

## ПРИМЕНА ВИШЕКРИТЕРИЈУМСКОГ ПРИСТУПА У ОЦЕНИ ЕФИКАСНОСТИ ИНВЕСТИЦИОНИХ ПРОЈЕКТА\*

### THE USE OF MULTICRITERIA APPROACH IN INVESTMENT PROJECT EVALUATION

**Љубиша Милачић**

Универзитет у Приштини, Пољопривредни факултет, Лешак,  
Република Србија

**Тадија Ђукић**

Универзитет у Нишу, Економски факултет, Србија

**Милош Павловић<sup>\*1</sup>**

Универзитет у Приштини, Економски факултет,  
Косовска Митровица, Србија

**Сажетак:** Аутори се у раду баве проблемом оцене ефикасности инвестиционих пројеката. Посебна пажња, у смислу приказане методологије оцене ефикасности пројеката, посвећује се пројектима који се финансирају из фондова ЕУ, будући да је приказана методологија једна од оних које се користе у оцени инвестиционих пројеката који ће бити финансирани од стране ЕУ. Ово је посебно значајно за Републику Србију којој се у статусу кандидата отварају бројни фондови ЕУ и њених организација. За пројекте на територији Косова и Метохије ЕУ има посебне фондове. Аутори у раду наглашавају да је веома тешко вршити оцену неког пројекта уз помоћ појединачног показатеља и да је практично немогуће наћи универзални (општи) показатељ који ће задовољити све захтеве евалуације пројекта. Оцена инвестиционих пројеката треба да се заснива на примени економских, социјалних и еколошких показатеља, одабраним и груписаним у складу са циљевима пројекта, што нужно упућује на вишекритеријумски приступ у оцењивању ефикасности инвестиционих пројеката.

**Кључне речи:** инвестиције, оцена ефикасности пројекта, вишекритеријумски приступ, Република Србија, Косово и Метохија.

**Abstract:** The authors are dealing with the problem of the evaluation of the investment projects effectiveness. Special attentions, when we are talking about the methodology of the projects evaluations is given to the projects that are financed by the EU funds, having in mind that this methodology shown in paper is used for project evaluations that are going to be financed from the EU. This is particularly important for Serbia which is in the candidate status and that offer opportunities for using EU funds in project financing. For the territory of Kosovo and Metohija and its projects, EU has special funds. The authors emphasize that is very difficult to evaluate some project with one method and it is very difficult to find universal (general) method that is going to fulfill all

---

\* Рад је резултат научно-истраживачког рада у оквиру пројекта III 47023 „Косово и Метохија између националног идентитета и евроинтеграција“ који финансира Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

<sup>1</sup> milos.pavlovic@pr.ac.rs

*projects needs. The evaluation investment project should be based on economical, social and ecological methods that are chosen in order with the projects aims; witch necessarily refers to the multi-criteria approach in the evaluation process.*

**Keywords:** *investments, project evaluation, multi-criteria approach, Serbia, Kosovo and Metohija.*

## УВОД

У савременим условима пословања, које све је теже донети исправну пословну одлуку а поготово када се ради о инвестиционим одлукама и то како у профитним тако и у непрофитним, државним или приватним предузећима. У условима ограничених ресурса и могућности потребно је задовољити потребе великог броја стејкхолдера које осим економског и финансијског могу бити и социјалног, еколошког или неког другог карактера. Из тог разлога, јавља се и потреба да се инвестициони пројекти сагледавају и оцењују не само са једног аспекта већ из више различитих и то применом економских, финансијских, технолошких, еколошких и других показатеља.

У пракси се често дешавају ситуације да је пројекат по једним показатељима ефикасан и исплатив, а по другим потпуно неприкладан за реализацију. Такође, није редак случај да се један параметар односно показатељ стави испред других и да се само на основу њега донесе инвестициона одлука. Међутим, у зависности од циља улагања, као и интереса стејкхолдера, процес евалуације одређеног пројекта подразумева његово сагледавање по основу више појединачних индикатора, као и њихово претходно рангирање, будући да нису сви показатељи од истог значаја.

