

MANAŽÉRSKE ROZHODOVANIE O INVESTÍCIÁCH DO DLHODOBÉHO HMOTNÉHO MAJETKU

MANAGERIAL DECISIONS ON INVESTMENT IN LONG-TERM ASSETS

Mária Ďurišová

Abstract: *From the corporate point of view we can define investment as a single or short-term spend resources that will provide revenue in the future. Investing includes the process of acquisition of long-term assets. Part of this process is created by decision about economic efficiency of investment. It consists of four parts like determination of capital expenditures needs of investment, determination of cost of capital, estimation of future net incomes of investment (cash flow) and also the risks related with these incomes. The last part is the evaluation of economic efficiency of investment projects. The estimation of net income that the investment will bring is the critical part of investment decision. The correct estimation of the present value of income affects the objective (internal, external) and subjective assumptions. The objective prerequisites are the realized production volume, the implementation price, costs of production, durability life of long-term assets, changes of market conditions, inflation, etc. The subjective assumptions result from the expert's knowledge, practical experiences and knowledge of internal and external business environment.*

Keywords: *Investment, Capital expenditures, Cost of capital, Incomes of investment, Cash flow, Fixed assets.*

JEL Classification: *G30, E44.*

Úvod

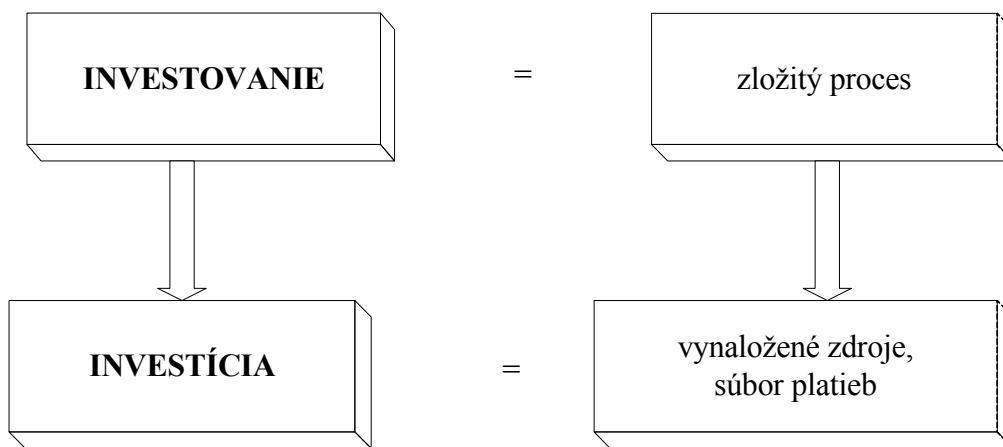
Vrcholovým cieľom podniku je dlhodobý rozvoj a rast podniku. Súčasť jeho dosiahnutia tvorí efektívna alokácia finančných zdrojov do dlhodobého hmotného majetku, ktorá je reakciou na uspokojovanie potrieb a prání zákazníkov. Závažnosť investičného rozhodnutia je v tom, že ovplyvňuje dlhodobú pozíciu podniku z dôvodu dlhodobého viazania finančných zdrojov (vlastných alebo požičaných) a rizika nedosiahnutia očakávaných príjmov z investície. Podniky disponujú pomerne nízkym privátnym kapitálom a v dôsledku finančnej krízy majú obmedzený prístup k cudzím zdrojom. Proces manažérskeho rozhodovania o investovaní v podniku je širokospektrálny. Investíciu je potrebné posúdiť z hľadiska vecnej stránky a následne finančno-ekonomicky vyhodnotiť. Vecná stránka odráža obsahovú naplň procesu investovania (posúdenie výrobnnej kapacity podniku, výber vhodného dlhodobého majetku po technickej a technologickej stránke, výber dodávateľa, časové hľadisko realizovania procesu, atď). Finančno-ekonomické vyhodnotenie zahŕňa určenie hodnoty investície, očakávaných peňažných tokov, časového rozloženia príjmov z investície, alternatívnych nákladov na kapitál a posúdenie efektívnosti investície. Investície sú realizované podľa investičného plánu, ktorý vychádza zo strategického podnikového plánu. Pri vyhodnocovaní investícií je potrebné brať do úvahy predovšetkým výnosnosť, čas a riziko.

