srbiji tokom 2025. potrebno je analizirati različite pristupe harmonizacije nacionalne regulative sa CSRD-om za kompanije koje nisu iz EU (aspekti ekvivalentnosti, stepeni usklađenosti i izuzeće, analizirati njihove prednosti i mane. Firme u Srbiji mogu razmotriti sledeće strategije regulatorne usklađenosti sa CSRD-om. Direktora je značajna i krupna promena u načinu izveštavanja o održivim poslovnim praksama, uslov je da se izveštava o stvarnoj praksi. Firme iz Srbije koje intenzivno posluju na tržištu EU kreću ka **ekvivalentnosti**. Početna tvrdnja izveštajne firme je da je njen sistem ESG izveštavanja u potpunosti usklađen sa CSRD-om. Ovo rešenje ima prednost, deluje da je skuplje ali je u suštini ekonomičnije za firme koje već imaju iskustvo i dobar razvijen sistem izveštavanja, kakvih je stvarno malo. Nedostatak ovog procesa je da je po svojoj prirodi dugotrajan i kompleksan, ocenu o tome do nosi neko od visoko kompetentnih tela odnosnu regulatora u EU. Cilj nešto manje zahteva jeste **usklađenost**, firma prilagođava svoj sistem izveštavanja sa ciljem da zadovolji u potpunosti CSRD (uključivanje novih procesa izveštavanja,

priavljanja dodatnih podataka kojima ne raspolaže i potpuno usvajanje forme i sadržine standardizovanog izveštaja za svoj tip industrijske delatnosti. Pristup je po značaju i stepenu prihvatanja CSRD niži od ekvivalentnosti. Prednost mu je što pruža veću sigurnost da su ispunjeni regulatorni zahtevi, što povratno doprinosi jačanje poslovne reputacije firme i kredibilitetu u poslovnom svetu i u javnosti. Pristup je skup, zahteva vreme, resurse (znanja, veštine, metodologije, softvere, investiranja u nova integralna IT tehnološka rešenja. Treći pristup najnižeg nivoa i intenziteta je **izuzeće**. Firma može pokušati da se izuzme od primene, uslov je da dokaže da je ispod kriterijuma (veličina firma, delatnost, itd.). Ako joj to uspe a šanse su više nego male može izbeći same troškove harmonizacije ali je proces dug i rizik je da se neće odobriti izuzeće. Tokom tog perioda firma neće izveštavati, izgubiće tempo uvođenja i razvoja održivog izveštavanja i time ispasti iz trke korporativnog opstanka. Firma treba strateški da selekcionira adekvatan i najbolji pristup za sebe prema interesima i poslovnom modelu. Generalno je multi kriterijalni pristup da što je firma veća i p

Kako odabrati najbolji pristup?

Odabir najboljeg pristupa zavisi od sadejstva više faktora, uključujući: veličinu i kompleksnost operacije firme. Više eksponirane firme imaju znatno kompleksnije procese izveštavanja. Ukoliko je postojeći sistem izveštavanja relativno razvijen biće potrebne manje investicije u nadogradnju i razvoj. Poslovni model i strategija firmu su determinisani specifičnostima pripadnosti industriji (turizam, hrana, i slične oblasti). Orijentacije firme koliko će poslovati na tržištima EU i sa kakvim resursima raspolaže definiše njen pristup prihvatanju, upotrebi i razvoju održivog izveštavanja.

CSRD predstavlja značajnu promenu u pejzažu korporativnog izveštavanja. Firme izvan EU koje žele nastaviti poslovati na evropskom tržištu moraću se prilagoditi i uskladiti s novim zahtevima. Stoga je izbor pravog pristupa ključan za uspeh.

PRAKSE IZVEŠTAVANJA O ODRŽIVOSTI

Analiza ispunjavanja ključnih zahteva, kriterija i indikatora održivosti u izveštajima za 2024 u skladu sa CSRD-om, će biti preliminarno moguće tokom 2025. To će omogućiti sagledavanje i vrednovanje ključnih ESG faktori, što je veoma značajno za efikasnije upravljanje rizicima i angažovanje zainteresovanih strana i njihove implikacije za kompanije koje nisu članice EU.

USLUGE UVERAVANJE – REVIZIJE I VERIFIKACIJE U KONTEKSTU CSRD-A

CSRD je uveo značajne promene u sferi izveštavanja o održivosti. Time se ESG izveštavanja podiže na nivo finansijskog izveštavanja, kao sasvim nova oblast, kompleksna, sa brzim razvojem pri čemu su postojeća znanja, iskustvo i veštine na početku svog razvoja u ovoj oblasti. Takva revolucionarna novina postavlja nove zahteve za osiguravanjem odnosno uslugama uveravanja u kvalitet podataka o održivosti, čime se otvaraju brojne mogućnosti za pružaoce usluga uveravanja, što će po svemu sudeći do sada primarno biti najveće svetske mreže revizorskih kuća i

velike i srednje mreže, upravo zbog toga što su potrebna veoma velika ulaganja u produženom periodu i posvećivanje svih resursa za takve potrebe.

Uloga revizora i drugih pružaoca usluga uveravanja odnosno revizije je time postala ključna. Revizori ne samo da proveravaju tačnost podataka, već takođe ocenjuju usklađenost - komplajans sa novim standardima izveštavanja definisanih u CSRD-u i pružaju svoje revizorsko mišljenje o kvaliteti procesa upravljanja održivošću.