Не постоји ниједан специфични, општи показатељ, који може да покрије све аспекте анализе инвестиционог улагања и да покаже општу, интегрисану ефикасност пројекта, која би била резултат утицаја различитих фактора, како на пројекат као целину, тако и на објективну процену различитих инвестиционих циљева.

Процес оцене ефикасности инвестиционих пројеката је сложен проблем и за теорију и за праксу. Пројекти који се финансирају из фондова Европске Уније су углавном усмерени ка остваривању више циљева, па самим тим јавља се и потреба да се они оцењују са више аспекта неби ли се утврдио допринос појединих пројеката у остварењу зацртаних циљева. Пројекти финансирани из предприступних фондова ЕУ су посебно интересантни за Републику Србију, будући да она од марта 2012. године има статус кандидата, а да су приступни преговори започели јануара 2014. године. Ова чињеница значи да су се Србији отворили бројни фондови ЕУ и

њених институција. Што се Косова и Метохије тиче, ЕУ и њене институције, за ову територију имају резервисана посебна средства а тичу се углавном побољшања инфраструктуре, владавине права, повратка расељених лица, побољшања животног стандарда неалбанског становништва. Посебна средства резервисана су за северни део Косова.

У овом раду разматран је вишекритеријумски приступ у процесу оцене инвестиционих пројеката који се препоручује и од стране Европске Уније и њених институција.

Аутори су анализирали утицај различитих критеријума на евалуацију инвестиционих пројеката и приказали метод који користећи више показатеља за процену ефикасности, омогућава добру процену инвестиције.

## **1. КОРАЦИ У ОЦЕНИ ИНВЕСТИЦИОНИХ ПРОЈЕКТАТА ПРИМЕНОМ ВИШЕКРИТЕРИЈУМСКОГ ПРИСТУПА**

Мерење укупних ефеката које доноси експлатација једног инвестиционог пројекта и њихово квантитативно изражавање помоћу одређених показатеља омогућава да се оцени да ли ће очекивани ефекти надмашити укупна улагања. Тај поступак се назива оцена ефикасности, односно оправданости реализације посматраног инвестиционог пројекта, и она служи за доношење инвестиционе одлуке (Јовановић, 1997, стр. 82).

Недостатак индикатора који се користе за оцену ефикасности инвестиционог пројекта и одсуство бар једног општеприхваћеног параметра ефикасности приморавају нас да истражимо нове и ефикасније методе процене инвестиција, посебно за оне пројекте који се финансирају из државног буџета или фондова ЕУ. Решење за сложене социјално-економске и организационе проблеме, који се при оцењивању и избору најбољег пројекта могу појавити, представља примена више критеријума, односно неколико независних и самосталних показатеља. У вези с тим, важно је да поступак оцене пројеката обухвати све предности наведених метода и математичких критеријума и да обезбеди исправне резултате, који нису у колизији једни с другима. Да би се постављени проблем решио, ефикасност треба одредити упоређивањем и оцењивањем како интерних тако и екстерних фактора пројекта.

У реалном сектору, послови имплементације инвестиција и оцене ефикасности инвестирања обично се разматрају методом универзалног (општег) критеријума. Он је заснован на постојању

једног појединачног показатеља ефикасности инвестиција, што је обично регулисано различитим правним актима, препорукама и методологијама. На пример, у процењивању појединих инвестиционих пројеката користи се само један индикатор ефикасности – *IIPP* (интерна стопа приноса). Пројекти одабрани за имплементацију не морају имати највише вредности *IIPP*, али његова вредност мора бити изнад прописаног минимума. Наравно, при процени се могу применити и друге методе које, поред *IIPP*, користе више различитих индикатора ефикасности. Када се користи само један индикатор, претпоставља се да су доносиоци одлука заинтересовани само за једну карактеристику инвестиционе стратегије (профитна стопа, период отплате, итд.). Међутим, ове методе могу се користити само када је показатељ, који се разматра као главни, апсолутно доминантан, а вероватноћа грешке при његовом израчунавању минимална. Пракса показује да такав индикатор, који може да буде прихваћен као универзалан, практично не постоји. Дакле, коришћење само једног индикатора ефикасности не даје могућност процене ефикасности различитих пројеката, а на основу њега је немогуће проценити сигурност остварења свих планираних циљева.