1 Algoritmus hodnotenia efektívnosti investičného projektu

1.1 Vymedzenie algoritmu hodnotenia efektívnosti investičného projektu

Hodnoteniu efektívnosti investícií predchádza vypracovanie technicko-ekonomickej štúdie prevoditeľnosti tzv. feasibility study. Predstavuje časť predinvestičnej prípravy projektu a je to štúdia realizovateľnosti projektu. [11][6][2] Táto štúdia „by mala poskytnúť všetky podklady, potrebné pre rozhodnutie. Sú v nej zahrnuté všetky požiadavky a možnosti súvisiace s uvedením investície do realizačnej fázy, predovšetkým rozpracovanie technických a finančných požiadaviek; celá štúdia sa pochopiteľne opiera o situáciu na trhu a jej prognózu“ [11]. „Zjednodušene povedané, základnými dvoma kritériami pre ohodnotenie uskutočniteľnosti projektu sú vynaložené náklady a vyžadovaná hodnota ktorá má byť dosiahnutá“ [6]. Vzťah medzi investovaním a investíciou dokumentuje obr.1.

Obr. 1: Vzťah medzi investovaním a investíciou



Zdroj: [vlastné spracovanie]

Z podnikového hľadiska investícia predstavuje rozhodnutie o umiestnení kapitálu, rešpektujúc jeho návratnosť a zhodnotenie. Ak prognóza kapitálových výdavkov a peňažných príjmov z investičného projektu nie je reálna a nezobrazuje vplyv všetkých základných faktorov, ktoré na výdavky a príjmy pôsobia, potom aj celé rozhodovanie o efektívnosti investícií je nepresné. Rozhodnutiu predchádza finančné a ekonomické vyhodnotenie pripravovanej investície, ktoré sa realizuje v štyroch krokoch:

1. Určenie potreby kapitálových výdavkov investície.
2. Určenie nákladov na kapitál.
3. Odhad budúcich čistých peňažných príjmov, ktoré investícia prinesie (peňažný tok) a riziká, s ktorými sú tieto príjmy spojené.
4. Zhodnotenie ekonomickej efektívnosti investičných projektov.

1.2 Kapitálové výdavky investičného projektu

Kapitálové výdavky investičného projektu tvoria všetky očakávané peňažné výdavky, u ktorých sa v priebehu dlhšieho časového obdobia predpokladá ich premena na budúce peňažné príjmy. Ak proces obstarania prebieha niekoľko rokov, kapitálové výdavky je potrebné aktualizovať na súčasnú hodnotu (diskontovať).

Objem kapitálových výdavkov na investíciu závisí od obstarávacej ceny investície, zvýšenia čistého pracovného kapitálu, výdavkov spojených s predajom a likvidáciou vyradovaného dlhodobého majetku, daňových vplyvov atď.

Obstarávacia cena investície zahŕňa cenu obstarania (nákupnú cenu) a náklady spojené s obstaraním.

Zvýšenie čistého pracovného kapitálu predstavuje tú časť, ktorá je trvalým prírastom obežného majetku. Trvalý prírastok čistého pracovného kapitálu predstavuje rozdiel medzi zvýšením obežného majetku a zvýšením krátkodobých záväzkov (rast obežného majetku vyvoláva rast krátkodobých pasív).

Výška potrebného pracovného kapitálu závisí od objemu produkcie a od stupňa využívania výrobnnej kapacity.

Zvýšený objem pracovného kapitálu je použitý na:

- Predzásobenie surovinami a materiálom,
- nákup náhradných dielov,
- financovanie nedokončenej výroby a hotových výrobkov,
- financovanie pohľadávok.

1.3 Náklady na kapitál

Investícia môže byť financovaná z vlastných zdrojov, cudzích zdrojov alebo sa na jej financovanie použije kombinácia oboch zdrojov. Zdroje financovania majú svoje náklady. Nákladmi kapitálu sa rozumejú náklady podniku na získavanie a viazanie jednotlivých zložiek jeho kapitálu.

Nákladmi vlastného kapitálu pre podnik je podiel na zisku, ktorý vlastníci očakávajú a získavajú za vklad svojho kapitálu do podniku.