Za kompanije koje nisu članice EU, CSRD predstavlja izazov, ali i priliku. Izazov leži u usklađivanju s kompleksnim evropskim standardima, dok prilika dolazi iz sve većeg globalnog fokusa na održivost. Kompanije koje se prilagode ovim zahtevima mogu poboljšati svoj ugled, privući investitore i ostvariti konkurentsku prednost.

ZAKLJUČAK

Nova direktiva EU koja reguliše pitanja korporativnog izveštavanja o održivosti CSRD predstavlja značajnu, stratešku i dalekosežnu promenu u pejzažu korporativnog izveštavanja. Firme iz Srbije izvan EU koje žele nastaviti poslovati na evropskom tržištu moraće se prilagoditi i uskladiti s novim zahtevima, bez odlaganja uz značajnu motivaciju, napore i investiranje značajnih resursa. Odabir pravog pristupa je ključan za uspeh.

- Od 2025 na dalje će rasti značajno tražnja za kvalitetnim pružaocima usluga uveravanja u kvalitet ESG izveštaja primenom CSRD, što je stimulisalo značajan rast tražnje za uslugama revizije i verifikacije. Moguće je predvideti da će cena ovih usluga biti viša do znatno više od cena usluga standardne finansijske revizije jer su kompleksne i zahtevaju visoke troškove za revizorske kuće.
- Novi standardi i kompetencije: Pružaoci usluga revizije i verifikacije izveštaja o održivost moraju da se prilagode novim standardima izveštavanja i razvijati specifične kompetencije u području održivosti.
- Globalni uticaj: Uticaj CSRD-a se proteže i izvan teritorije EU, pokrećući globalnu diskusiju o standardima izveštavanja o održivosti.
- Prilika za inovacije: CSRD stvara prostor za razvoj novih revizorskih alata i tehnologija za prikupljanje, analizu i izveštavanje o podacima o održivosti.

Preporuke za kompanije iz Srbije koje nisu članice EU:

- Rana priprema: Firme treba da počnu sa pripremanjem što ranije kako bi imale dovoljno vremena za usklađivanje s novim zahtevima a to je već sama 2024.
- Partnerstvo s stručnjacima: Saradnja sa revizorima i konsultantima koji imaju iskustvo u području održivosti je značajna i veoma korisna za firme koje uvode ovu formu izveštavanja.
- Ulaganje u tehnologiju: Revizorske kuće i konsultanti će koristiti tehnološka rešenja za automatizaciju procesa i poboljšanje kvalitete podataka, počev od veštačke inteligencije, mašinskog učenja, automatizacije robotizovanih procesa.

- Komunikacija sa zainteresovanim stranama: Firme koje se strateški opredele da uvode izveštavanja na osnovu CSRD treba redovno da komuniciraju s investitorima, kupcima i drugim zainteresovanim stranama o svojim naporima, napretku i efektima kvalitetnog izveštavanja u području održivosti.

Preliminarni zaključak je da je CSRD značajna prekretnica u području izveštavanja o održivosti. Firme u Srbiji koje se uspešno prilagode ovim promenama bit će bolje pozicionirane za budućnost na tržištu EU, u svetu i u Srbiji.

LITERATURA

- Aliyu, S.** (2024), "Issues in sustainability reporting assurance: evidence from interviews", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 15 No. 3, pp. 628-653. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-07-2023-0457>
- Coffie, W., Otchere-Aboagye, Musah, A.** (2018), "Corporate social responsibility disclosures (CSRD), corporate governance and the degree of multinational activities: Evidence from a developing economy", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 8 No. 1, pp. 106-123. <https://doi.org/10.1108/JAEE-01-2017-0004>
- Erić, D., Đukić, M., & Bodroža, D.** (2021). *Finansijska tržišta X.O.* Beograda: Data status. Str. 1-1006., Beograd. ISBN: 978-86-7478-742-7
- EUR-Lex (2022)**. Document 32022L2464 Direktiva (EU) 2022/2464 Evropskog parlamenta i Vijeća od 14. prosinca 2022. o izmjeni Uredbe (EU) br. 537/2014, Direktive 2004/109/EZ, Direktive 2006/43/EZ i Direktive 2013/34/EU u pogledu korporativnog izvješćivanja o održivosti (Tekst značajan za EGP) PE/35/2022/REV/1 (16.12.2022). <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj> i <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>
- Farooq, M.B., Azantouti, A.S.A., Zaman, R.** (2024), "Non-financial information assurance: a review of the literature and directions for future research", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 15 No. 1, pp. 48-84. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2023-0166>
- Giner, B., Vilchez-Lauque, M.** (2022), "A commentary on the "new" institutional actors in sustainability reporting standard-setting: a European perspective", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 13 No. 6, pp. 1284-1309. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2021-0222>
- Gipper, B., Ross, S., Shi, S.X.** (2024). ESG assurance in the United States. *Rev Account Stud* (2024). <https://doi.org/10.1007/s11142-024-09856-2>
- Jocović, M., Ljutić, I.** (2023). Korporativno upravljanje i održivost: teorijski pristup i ograničenja njihove implementacije u zemljama Zapadnog Balkana. [Corporate Governance and Sustainability: Theoretical Approach and Constraints for their Implementation in the Western Balkan Countries]. *Montenegrin International Conference on Economics and Business: Sustainable Development: Transition to Green Economy* (May 25-27, 2023). <https://www.miceb.me/call-for-papers/MICEB%202023%20BUDVA%20-%20AGENDA.pdf>
- Ljutić, B., Thompson, P., Robertson, F., Janković, S., Parlour, R.** (2020). Webinar: Integrirano izveštavanje: Uvod. [Integrated Reporting: Introduction]. Webinar in English. <https://www.ilearn.rs/0233999-22411/webinar-integrirano-izvestavanje-uvod>
- Max-Wealth, J.** (2023). Getting Started with CSRD - A Beginner's Manual for Corporate Sustainability Reporting (ESG Reporting Series Books) Kindle Edition. Kindle Edition, https://www.amazon.com/Getting-Started-CSRD-Beginners-Sustainability-ebook/dp/B0C61M9RX1/ref=reads_cwrbar_d_sccl_1_1/138-3028781-2446616?pd_rd_w=vUuF0&content-id=amzn1.sym.4deec854-5a9e-441f-9326-