Узимајући у обзир наведене недостатке оцењивања ефикасности инвестиција помоћу само једног индикатора, у скоро свим случајевима се препоручује да се евалуација врши применом више релевантних критеријума. Постоје методе евалуације, које омогућавају комбиновање више појединачних критеријума и формирање једног заједничког збирног показатеља ефикасности. Међутим формирање таквог показатеља је врло сложен процес који подразумева да проценитељ поседује, не само велико искуство и знање, већ и креативан и истраживачки приступ послу.

Последњих година се процене ефикасности на бази више критеријума интензивно примењују у врло различитим областима. Овакаве методе евалуације ефикасности улагања могу се поделити у две групе и то (Triantaphyllou, 2000., p. 21):

1. једноставне методе евалуације (геометријска средина, производ збира вредности и значаја индикатора, метода *SAW - Simple Additive Weighting* и сл.)

и

2. сложене методе (*TOPSIS*, *ELEKTRA*, *PROMETHEE*, *VIKOR*, сложене пропорционалне, поједностављене сложене и друге методе).

У анализама проблема евалуације инвестиција, који су наведени у овом раду коришћене су само методе из прве групе и оне

су су дале добре резултате. Фазе у анализи ефикасности инвестиционих пројеката приказане су у Табели 1.

**Табела 1.: Фазе у анализи ефикасности инвестиционих пројеката**

<b>Фаза</b>	<b>Опис</b>
I	Формулисање проблема, анализа стања, идентификација циљева евалуације
II	Дефинисање фактора који утичу на пројекат и анализа деловања ових фактора
III	Утврђивање вредности показатеља ефикасности инвестиционог пројекта
IV	Утврђивање значаја индикатора ефикасности инвестиционог пројекта
V	Комбиновање свих индикатора ефикасности у један општи индикатор
VI	Анализа резултата, оцена ефикасности разматраних пројеката и доношење одлуке

Извор: Прилагођено према: Evaluation methods for the European Union's external assistance – Evaluation Tools, European Communities, 2006.

У фази I, врши се идентификација проблема и предмета истраживања и њихово формулисање, а затим се анализира дејство фактора из окружења (спољашних и унутрашњих) и фактори ризика који утичу на пројекат. У овој фази најчешће се користи SWOT анализа критичних фактора успеха, анализа поређењем итд. Веома је битно да у овој фази буду идентификована сва заинтересована лица за функционисање пројекта будући да то касније одређује и избор показатеља по основу којих ће пројекти бити ранжирани као и одређивање њиховог нивоа важности.

У фази II приступа се изради листе фактора који утичу на инвестициони пројекат и успоставља се систем за ефикасну анализу њиховог утицаја. Инвестициони пројекат је компликован феномен и није га могуће дефинисати помоћу једне вредности, односно једног показатеља, а још је теже пронаћи функцију која би обухватила све аспекте тог феномена. Фактори на основу којих се врши оцена

инвестиционог пројекта подељени су у одређене групе, економске, финансијске, еколошке, технолошке, итд. Да би се ефикасност пројекта што веродостојније и обухватније описала и оценила, важно је тачно проценити што је могуће више фактора, јер када се анализира мали број фактора (или само једна врста фактора, нпр. финансијски), постоји ризик да ће важни аспекти утицаја на укупну ефикасност пројекта бити изостављени из процене. Међутим, велики број фактора има своје негативне стране, јер када се анализирају бројни фактори компликовано је проценити њихов појединачни значај, а сама анализа захтева време и велика финансијска средства.