Náklady zo zadržaného podnikového zisku sú obdobne, ako náklady vlastného kapitálu, v podobe podielu na zisku. Vlastníci ponechajú časť zisku na samofinancovanie rozvoja podniku len vtedy, keď im toto reinvestovanie prinesie aspoň taký výnos, ako iné formy investovania.

Vlastníkmi očakávaná a požadovaná cena ich kapitálu je v jednotlivých podnikoch rozdielna a to vzhľadom na rôznu rizikovosť vkladu do príslušného podniku. Najmenej rizikové je vlastníctvo akcií veľkého a stabilizovaného podniku. S rastúcim rizikom rastú aj náklady vlastného kapitálu, pretože musia investorom kompenzovať zvýšené ohrozenie ich kapitálu.

Nákladmi cudzieho kapitálu sú predovšetkým úroky, poplatky a provízie.

Nákladmi pri kombinovanom financovaní investície z vlastných a cudzích zdrojov sú priemerné náklady celkového kapitálu podľa zastúpenia jednotlivých zložiek kapitálu. Priemerné náklady celkového kapitálu sú váženým aritmetickým priemerom, kde váhami sú jednotlivé podiely vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom objeme kapitálu a premennými sú náklady vlastného kapitálu a náklady cudzieho kapitálu.

Vo všeobecnosti platí, že náklady vlastného kapitálu sú pre podnik vyššie, ako náklady cudzieho kapitálu z dôvodov, ktoré dokumentuje obr. 2. Riziko vlastníka je vyššie, ako je riziko veriteľa. Veriteľ vkladá prostriedky do podniku na istý vopred dohodnutý čas

a po jeho uplynutí sa mu vrátia. Návratnosť môže byť zabezpečená zárukou. Má zaručený pravidelný úrokový výnos, ktorý získava bez ohľadu na ziskovosť dlžníckeho podniku. Na druhej strane vlastník (spoločník) vkladá do podniku prostriedky na vopred neobmedzený čas a môže ich získať späť len predajom svojho podielu alebo pri likvidácii podniku. Jeho dôchodok vyplývajúci z vlastníctva nie je vopred určený a závisí od výsledku hospodárenia podniku, znáša podnikateľské riziká. Ďalším dôvodom pre dokumentovanie tvrdenia, že náklady vlastného kapitálu sú vyššie ako náklady cudzieho kapitálu je ten, že platené úroky z úveru sú súčasťou podnikových nákladov, znižujú zisk ako základ na výpočet dane z príjmov. Skutočnými nákladmi úveru pre podnik nie je celý úrok, ale úrok znížený o úsporu dane.

Obr. 2: Dôvody vyššieho rizika znášané vlastníkom kapitálu



Zdroj: [vlastné spracovanie]

1.4 Príjmy z investície

Reálne určenie príjmov z investície je omnoho ťažšie ako určenie kapitálových výdavkov. Predstavuje kritické miesto investičného rozhodovania, čo je dané životnosťou dlhodobého majetku, ktorá je podstatne dlhšia ako doba jeho obstarania.

Primárnym predpokladom odhadu budúcich peňažných príjmov z investície je odhad:

- Objemu realizovanej produkcie,
- realizačnej ceny,
- výrobných nákladov,
- doby životnosti dlhodobého majetku.

Životnosť dlhodobého majetku môže byť technická a ekonomická. Technická životnosť dlhodobého majetku vyplýva z jeho technických parametrov. Ekonomickú životnosť ovplyvňuje predovšetkým dĺžka životného cyklu výrobku, rozsah zdrojov surovín, rýchlosť technického pokroku v danom odbore. Peňažné toky z investície je potrebné určiť na jednotlivé roky jej ekonomickej životnosti.

Odhadovaná výška budúcich peňažných príjmov musí rešpektovať predovšetkým intenzitu:

- Zmien podmienok na trhu,
- vplyvu inflácie,

- vplyvu faktora času, t. j. prepočet budúcej hodnoty príjmov na súčasnú hodnotu príjmov.