- 9645f9dae645&pf_rd_p=4deec854-5a9e-441f-9326-9645f9dae645&pf_rd_r=FB81CBSW9S85G012VK6M&pd_rd_wg=YK698&pd_rd_r=b8a0db00-1734-48e0-a7fb-e0734ec50524&pd_rd_i=B0C61M9RX1&psc=1 "
- Nikolić, L.J., Cvetković, P., Ljutić, B.** (2023). Održive finansije i uloga regulative hartije od vrednosti u kasnim ekonomijama tranzicije [Sustainable finance and the role of securities regulation in late transition economies] *Montenegrin International Conference on Economics and Business: Sustainable Development: Transition to Green Economy* (May 25-27, 2023). <https://www.miceb.me/call-for-papers/MICEB%202023%20BUDVA%20-%20AGENDA.pdf>
- NORMATIVE** (2024). CSRD Reporting for UK and Other Non-EU Companies. (October 25, 2024). <https://normative.io/insight/csr-reporting-uk-non-eu-companies/>
- Orlitzky, M., Siegel, D. S., & Waldman, D. A.** (2011). Strategic Corporate Social Responsibility and Environmental Sustainability. *Business & Society*, 50(1), 6-27. <https://doi.org/10.1177/0007650310394323>
- Pava, M.L.** (2024). From Corporate Accounting to Corporate Accountability: The Emergence of Next Stage Capitalism. In: Pava, M.L., Dion, M. (eds) *Justifying Next Stage Capitalism. Ethical Economy*, vol 68. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-031-58064-2_12
- Pavićević, I., Ljutić, B.** (2018). Uvođenje dobrovoljnog integrisanog izvještavanja u Crnoj Gori: potencijalni doprinos integrisanog izvještavanja finansijskoj stabilnosti i održivom rastu Crne Gore. Bibliografija: str. 26. *Računovodstvo i revizija* (Podgorica). - ISSN 1800-6159. - God. 10, br. 5-6 (2018), str. 13-26. 657.375.1(497.16) COBISS.CG-ID 37610768
- Piyyi, S., Principale, S., Imperiale, F.** (2023), "The institutionalisation of social and environmental accounting practices in Europe", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 24 No. 5, pp. 816-838. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2022-0190>
- Reichelstein, S.** (2024). Corporate carbon accounting: balance sheets and flow statements. *Rev Account Stud* 29, 2125–2156 (2024). <https://doi.org/10.1007/s11142-024-09830-y>
- Samardžić, R., Vuković, Z., Ljutić, B.** (2023). Finansijsko izvještavanje za održive finansije i bankarstvo u Crnoj Gori [Financial Reporting for Sustainable Finance and Banking in Montenegro]. *Montenegrin International Conference on Economics and Business: Sustainable Development: Transition to Green Economy* (May 25-27, 2023). <https://www.miceb.me/call-for-papers/MICEB%202023%20BUDVA%20-%20AGENDA.pdf>
- SGS** (2023). What is the CSRD? (October 20, 2023). What Is the CSRD and How Can We Help? | SGS
- SUSTAINABILITY ACCOUNTANT** (2023). CSRD Master Guide: Practical approach for Sustainable Reporting. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD): https://www.amazon.com/CSRD-Master-Guide-Practical-Sustainable-ebook/dp/B0C3LS6Y9N/ref=sr_1_1?crid=3HT14EOTGUQXI&dib=eyJ2IjoiMSJ9.20WCrNeUGNwvLAZiBm-d8Emo89y4HtKhqN9xwP0bH9Ys4A7oZodubzs59QmDLwkWaimhg9W0yhbFWc6co7frVtM7m_uq2HTsF95AnF4eh_OoPFXNuyVW7Lylhq-31iToG6Eq3XirtCzGX3BWjBOeslCgJe1Bv3NDJnnjolxEt8GQlR86edgRLmuMeExBjfoaymSY0BrCyXbaw1AwGh6UJbiOU8tEzjZ5aCdKKWU0EftTFU5nRyzwLd0Mbu3RTZVIRq2AhKNQSu3i3dj5j9_JY63XAgipATkBhoxb2Y9tOCMo.Kje6XPP4Vgu3MBQxA_RGz0BbijZN8YFU97J0qOeBnlY&dib_tag=se&keywords=CSRD&qid=1732199785&sprefix=card%2Caps%2C267&sr=8-1
- SWEEPNET** (2024). What Does the CSRD Mean for Non-EU Companies? <https://www.sweep.net/insights/what-does-the-csrd-mean-for-non-eu-companies> (October 09, 2024)
- Thompson, P.** (2019). Kako mala i srednja preduzeća (MSP) mogu sprovesti integrisano izvještavanje - komplet za početak / Paul Thompson. - Rezime. *Računovodstvo i revizija*

(Podgorica). - ISSN 1800-6159. - Br. 11-12 (2018), str. 14-17. 657:658.1 COBISS.CG-ID 37609232