При избору релевантних показатеља треба се придржавати следећих принципа: а) показатељи треба да буду једноставни, јасног састава и математичког алгорита; б) показатељи треба да буду широко примењивањи у пракси и прихватљиви за учеснике на пројекту, ц) потребно је проценити поузданост и потпуност информација које се користе за израчунавање показатеља и д) неопходно је одредити минимални и максимални број група показатеља. У случају великог броја показатеља препоручује се да се они групишу.

У фази III врши се квантификација изабраних показатеља ефикасности, односно утврђује се њихова вредност (бодовање) по унапред задатој скали.

У фази IV бира се модел за одређивање значаја показатеља ефикасности инвестиционог пројекта. Усвајају се коефицијенти значаја (тежине) за сваки од показатеља и то на скали од 0 до 1 и врши се прерачунавање добијених резултата фактором корекције који је одређен у овој фази.

У фази V врши се сабирање појединачних бодова за сваки од пројеката који су претходно кориговани коефицијентом тежине (важности).

У фази VI се добијени резултати анализирају и даје предлог о прихватању или одбацивању одређеног инвестиционог пројекта.

При избору показатеља имају се у виду инвестициони циљеви, а показатељи су груписани у неколико главних категорија:

- економско-финансијски показатељи (*ИРР*, *НСВ*, *ИР*, итд)<sup>2</sup>,
- социјални показатељи (број нових радних места, степен смањивања социјалних разлика, итд),

---

<sup>2</sup> Наведени показатељи спадају у динамичке показатеље ефикасности инвестиционих пројеката. То значи да они уважавају концепт промене вредности новца у функцији времена и ту спадају: Нето садашња вредност – *НСВ* (*НПВ*), Индекс рентабилности – *ИР*, Интерна стопа приноса – *ИСП* (*ИРР*), Дисконтовани период поврата средстава.

– показатељи заштите животне средине - еколошки показатељи (смањење загађења, смањење потрошње енергије, коришћење алтернативних извора енергије, итд.),

– технолошко-иновативни показатељи и

– остали специфични показатељи.

## **2. ПРИМЕНА ПРИКАЗАНЕ МЕТОДОЛОГИЈЕ КРОЗ ПРИМЕР**

У наставку ћемо на примеру десет пројеката који конкуришу за финансирање од стране ЕУ приказати примену представљене методологије. Од бројних показатеља изабрали смо три, и то: финансијски – Интерна стопа приноса – ИРР; социјални (друштвени) показатељ – број нових радних места; показатељ заштите животне средине – проценат смањења загађења околине.

**Табела 2.: Индикатори ефикасности пројеката**

<b>Пројекат</b>	<b>ИРР</b>	<b>Нова радна места</b>	<b>Смањење загађења</b>
П <sub>1</sub>	24,0 %	4	2,0 %
П <sub>2</sub>	6,0 %	8	4,0 %
П <sub>3</sub>	12,8 %	5	3,0 %
П <sub>4</sub>	11,7 %	2	6,0 %
П <sub>5</sub>	12,0 %	6	5,0 %
П <sub>6</sub>	7,8 %	4	7,0 %
П <sub>7</sub>	7,6 %	10	5,0 %
П <sub>8</sub>	22,0 %	1	3,0 %
П <sub>9</sub>	9,8 %	6	8,0 %
П <sub>10</sub>	11,2 %	9	7,0 %

Извор: Пример аутора.

Циљ овог рада није да објашњавамо методологију добијања сваког од ових показатеља већ да укажемо на неопходност комбиновања различитих показатеља приликом оцене ефикасности појединих пројеката. Податке о овим показатељима за сваки пројекат навели смо у табели 2.

Уколико као критеријум при избору пројеката узмемо економски показатељ, односно ИРР, закључујемо да пројекти П<sub>1</sub> и П<sub>8</sub> имају највише ИРР вредности, што указује да су ови пројекти најпрофитабилнији. Пројекти П<sub>2</sub> и П<sub>7</sub> су најмање профитабилни.