Postup výpočtu súčasnej hodnoty budúcich príjmov:

$$SHPT = \frac{PT_1}{(1 + N_K)^1} + \frac{PT_2}{(1 + N_K)^2} + \frac{PT_t}{(1 + N_K)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{PT_t}{(1 + N_K)^t}$$

Kde: SHPT - súčasná hodnota peňažného toku,

PT_t - očakávaná hodnota peňažného toku v jednotlivých rokoch,

N_K - priemerné náklady celkového kapitálu (podniková diskontná miera),

t - obdobia 1 až n (roky),

n - očakávaná životnosť investície v rokoch.

1.5 Zhodnotenie ekonomickej efektívnosti investičných projektov

Ekonomicky efektívny je ten projekt, pre ktorý platí nerovnica:

$$\text{SÚČASNÁ HODNOTA PRÍJMOV} \geq \text{KAPITÁLOVÉ VÝDAVKY}$$

Pre podnik je výhodné umiestniť kapitál do investície, ak súčasná hodnota očakávaných príjmov z investície je väčšia alebo rovná nákladom na investíciu.

2 Metody

Spracovanie príspevku vychádzalo z rešerše odbornej literatúry a skúseností z podnikovej praxe. [1][3]. Z metód vedeckej práce boli použité analýza, syntéza, indukcia a dedukcia. Analýza je použitá pri rozhodovacom procese o investovaní do dlhodobého hmotného majetku, pri posudzovaní predpokladov a bariér efektívneho rozhodovania, na teoretickej úrovni a v podnikovej praxi. Sekundárne analýza je zameraná na kritické zhodnotenie dostupných písomných dokumentov, vedeckých článkov, príspevkov na konferenciách a seminároch. Syntéza našla svoje opodstatnenie pri tvorbe záverov.

3 Rozbor problému

3.1 Odhad príjmov z investície

V algoritme hodnotenia efektívnosti investičných projektov sa javí najzložitejšou činnosťou určenie veľkosti príjmov, ktoré investícia prinesie. Je potrebné vychádzať z kvalitného plánu odbytu v spojení s plánom výroby, aby bolo možné stanoviť očakávané tržby a s nimi súvisiace prevádzkové výdavky. Odhad príjmov si vyžaduje spoluprácu finančného manažéra s pracovníkmi zainteresovaných oddelení, predovšetkým oddelení vedy a výskumu, marketingu, výroby a predaja.

Problém odhadu príjmov z investície je možné analyzovať na príjmoch a výdavkoch hotela, ktorého manažéri rozhodujú o investičnom projekte rekonštrukcie polovice ubytovacích kapacít. Cieľom investičného projektu je prostredníctvom rekonštrukcie izieb hotela kategórie Štandard dosiahnuť zvýšenie úrovne ubytovania hotela, jeho tržieb a počtu spokojných zákazníkov. Príjmy hotela zahŕňajú príjmy za poskytnuté ubytovanie, stravovanie, wellness služby a doplnkové služby. Príjmy z ubytovania sa podieľajú na celkových príjmoch hotela v najväčšej miere. Ako veľmi problematické sa javí odhadnúť obsaditeľnosť rekonštruovaných izieb v rámci jednotlivých mesiacov roka. Z uvedeného

dôvodu sa odhad príjmov realizuje vo viacerých variantoch. Pri odhade príjmov vychádzajú z aktuálnej cenovej relácie ubytovacích služieb navýšených o infláciu a zvýšenie ceny v dôsledku zvýšenia úrovne vybavenosti izieb. Konkrétne hodnoty príjmov obsahuje tab. 1 Plán príjmov z investície na roky 2013-2017 v € a to pri obsaditeľnosti 65-percentného využitia, čo bol najrealistickejší predpoklad.

Tab. 1: Plán príjmov z investície na roky 2013-2017 v €

POLOŽKA	ROK				
	2013	2014	2015	2016	2017
Ubytovanie	425 800	439 500	442 400	458 500	471 200
Stravovanie	89 400	98 500	112 500	121 900	134 800
Wellness služby	99 800	110 800	125 400	131 800	145 800
Doplnkové služby	32 600	36 600	38 500	39 300	42 900
SPOLU	647 600	685 400	718 800	751 500	794 700

Zdroj: [vlastné spracovanie]

Plán výdavkov bude štruktúrovaný analogicky ako plán príjmov a to podľa účelu na ubytovacie kapacity, stravovanie, wellness služby a doplnkové služby. Uvedené položky obsahujú jednotlivé druhy výdavkov (spotreba potravín, čistiacich, prostriedkov, úhrada za služby prania posteľnej bielizne, uterákov, spotreba energie, vody, mzdové a ostatné osobné náklady, úroky z úveru, atď). Súhrn obsahuje tab. 2 Plán výdavkov z investície na roky 2013-2017 v €. Plán zohľadňuje mierny nárast cien energií, vody a mzdových nákladov.