Thompson, P. (2024). *Disruptors: The Accountancy Profession Needs You: Trends, Regulation and Standards in Sustainable Reporting and Assurance*. Brussels: European Federation of Accountants and Auditors for SMEs (November 18, 2024)

Tutak, M., Brodny, J. (2024), "Disparities among EU-27 countries in the implementation of the European Green Deal strategy goals", *Smart and Sustainable Built Environment*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/SASBE-07-2024-0266>

THE EUROPEAN DIRECTIVE ON CORPORATE SUSTAINABILITY REPORTING AND ITS IMPLICATIONS FOR COMPANIES OUTSIDE THE EUROPEAN UNION"

Branko LJUTIĆ

Abstract

The European Corporate Sustainability Reporting Directive is a major step forward. The paper analyses how it will affect companies operating outside the European Union, especially those in Serbia. The focus is on the challenges that companies face when complying with new regulations, as well as potential business opportunities that are opening up. The directive introduces new, more stringent reporting requirements for non-financial aspects of business. This paper explores how this will affect companies based outside the EU. It analyses how the new regulations will affect management processes, reporting and investor relations. It discusses the challenges associated with complying with different reporting standards, as well as the potential impact on global trends. The directive introduces significant changes in the way companies approach sustainability. The paper explores how it will affect the operations of companies operating outside the EU, the impact of the new regulations on operating costs, company reputation, access to capital, opportunities to create a competitive advantage through proactive compliance with the directive.

Keywords: *CSRD, sustainability, reporting, non-EU company, compliance*

Uputstvo za autore

NASLOV RADA – KORISTITE VELIKA SLOVOVA, CENTAR, BOLD, TIMES NEW ROMAN, 12 pt

Prvi autor Ime i PREZIME (10 pt italic, centralno poravnanje),¹
Drugi autor Ime i PREZIME (10 pt italic centralno poravnanje),²
Treći autor Ime i PREZIME (10 pt italic, centralno poravnanje),³
**Odgovorni autor E-mail: (10 pt italic, centralno poravnanje)*

Apstrakt (bold)

Apstrakt treba da sadrži od 100 do 150 reči. U apstraktu treba izbegavati citiranja drugih autora, skraćenice i matematičke formule.

Apstrakt je rezime celog izveštaja, napisan u jednom pasusu. Poželjno je da obuhvati ciljeve, metodologiju, ključne rezultate, zaključke i preporuke za dalja istraživanja.

Za pisanje koristiti Times New Roman, 10 pt

Ključne reči: (4-6)

Ključne reči treba da odražavaju osnovne teme rada, i da se često koriste u indeksnim bazama prilikom pretraživanja radova, Times New Roman, Italic, 10 pt

JEL: (www.acaweb.org/jel/jel_c_lass_system.php) /Times New Roman, Italic, 10 pt

Radovi na srpskom jeziku treba da sadrže apstrakt i ključne reči i na srpskom i na engleskom jeziku. Apstrakt istog obima i sa istim brojem ključnih reči na engleskom jeziku treba da se nalazi iza spiska literature i prilaže se na kraju rada.

Za postizanje optimalnog formatiranja, preporučuje se sledeća struktura rada:

¹ Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

² Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

³ Ime i prezime, zvanje, institucija, adresa, telefon, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

UVOD

Podlašavanje stranice: Format B5: širina 182 mm, visina 257 mm; Margine: gornja/donja 22,9 mm, leva/desna 25,4 mm; Izgled: zaglavlje 12,7 mm, podnožje 17,8 mm; Orijentacija: portret.

Rad treba pisati na srpskom jeziku. Preporučujemo da se piše u trećem licu jednine ili množine uz upotrebu aktivnog oblika. Pre slanja rada, potrebno je izvršiti proveru gramatičke i pravopisne ispravnosti teksta.

Obim rada treba da bude do 36.000 tekstovnih znakova (sa razmakom) ili do 20 stranica uključujući tekst, slike, tabele, listu referenci i priloge. Rad ne bi trebalo da budu kraći od 10 stranica. U zavisnosti od kvaliteta rada, Uredništvo može prihvatiti i duže radove (preko 20 stranica, odnosno više od 36.000 tekstovnih znakova). Rad mora biti pripremljen elektronski, u programu MS Word 2003 ili nekoj novijoj verziji ovog programa.

Uvod je prvi deo rada. Njegova svrha je da se jasno navede istraživački problem i da čitaocu pruži osnovne informacije o istraživanju. U Uvodu treba postaviti ciljeve rada, pružiti pozadinu u naučnoj literaturi kako bi se bolje razumeo kontekst istraživanja. Izbegavati detaljan pregled literature kao i rezime vaših rezultata. Veći deo Uvoda treba pisati u sadašnjem vremenu.

Koristiti Times New Roman, 11pt, razmaci između pasusa pre 6 pt, posle 6pt.

Potrebno je definisati skraćenice i akronime prilikom njihovog prvog pojavljivanja u tekstu, čak i u slučaju da su prethodno definisane u apstraktu. Ne koristiti skraćenice u naslovu rada, osim ako se ne mogu izbeći.

Poglavlja/podnaslovi treba da budu napisani fontom Times New Roman, veličina slova 11, podebljano, levo poravnanje, razmak između podnaslova i pasusa pre 12 pt, posle 12 pt, bez numerisanja. Koristite stil pisanja predstavljen u ovom šablonu:

- prvi **PODNASLOV** - Poravnanje levo, velika slova, boldirano, veličina fonta 11pt, prored između pasusa pre 12 pt, posle 12 pt.
- drugi **Podnaslov** - Poravnanje levo, samo prvo slovo veliko, veličina fonta 11pt, boldirano, prored između pasusa pre 12 pt, posle 12 pt.
- treći *Podnaslov* - Poravnanje levo, samo prvo slovo veliko, veličina fonta 11pt, kurzivom (*italic*), prored između pasusa (pre 12 pt, posle 12 pt).