Са аспекта социјалног показатеља, највише нових радних места доносе пројекти П7 и П10. Најмање бриге о друштвеној компоненти остварили би пројекти П8 и П4.

Ако као главни критеријум приликом избора пројеката узмемо заштиту животне средине, односно у овом случају критеријум утицаја на смањење загађења издвајају се пројекти П9, П6 и П10 као пројекти са најјачим позитивним утицајем на заштиту животне средине, док пројекти П1 и П3 и П8 најмање воде рачуна о заштити животне средине.

### 2.1. Рангирање пројеката по појединачним критеријумима

Поређење ефикасности десет инвестиционих пројеката, према, појединачним индикаторима, показало је да су одређени пројекти врло ефикасни и оправдани према једном критеријуму, али много мање ефикасни према другом. У табели 3 извршено је рангирање сваког од пројеката по појединачним критеријумима. Ако би користили било који појединачни критеријум из ове анализе, веома тешко би се могли одредити који пројекат да финансирамо, односно који пројекат треба одбацити као неефикасан.

**Табела 3.: Рангирање пројекта по појединачним показатељима ефикасности**

Пројекат	ИРР		Нова радна места		Смањење загађења	
	Вредност (%)	Приоритет	Вредност (%)	Приоритет	Вредност (%)	Приоритет
П <sub>1</sub>	24,0 %	1	4	7-8	2,0 %	10
П <sub>2</sub>	6,0 %	10	8	3	4,0 %	7
П <sub>3</sub>	12,8 %	3	5	6	3,0 %	8-9
П <sub>4</sub>	11,7 %	5	2	9	6,0 %	4
П <sub>5</sub>	12,0 %	4	6	4-5	5,0 %	5-6
П <sub>6</sub>	7,8 %	8	4	7-8	7,0 %	2-3
П <sub>7</sub>	7,6 %	9	10	1	5,0 %	5-6
П <sub>8</sub>	22,0 %	2	1	10	3,0 %	8-9
П <sub>9</sub>	9,8 %	7	6	4-5	8,0 %	1
П <sub>10</sub>	11,2 %	6	9	2	7,0 %	2-3

Извор: Бодовање урађено на основу табеле 2.

Анализа ових пројеката показује да методе које користе само један критеријум не могу да дају свеобухватну, конзистентну и објективну оцену ефикасности алтернативних пројеката. На пример, институције које брину о профитабилности користите само *ИРР*



индикатор, као доминантан у оцени ефикасности инвестирања. Стога ће препоручити као најисплативије пројекте П1 и П8.

Међутим, у пракси постоји више заинтересованих страна и више захтева, тако да је најчешће потребно поред једног у обзир узети више показатеља.

## **2.2. Бодовање пројеката по појединачним критеријумима**

Када су идентификовани сви релевантни показатељи карактеристични за одређену врсту пројекта и када су исти израчунати, приступа се њиховом бодовању по унапред утврђеној скали. У табели 4 приказана је скала за показатеље који су предмет анализе 10 инвестиционих пројеката.

**Табела 4.: Критеријуми за бодовање пројеката**

<b>ИРР</b>		<b>Нова радна места</b>		<b>Смањење загађења</b>	
Распон вредности	Бр. Бодова	Распон вредности	Бр. Бодова	Распон вредности	Бр. Бодова
ИРР < 6.5%	0 поена	до 2 рм	5 поена	до 2%	0
6.5% < ИРР < 10%	10 поена	3 до 5 рм	10 поена	од 3-4%	10
10% < ИРР < 15%	20 поена	6 до 10 рм	20 поена	од 5-6%	20
ИРР > 15%	30 поена	Више од 10 рм	30 поена	више од 6%	30

Извор: Пример аутора.