Tab. 2: Plán výdavkov z investície na roky 2013-2017 v €

POLOŽKA	ROK				
	2013	2014	2015	2016	2017
Ubytovanie	386 800	411 600	421 700	429 900	438 600
Stravovanie	76 500	81 200	86 300	87 900	99 500
Wellness služby	91 100	101 800	112 200	119 700	128 600
Doplnkové služby	28 100	29 800	31 200	32 300	35 400
SPOLU	582 500	624 400	651 400	669 800	702 100

Zdroj: [vlastné spracovanie]

Pri praktickom použití sa pri posudzovaní príjmov používajú čisté príjmy a súčasná hodnota príjmov. Čisté príjmy sú príjmy znížené o výdavky. Súčasná hodnota príjmov predstavuje diskontované príjmy pri priemerných nákladoch kapitálu vo výške 12 %. Vyjadruje minimálnu výnosnosť projektu nevyhnutnú na uhradenie nákladov kapitálu použitého na financovanie. V uvedenom podniku sa na financovanie investičného projektu použije kombinácia cudzích a vlastných zdrojov.

Tab. 3: Plán diskontovaných príjmov z investície na roky 2013-2017 v €

POLOŽKA	ROK				
	2013	2014	2015	2016	2017
Čistý príjem	65 100	61 000	67 400	81 700	92 600
Súčasná hodnota príjmu	58 125	48 629	47 975	51 922	52 545
Diskontný faktor	1,12	1,2544	1,4049	1,5735	1,7623

Zdroj: [vlastné spracovanie]

Pri odhade príjmov z investície má svoje opodstatnenie realizovať analýzu citlivosti, ktorej výsledkom je určenie významnosti rizikových faktorov. Vzhľadom na veľkú časť fixných výdavkov zmenou príjmov zo služieb nedôjde k zásadnej zmene výdavkov. Príjmy z ubytovania v jednotlivých rokoch tvoria najväčšiu zložku celkových príjmov a teda uvedené príjmy budú najcitlivejšie na obsaditeľnosť izieb, čo dokumentuje nasledujúca tab. 4.

Tab. 4: Odhad súčasnej hodnoty príjmov pri vybraných variantoch obsaditeľnosti v €

POLOŽKA	ROK					SPOLU
	2013	2014	2015	2016	2017	
Súčasná hodnota príjmu pri 35 % obsaditeľnosti	31 298	26 185	25 833	27 958	28 293	139 567
Súčasná hodnota príjmu pri 55 % obsaditeľnosti	49 183	41 148	40 594	43 934	44 461	219 320
Súčasná hodnota príjmu pri 65 % obsaditeľnosti	58 125	48 629	47 975	51 922	52 545	259 196
Súčasná hodnota príjmu pri 75 % obsaditeľnosti	67 067	56 110	55 356	59 910	60 629	299 072
Súčasná hodnota príjmu pri 95 % obsaditeľnosti	84 952	71 073	70 117	75 886	76 797	378 825

Zdroj: [vlastné spracovanie]

Analýza citlivosti investičných projektov odhaľuje faktory ovplyvňujúce ich čistú súčasnú hodnotu. Čistá súčasná hodnota kvantifikuje zníženie súčasnej hodnoty príjmov o hodnotu kapitálových výdavkov. Čistá súčasná hodnoty zistená pri danom investičnom projekte umožňuje zistiť absolútnu hodnotu výnosu z časovo aktualizovaného peňažného toku investície. Faktory ovplyvňujúce čistú súčasnú hodnotu v ubytovacích službách sú predovšetkým príjmy z ubytovania, stravovania, wellness a doplnkových služieb, ceny za jednotlivé služby, výdavky v členení na fixné a variabilné.