PREGLED LITERATURE

Pregled literature treba da identifikuje i objasni osnovne koncepte i teorije relevantne za sprovedeno istraživanje. Potrebno je pomenuti ključne autore i radove koji su uticali na istraživanje ili radove koji su korišćeni kao osnova za istraživanje. Pregled literature treba da sadrži rezultate i nalaze relevantnih istraživanja u vezi sa analiziranom temom, opis metodologije koja je korišćena u proučavanim radovima i ograničenja u postojećoj literaturi

METODOLIGIJA

U ovom delu rada je potrebno detaljno opisati metodologiju koja je korišćena u istraživanju na jasan i precizan način, sa dovoljno detalja, kako bi se obezbedila podloga za replikovanje istraživanja na drugom uzorku, drugom vremenskom periodu ili pomoću sličnih metoda estimacije. Metode koje su već korišćene u prethodnim istraživanjima treba da budu naznačene referencom.

Za jednačine i formule koristiti uređivač jednačina (Insert/Equation) u programu Microsoft Word ili dodatak za pisanje jednačina MathType (www.mathtype.com). Proveriti da li su svi simboli unutar jednačina/formula definisani i vidljivi. Jednačine treba da budu napisane kurzivom (*italic*), numerisane u zagradama na desnoj margini, sa jednim redom razmaka iznad i ispod, kao što je naznačeno ispod:

$$B_t = \sum_{i=1}^{+\infty} \rho^i E_t(R_{t+i} - G_{t+i}) \quad (1)$$

REZULTATI

Predstavljanje rezultata treba da posluži kao osnova da se potvrde ili odbace ciljevi/hipoteze od kojih se pošlo u istraživanju. Rezultati treba da bude jasno i sažeto prezentovani. Rezultati moraju biti napisani u prošlom vremenu.

DISKUSIJA

Diskusija počinje tumačenjem glavnih rezultata istraživanja. Uz detaljnu analizu najvažnijih rezultata, potrebno je izvršiti poređenje dobijenih rezultata sa nalazima drugih relevantnih istraživanja. Identifikacija sličnosti, razlika i konzistentnosti u dobijenim rezultatima u odnosu na rezultate drugih autora omogućava jasno utvrđivanje naučnog doprinosa rada. U okviru diskusije moguće je uključiti kratku sintezu relevantne literature. U slučaju identifikovanja neočekivanih ili kontraintuitivnih rezultata, potrebno je dati objašnjenje u pogledu faktora koji su mogli uticati na rezultate. Diskusija treba da sadrži šire implikacije dobijenih rezultata u kontekstu oblasti istraživanja, kao i ograničenja ili eventualne slabosti istraživanja koja bi mogla uticati na pouzdanost ili primenjivost rezultata.

ZAKLJUČAK

U zaključku treba dati rezime najvažnijih nalaza i njihovih implikacija koji su predstavljeni u radu. Zaključci treba da budu jasno formulisani i da odražavaju ključne tačke rada. U okviru zaključka poželjno je predložiti smernice za buduća istraživanja koja bi se nadovezala na prezentovani rad.

LITERATURA

Na kraju rada treba navesti spisak korišćene literature, abecednim redom, sa poravnanjem, veličine 10 pt, hanging 0,6 cm prema stilu reference APA (American Psychological Association).

Autori treba da navedu relevantnu literaturu, idealno radove iz prestižnih indeksiranih časopisa kao što je JCR lista. Reference bi trebalo da obuhvataju najnovije nalaze objavljene u prethodnjih 5 godina. Rad treba da sadrži od 20 do 40 referenci. Spisak referenci treba da sadrži samo reference koje su navedene u tekstu.

Za citiranje u tekstu koristiti sledeći format:

- 1) Za rad: Prezime autora, godina izdanja (npr. *Jung i Myers, 2022*). Ukoliko ima više od dva autora (*Pennings i ostali, 2021*).
- 2) Za zakon: *Zakon o porezu na dobit pravnih lica (godina)*;
- 3) Za uredbu: *Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva (može se koristiti i skraćena Uredba br. 2019/2033)*.

Primeri referenci po vrstama

Članak iz časopisa

Talani, L. S. (2015). The challenges and countermeasures of blockchain in finance and economics. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 17:4, 353-372.

Gärtner, M., Griesbach, B., & Jung, F. (2011). PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *Int Adv Econ Res* 17, 288–299.

Knjiga

Damodaran, A. (1987). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Wiley.

Poglavlje knjige

Shaffer, C. (2009). Competition in the US banking industry? In Resource and market-based determinants of performance in the U.S. banking industry, ed. Ihsan Isik and Kabir Hassan, 123–152. Washington Press.

Saopštenje na konferenciji

Pennings, S. (2019). Blockchain application and outlook in the banking industry. In O. Havrylchuk & A. Beatty (Eds.), *Financial accounting in the banking industry*, 152-160. Spain: EAS.

Web stranice

National Bank of Serbia. (2023). *Statistics*. https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/

Teza

Bill, J. (2021). Competition, concentration and their relationship: An empirical analysis of the banking industry. PhD diss. University of Oxford.

Regulativa

Zakon o porezu na dobit pravnih lica (godina);

Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva (može se koristiti i skraćena Uredba br. 2019/2033).