**Табела 5.: Број бодова по показатељима за сваки од пројеката**

<b>Пројекат</b>	<b>ИРР</b>	<b>Нова радна места</b>	<b>Смањење загађења</b>
П <sub>1</sub>	30	10	0
П <sub>2</sub>	0	20	10
П <sub>3</sub>	20	10	10
П <sub>4</sub>	20	5	20
П <sub>5</sub>	20	20	20
П <sub>6</sub>	10	10	30
П <sub>7</sub>	10	20	20
П <sub>8</sub>	30	5	10
П <sub>9</sub>	10	10	30
П <sub>10</sub>	20	20	30

На основу критеријума који су дати у табели 4 вршимо бодовање инвестиционих пројеката. Табелом 5 приказали смо бодове за сваки од пројеката по изабраним показатељима.

### 2.3. Прерачунавање добијених резултата фактором корекције

У зависности од циља који се жели постићи пројектом, дејства разних фактора, али и интереса бројних стејкхолдера, различити показатељи имају различити значај приликоом доношења инвестиционе одлуке. У овој фази сваком од показатеља додаје се одређени коефицијент значаја и врши се прерачунавање бодова изабраним коефицијентом корекције.

Коефицијент корекције за дату врсту пројекта је по групи показатеља следећи:

- економски показатељи – ИРР - 0,80
- социјални показатељи – нова радна места - 0,90
- еколошки показатељи – смањење загађења - 1,00

У табели 6 приказали смо кориговане бодове за сваки од пројекта по сва три показатеља.

Табела 6.: Кориговани бодови пројеката за сваки од показатеља

Пројекат	ИРР	Нова радна места	Смањење загађења
П <sub>1</sub>	24	9	0
П <sub>2</sub>	0	18	10
П <sub>3</sub>	16	9	10
П <sub>4</sub>	16	4,5	20
П <sub>5</sub>	16	18	20
П <sub>6</sub>	8	9	30
П <sub>7</sub>	8	18	20
П <sub>8</sub>	24	4,5	10
П <sub>9</sub>	8	9	30
П <sub>10</sub>	16	18	30

### 2.4. Резултати вредновања инвестиционих пројеката

Вредности појединачних показатеља ефикасности, као и збирног показатеља за поједине пројекте, приказани су у табели 7. Приоритети појединачних инвестиционих пројеката одређени су према укупном броју поена. Сви пројекти који су оцењени са више од 50 поена разматраће се у даљем поступку, док су они са мање од 50 поена одбачени.

**Табела 7.: Показатељи вредности разматраних инвестиционих пројеката и статус пројекта**

Projekti	Вредност појединачних показатеља (поени)			Ефикасност пројекта (поени)	Приоритет	Статус пројекта
	ИРР	Радна места	Смањење загађења			
П <sub>1</sub>	24	9	0	33	9	Одбијен
П <sub>2</sub>	0	18	10	28	10	Одбијен
П <sub>3</sub>	16	9	10	35	8	Одбијен
П <sub>4</sub>	16	4,5	20	40,5	6	Одбијен
П <sub>5</sub>	16	18	20	54	2	Одобрен
П <sub>6</sub>	8	9	30	47	3-4	Одбијен
П <sub>7</sub>	8	18	20	46	5	Одбијен
П <sub>8</sub>	24	4,5	10	38,5	7	Одбијен
П <sub>9</sub>	8	9	30	47	3-4	Одбијен
П <sub>10</sub>	16	18	30	64	1	Одобрен

Као што се може видети из табеле 7, у даље разматрање узимају се пројекти П10 који и П5 јер су оцењени са више од 50 поена. Наведени пројекти, као што можемо да видимо из претходних табела, ни по једном појединачном критеријуму нису били ранжирани на првом месту, међутим, када су се у обзир узели збирно сви критеријуми, ова два пројекта оцењена су као најприхватљивија.

Поузданост и економска оправданост наведене методе за оцену ефикасности пројеката постигнута је применом метода економске анализе и теорије евалуације, а пракса је показала да ова метода може да се користи, не само за привредне и финансијске, већ и за социјалне, технолошке, еколошке и сличне пројекте. Због разноврсности, дубине анализе и интегралне ефикасности ова метода се широко примењује за оцењивање пројеката које финансира Европска Унија.