„Investičný projekt je pre podnik akceptovateľný, ak diskontované peňažné príjmy prevyšujú kapitálové výdavky“. [5] Pri uvedenom vzťahu investícia zvyšuje trhovú hodnotu podniku a zaručuje požadovanú mieru výnosu vyjadrenú úrokovou sadzbou.

Ak je čistá súčasná hodnota záporné číslo (diskontované peňažné príjmy sú menšie ako kapitálové výdavky), investícia nie je pre podnik vhodná a jej realizácia by znížila trhovú hodnotu podniku. Ak sa čistá súčasná hodnota rovná nule, investícia je neutrálna a nebude meniť trhovú hodnotu podniku. Podľa tab.5 Čistá súčasná hodnota príjmov pri vybraných variantoch obsaditeľnosti v €, hraničná hodnota čistej súčasnej hodnoty je pri obsaditeľnosti izieb na úrovni 54,27 %. Výpočty pri obsaditeľnosti 65 %, je posudzovaný investičný projekt rekonštrukcie hotelových izieb prijateľný. So zvyšujúcou sa obsaditeľnosťou sú predpokladané priaznivejšie finančné výsledky.

Tab.5: Čistá súčasná hodnota príjmov pri vybraných variantoch obsaditeľnosti v €

POLOŽKA	Súčasná hodnota príjmu	Kapitálové výdavky	Čistá súčasná hodnota
Súčasná hodnota príjmu pri 35 % obsaditeľnosti	139 567	216 420	-76 853
Súčasná hodnota príjmu pri 55 % obsaditeľnosti	219 320	216 420	2 900
Súčasná hodnota príjmu pri 65 % obsaditeľnosti	259 196	216 420	42 776
Súčasná hodnota príjmu pri 75 % obsaditeľnosti	299 072	216 420	82 652
Súčasná hodnota príjmu pri 95 % obsaditeľnosti	378 825	216 420	162 405

Zdroj: [vlastné spracovanie]

Rozbor odhadu príjmov z investície na rekonštrukciu ubytovacích kapacít vychádza z konkrétneho investičného projektu. V oblasti cestovného ruchu v Slovenskej republike aj napriek stagnácii podnikateľského prostredia a ekonomickej kríze dochádza k nárastu investičných možností. Dynamický trh cestovného ruchu a zmeny v požiadavkách a očakávaníach zákazníkov sú dôvodmi, prečo sa manažéri ubytovacích zariadení sa rozhodujú investovať do svojho redizajnu.

Postup odhadu príjmov z investície je možné analogicky použiť na iné podniky služieb alebo na výrobné podniky.

4 Diskusia

„V období silných globalizačných tlakov i doznievajúcej ekonomickej krízy je pre celé ekonomiky i pre jednotlivé podniky z hľadiska udržania si zákazníkov a trhov nevyhnutná orientácia na zvyšovanie konkurencieschopnosti, a to aj prostredníctvom efektívnejšieho využívania svojich disponibilných vstupov [8, s. 248]

Podstatu hodnotenia investícií tvorí porovnanie vynaloženého kapitálu s príjmami, ktoré daná investícia prinesie. Základnými vstupnými parametrami investičného rozhodovania sú kapitálové výdavky, súčasná hodnota príjmov v jednotlivých rokoch ekonomickej životnosti dlhodobého majetku, doba životnosti investície a náklady na kapitál zohľadňujúce faktor rizika. Pri posudzovaní efektívnosti investícií vzhľadom na náročnosť a komplexnosť situácie vyplýva problém správneho odhadu veľkosti príjmov z investície. V praxi dochádza k výskytu nasledujúcich nedostatkov:

- Neúplná identifikácia položiek ovplyvňujúcich príjem,

- nízka miera poznania priebehu vnútorných procesov v podniku,
- subjektívnosť odhadu kvantifikácie veľkosti príjmu,
- úroveň znalostí zostavovateľa o vývoji na relevantnom trhu,
- úroveň znalostí zostavovateľa o časovej hodnote peňazí.