Citiranje liste referenci:

Srbija. (godina). Naziv poreskog zakona Srbije (Broj službenog glasila/identifikator);

Evropska unija. (godina). Uredba (EU) br. [Broj Uredbe] od [Datum objavljivanja] o [Naslovu Uredbe]. Službeni list Evropske unije, [Broj sveske], [Raspon stranica].

Uredba (EU) br. 2019/2033 o bonitetnim zahtevima za investiciona društva, OJ L 314, 5.12.2019., str 1-63.

ZAHVALNICA

Zahvalnicu sastaviti u poseban deo na kraju rada, posle liste referencu. Navode se pojedinci/institucije koji su pružili pomoć tokom istraživanja. Evo primera kako strukturirati i pisati priznanja i zahvalnice u radu:

„Ovaj rad je rezultat naučno-istraživačkog projekta, pod šifrom 241923 (Uvođenje izveštavanja o održivosti i upravljanja na Zapadnom Balkanu: Nova regulativa i usklađivanje sa standardima EFRAG-a) finansiranog od strane Evropske komisije i EFRAG-a.

SUKOB INTERESA

Autori izjavljuju da ne postoje finansijske, profesionalne ili lične veze koji bi mogle dovesti do pristrasnosti u rezultatima ili interpretaciji ovog istraživanja.

TABELE I GRAFIKONI

Sve tabele treba numerisati arapskim brojevima.

Tabele moraju biti kreirane unutar teksta rada, a ne preuzete u obliku slika iz drugih dokumenata. Tabele treba numerisati prema redosledu njihovog pojavljivanja. Naslovi tabela moraju se dati neposredno iznad svake tabele na koju se odnose. Koristite sledeći stil tokom njihovog formatiranja. Naslov tabele treba postaviti sa međuprostorom 6 pt - ispred i 3pt - posle, u fontu Times New Roman, veličina fonta 11, poravnanje Centrirano. Tekst u tabeli treba pisati fontom Times New Roman, veličine fonta 10. Podebljati tekst u naslovu. Izvor tabele treba da stoji ispod tela tabele (Times New Roman, 10 pt, Italic, levo poravnanje). Novi pasus započeti sa međuprostorom od 6 pt od izvora tabele ili beleške (posle). Kompletan tekst unutar ćelija tabele treba uneti u sledeći obrazac (paragraf - prored: pre/posle 0 pt, prored: jednostruki). U slučaju da se tabela prelama na sledećoj stranici, prelomljeni deo tabele na sledećoj stranici mora da bude praćen istim zaglavljem tabele.

Fusnote uz tabele treba da budu označene malim slovima (ili zvezdicama za vrednosti statističke značajnosti i druge statističke podatke) i uključene ispod tela tabele. Preporuka je da se sve slike, grafikone, itd. pošalju u elektronskom formatu.

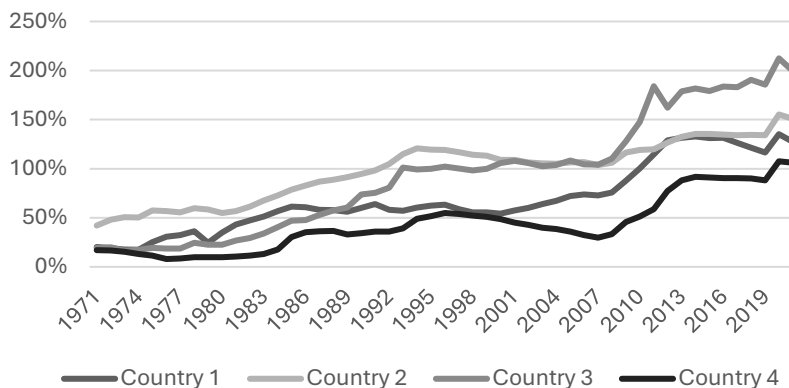
Tabela 1. Naslov tabele

	I	II	III	IV	V
2021	text	text	text	text	text
2022	text	text	text	text	text
2023	text	text	text	text	text

Izvor: Navesti korišćeni izvor

Slike, grafikoni, ilustracije, dijagrami, itd. moraju biti kreirani u specijalizovanom softveru ili skenirani i ubačeni u tekst. Rezolucija 300 dpi ili više, crno-bela tehnika za kvalitetan sadržaj štampe. Fotografije - skenirane sa visokim kontrastom. Naslov slike treba postaviti sa međuprostorom 6 pt ispred i 3pt posle, u fontu Times New Roman, veličina fonta 11, poravnanje Centrirano. Izvor treba navesti ispod slika, grafikona i šema (Times New Roman, 10pt, italic, levo poravnanje). Započeti nov pasus sa međuprostorom od 6 pt od izvora slike ili grafikona (posle).

Grafikon 1. Normal distribution of frequencies



Izvor: Navesti korišćeni izvor

Author guidelines

PAPER TITLE - USE CAPITAL LETTERS, CENTER, BOLD, TIMES NEW ROMAN, 12 pt

First author Name and SURNAME (10 pt italic, center alignment),¹

Second author Name and Surname (10 pt italic center alignment),²

Third author Name and Surname (10 pt italic, center alignment),³

**Responsible author E-mail: (10 pt italic, center alignment)*

Abstract (bold)

Abstract should contain from 100 to 150 words. In the abstract, citations of other authors, abbreviations and mathematical formulas should be avoided.

Abstract is a summary of the entire article, written in one paragraph. It is desirable to include the objectives, methodology, key results, conclusions and recommendations for further research.