## ЗАКЉУЧЦИ

1. Оцењивање инвестиционих пројеката применом једног појединачног критеријума не даје комплексну и реалну оцену

вредности пројекта. Тако оцењени пројекти не могу се међусобно упоређивати нити се могу утврдити приоритети за финансирање.

Стога је неопходно користити више различитих критеријума ефикасности пројеката (економски, финансијски, социјални, еколошки, технолошки, итд.), а када је то могуће појединачне критеријуме треба интегрисати у један генерални показатељ који представља основу за доношење инвестиционе одлуке.

2. При оцењивању инвестиционих пројеката, који се финансирају из структурних фондова ЕУ, могуће је издвојити одговарајуће групе критеријума ефикасности. Дobar пример је изложен у овом раду и односио се на три групе критеријума који су релевантни за добијање финансијске подршке Европске Уније у развоју пољопривредног сектора. Ове групе критеријума су: финансијски, социјални и еколошки показатељи.

3. Предложени вишекритеријумски метод оцене инвестиционих пројекта подразумева следећих шест неопходних корака: дефинисање циљева оцене пројекта, дефинисање фактора који утичу на пројекат и анализа деловања ових фактора, утврђивање вредности показатеља ефикасности инвестиционог пројекта, утврђивање значаја индикатора ефикасности инвестиционог пројекта, комбиновање свих индикатора ефикасности у један генерални (општи) индикатор, анализа резултата, оцена ефикасности разматраних пројеката и доношење одлуке.

Овакав метод оцене инвестиционог пројекта може се лако применити у пракси, а уз помоћ информационих технологија постиже се висок ниво сигурности и тачности у процени ефикасности.

4. Да би се доказала суштина предложене методе за оцену ефикасности инвестиционих пројеката, обрађено је десет инвестиционих пројеката за које је тражена финансијска подршка Европске Уније. Критеријуми за оцену изабрани су узимајући у обзир циљеве инвестирања и услове које је потребно испунити да би се добила подршка ових фондова. Пројекти су упоређени према појединачним критеријумима, а дефинисан је и генерални показатељ ефикасности. Анализом се дошло до закључка да су само два пројекта погодна за финансирање и увођење у праксу, док би преостале требало одбацити или кориговати. Предложени метод је погодан за анализу свих пројеката из области привреде и даје исправну и објективну слику о њиховој вредности, под условом да су приоритети и циљеви који се желе постићи реализацијом пројекта исправно постављени.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Belli, P., Anderson J., Barnum H., Dixon, J., Tan, J. P. (2004). *Economic Analysis of Investment Operations. Analytical Tools and Practical Applications*. The World Bank, WBI Development Series, Washington;
2. Ђуричин Д., Лончар Д. (2010). *Менаџмент помоћу пројеката*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду;
3. European Communities (2006).: Evaluation methods for the European Union`s external assistanc – Evaluation Tools;
4. Jovanović P. (1997). *Upravljanje investicijama*, FON, Beograd;
5. Krasulja D., Ivanišević M. (2006). *Poslovne finansije, deveto izdanje*, Ekonomski fakultet, Beograd;
6. Orsag, S. (2002). *Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata*, Masmedia, Zagreb;
7. Popović, Ž., Stanković, J. i I. Veselinović (2013). Multi-criteria analysis application in the investment projects assessment, Facta Universitatis, series: Economic and Orgainzation, vol. 10, No 4, 2013, p. 401-418;
8. Richardson, B. and R. Richardson (1992). *Buisness Planning an Approach to Strategic management*, Pitman Publishing, London;
9. Годосијевић Р. (2007). *Стратегијски менаџмент*, Економски факултет, Суботица;
10. Triantaphyllou E. (2000). *Multi criteria decision making methods: a comparative study*; Kluwer Academic Publishers, Norvell, Massachusette.

Рад је примљен: 15.05.2014.

Рад је прихваћен за штампање: 25.05.2014.