For writing, use Times New Roman, 10 pt

Keywords: (4-6)

Keywords should reflect the main topics of the paper, and be frequently used in index databases when searching for works, Times New Roman, Italic, 10 pt

JEL: (www.aeaweb.org/jel/jel_class_system.php) /Times New Roman, Italic, 10 pt

Papers in Serbian should contain abstract and key words in both Serbian and English. An abstract of the same volume and with the same number of keywords in English should be placed after the list of references and attached at the end of the paper.

To achieve optimal formatting, the following paper structure is recommended:

¹ Name and surname, title, institution, address, telephone, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

² Name and surname, title, institution, address, telephone, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

³ Name and surname, title, institution, address, telephone, e-mail, ORCID ID (<https://orcid.org/>)

INTRODUCTION

Page setup: Format B5: width 182 mm, height 257 mm; Margins: top/bottom 22.9 mm, left/right 25.4 mm; Appearance: header 12.7 mm, footer 17.8 mm; Orientation: portrait.

The paper should be written in Serbian. We recommend writing in the third person singular or plural using the active form. Before submitting the paper, it is necessary to check the grammatical and spelling correctness of the text.

The length of the paper should be up to 36,000 text characters (with spaces) or up to 20 pages including text, figures, tables, list of references and appendices. Papers should not be shorter than 10 pages. Depending on the quality of the article, the Editorial Board can also accept longer works (over 20 pages, i.e. more than 36,000 characters). The paper must be written electronically, in MS Word 2003 or a newer version of this program.

The introduction is the first part of the article. Its purpose is to clearly state the research problem and to provide the reader with background information about the research. The Introduction should set the objectives of the paper, provide background in the scientific literature in order to better understand the context of the research. Avoid a detailed review of the literature as well as a summary of your results. Most of the Introduction should be written in the present tense.

Use Times New Roman, 11pt, spaces between paragraphs before 6pt, after 6pt.

Abbreviations and acronyms should be defined at their first appearance in the text, even if they were previously defined in the abstract. Do not use abbreviations in the title of the paper, unless they cannot be avoided.

Chapters/subheadings should be written in Times New Roman font, font size 11, bold, left alignment, space between subtitles and paragraphs before 12 pt, after 12 pt, without numbering. Use the writing style presented in this template:

- first **SUBTITLE** - left alignment, capital letters, bold, font size 11pt, space between paragraphs before 12 pt, after 12 pt.
- second **Subtitle** - Left alignment, only the first letter capital, font size 11pt, bold, space between paragraphs before 12 pt, after 12 pt.
- third *Subtitle* - Alignment to the left, only the first letter is capitalized, font size 11pt, italics (*italic*), space between paragraphs (before 12 pt, after 12 pt).

LITERATURE REVIEW

The literature review should identify and explain basic concepts and theories relevant to the research being conducted. It is necessary to mention key authors and papers that influenced the research or those that were used as a basis for the research. The literature review should contain the results and findings of relevant research related to the analyzed topic, a description of the methodology used in the studied articles and limitations in the existing literature.

METHODOLOGY

In this part of the paper, it is necessary to describe in detail the methodology used in the research in a clear and precise way, with enough detail, in order to provide a basis for replicating the research on another sample, another time period or using similar estimation methods. Methods that have already been used in previous research should be indicated by reference.

For equations and formulas, use the equation editor (Insert/Equation) in the Microsoft Word program or the MathType equation (www.mathtype.com). Check that all symbols within equations/formulas are defined and visible. Equations should be written in italics, numbered in brackets in the right margin, with one line of space above and below, as indicated below:

$$B_t = \sum_{i=1}^{+\infty} \rho^i E_t(R_{t+i} - G_{t+i}) \quad (1)$$

RESULTS

The presentation of the results should serve as a basis to confirm or reject the goals/hypotheses from which the research started. The results should be clearly and concisely presented. Results must be written in the past tense.

DISCUSSION

The discussion begins with an interpretation of the main results of the research. Along with a detailed analysis of the most important results, it is necessary to compare the obtained results with the findings of other relevant research. The identification of similarities, differences and consistency in the obtained results in relation to the results of other authors enables a clear determination of the scientific contribution of the work. Within the discussion, it is possible to include a short synthesis of the relevant literature. In the event that unexpected or counterintuitive results are identified, an explanation should be provided regarding the factors that may have influenced the results. The discussion should include the broader implications of the obtained results in the context of the research area, as well as the limitations or potential weaknesses of the research that could affect the reliability or applicability of the results.

CONCLUSION

In conclusion, a summary of the most important findings and their implications presented in the paper should be given. Conclusions should be clearly formulated and reflect the key points of the work. Within the conclusion, it is desirable to propose guidelines for future research that would build on the presented article.

LITERATURE

At the end of the paper, a list of used literature should be provided, in alphabetical order, with alignment, size 10 pt, according to the APA (American Psychological Association) reference style.

Authors should cite relevant literature, ideally papers from prestigious indexed journals such as the JCR list. References should include the most recent findings published within the previous 5 years. The paper should contain from 20 to 40 references. The list of references should only contain references that are cited in the text.

For in-text citation, use the following format:

- 1) For the paper: Last name of the author, year of publication (e.g. *Jung and Myers, 2022*). If there are more than two authors (*Pennings et al., 2021*).
- 2) For the law: *Law on corporate income tax (year)*;
- 3) For the regulation: *Regulation (EU) no. 2019/2033 on creditworthiness requirements for investment companies (the abbreviation Regulation No. 2019/2033 can also be used)*.

Examples of references by sort

Journal article

Talani, L. S. (2015). The challenges and countermeasures of blockchain in finance and economics. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, 17:4, 353-372.

Gärtner, M., Griesbach, B., & Jung, F. (2011). PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *Int Adv Econ Res* 17, 288–299.

Book

Damodaran, A. (1987). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Wiley.

Book chapter

Shaffer, C. (2009). Competition in the US banking industry? In Resource and market-based determinants of performance in the U.S. banking industry, ed. Ihsan Isik and Kabir Hassan, 123–152. Washington Press.

Conference report

Pennings, S. (2019). Blockchain application and outlook in the banking industry. In O. Havrylchuk & A. Beatty (Eds.), *Financial accounting in the banking industry*, 152-160. Spain: EAS.

Web page

National Bank of Serbia. (2023). *Statistics*. https://www.nbs.rs/sr_RS/drugi-nivo-navigacije/statistika/

PhD thesis

Bill, J. (2021). Competition, concentration and their relationship: An empirical analysis of the banking industry. PhD diss. University of Oxford.

Regulations

Law on Profit Tax of Legal Entities (year);

Regulation (EU) no. 2019/2033 on creditworthiness requirements for investment companies (the abbreviation Regulation No. 2019/2033 can also be used).

Citiranje liste referenci:

Serbia. (year). Name of the tax law of Serbia (Number of official gazette/identifier);

European Union. (year). Regulation (EU) no. [Regulation Number] of [Date of Publication] on [Title of Regulation]. Official Journal of the European Union, [Volume number], [Page range].

Regulation (EU) no. 2019/2033 on creditworthiness requirements for investment companies, OJ L 314, 5 December 2019, pp. 1-63.

ACKNOWLEDGMENTS

Write the acknowledgment in a separate section at the end of the work, after the list of references. Individuals/institutions that provided assistance during the research are listed. Here are examples of how to structure and write acknowledgments in the paper:

"This work is the result of a scientific research project, code 241923 (Introduction of sustainability reporting and management in the Western Balkans: New regulation and alignment with EFRAG standards) funded by the European Commission and EFRAG."

CONFLICT OF INTEREST

The authors declare that there are no financial, professional or personal relationships that could lead to bias in the results or interpretation of this research.

TABLES AND GRAPHS

All tables should be numbered with Arabic numerals.

Tables must be created within the text of the paper, and not taken as images from other documents. Tables should be numbered according to the order of their appearance. Table titles must be given immediately above each table to which they refer. Use the following style when formatting them. The title of the table should be placed with an intermediate space of 6 pt - before and 3 pt - after, in Times New Roman font, font size 11, alignment Centered. The text in the table should be written in Times New Roman font, font size 10. Bold the text in the title. The source of the table should be below the body of the table (Times New Roman, 10 pt, Italic, left alignment). Start a new paragraph with 6 pt spacing from the source of the table or note (after). The complete text inside the table cells should be entered in the following form (paragraph - spacing: before/after 0 pt, spacing: single). In case the table breaks

on the next page, the broken part of the table on the next page must be followed by the same table header.

Footnotes in tables should be indicated in lowercase letters (or asterisks for statistical significance values and other statistical data) and included below the body of the table. It is recommended that all images, graphs, etc. sent in electronic format.

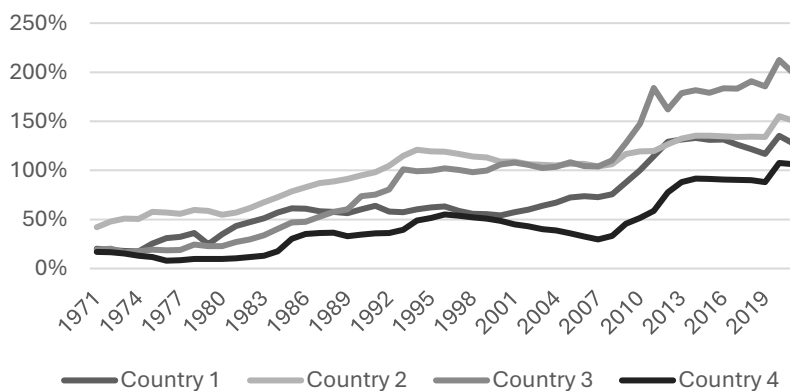
Table 1. Table title

	I	II	III	IV	V
2021	text	text	text	text	text
2022	text	text	text	text	text
2023	text	text	text	text	text

Source: Specify the source

Images, graphs, illustrations, diagrams, etc. must be created in specialized software or scanned and inserted into the text. Resolution 300 dpi or more, black and white technique for quality print content. Photos - scanned with high contrast. The title of the image should be placed with a space of 6 pt before and 3 pt after, in Times New Roman font, font size 11, alignment Centered. The source should be cited below the figures, graphs and diagrams (Times New Roman, 10pt, italic, left alignment). Start a new paragraph with 6 pt spacing from the image or chart source (after).

Graph 1. Normal distribution of frequencies



Source: Specify the source

CIP - Каталогизacija u publikaciji Narodna biblioteka Srbije, Beograd

336(497.1)

FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu
finansija = Finance : journal for the theory and
practice of finance / glavni urednik Dejan Erić
. - God. 1, br. 1 (1946)- . - Beograd : Ministarstvo
finansija Republike Srbije : Beogradska bankarska
akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje
i finansije, 1946- (Beograd : Štamparija
Ministarstva finansija Republike Srbije). - 24 cm

Godišnje. - Drugo izdanje na drugom medijumu:
Finansije (Online) = ISSN 3009-4305
ISSN 0015-2145 = Финансије
COBISS.SR-ID 36631



FINANSIJE

4-6