V čase rozsiahleho využitia informačno-komunikačných technológií, vhodnou formou pri analýze citlivosti a rizík investičných projektov je simulácia. V rámci nej sa stanoví „rozdelenie pravdepodobností pre každý faktor neurčitosti, špecifikujú sa vzájomné závislosti medzi týmito faktormi a pomocou počítača sa uskutoční opakovaný výber pre každý faktor. Pre každú sadu vybraných hodnôt potom počítač vykalkuluje výnosnosť investície.“ [7]

Záver

Spracovaný príspevok načrtá smer, ktorým sa má realizovať hodnotenie efektívnosti investičného projektu. Popisuje štyri kroky algoritmu hodnotenia efektívnosti investícií. Dôraz kladie na skupinu činností odhadu budúcich príjmov, ktoré investícia prinesie. Odhad je subjektívny pohľad zo strany jeho zostavovateľa a vo veľkej miere závisí od jeho odborných vedomostí, praktických zručností, poznania podnikových procesov a externého prostredia podniku. Kvantifikáciu príjmov ovplyvňujú aj trhové riziká, ktoré sú však nediverzifikovateľné. Z dôvodu rizika odhadu príjmov v podnikovej praxi odporúčam vypracovanie variantov a realizáciu analýzy citlivosti. Rozhodovanie o investíciách je teda jednou z najdôležitejších a zároveň najzložitejších činností, ktorými sa musí manažment každého podniku zaoberať.

PodĎakovanie

Tento článok bol vypracovaný v rámci riešenia grantového projektu VEGA 1/0526/13 "Modelovanie multilaterálnych vzťahov ekonomických subjektov a zvyšovanie kvality ich rozhodovacích procesov s podporou IKT".

Referencie

- [1] BREALEY, R. A. & MYERS, S. C. (2000) *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- [2] BLANCHARD B. S. & FABRYCKY, W. (2010). *Systems Engineering & Analysis*. 5th Ed. (P. 361).
- [3] BLOCK, S. B. & GEOFFREY, G. A. (2005) *Foundation of Financial Management*. Boston: McGraw-Hill, 2005 ISBN 0-07-284229-6
- [4] ĎURIŠOVÁ, M., JACKOVÁ, A. (2007) *Podnikové financie*. Žilina: EDIS-vydavateľstvo ŽU. 2007, ISBN 978-80-8070-661-6
- [5] EHRHARDT, M. C. & BRIGHAM E. F. (2011) *Corporate Finance – A Focused Approach*. Mason: South –Western „Cengage Learning, 2011. ISBN 978-1439078082
- [6] GEORGAKELLOS, D. A. & MARCIS, A. M. (2009). „*Application of the semantic learning approach in the feasibility studies preparation training process*.“ *Information Systems Management* 26 (3) 231-240.
- [7] HIGGINS, R. C.: *Analýza pro finanční management*. (1997) 1. vyd. Praha; Grada Publishing, 1997. 399 str. ISBN 80-7169-404-5

- [8] KUCHARČÍKOVÁ, A. (2012) *Využitie diagnostického prístupu v oblasti efektívneho využívania ľudského kapitálu*. 2012. In: Diagnostika podniku, controlling a logistika: VI. Medzinárodná vedecká konferencia: zborník prednášok a príspevkov. Žilina: Žilinská univerzita. ISBN 978-80-554-0502-5. CD-ROM, s. 247-252.
- [9] KUCHARČÍKOVÁ, A., TOKARČÍKOVÁ, E. (2010) *Základy ekonomickej teórie*. tretie aktualizované a doplnené vydanie. Žilina: Žilinská univerzita v Žiline, 2010. s. 98, ISBN 978-80-554-0179-9.
- [10] KRÁĽOVIČ, J., VLACHYNSKÝ, K. (2006) *Finančný manažment*. Bratislava: Iura Edition, 2006, ISBN80-8078-042-0.
- [11] MATSON, J. (2000) "*Cooperative Feasibility Study Guide*", United States Department of Agriculture, Rural Business-Cooperative Service. October 2000.
- [12] SCHOLLEOVÁ, H. (2009) *Investiční controlling*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. ISBN 978-80-247-2952-7.

Kontaktná adresa

doc. Ing. Mária Ďurišová, PhD.

Žilinská univerzita v Žiline, FRI, Katedra makro a mikroekonomiky

Univerzitná 8215/1, 010 26 Žilina, Slovenská republika

E-mail: maria.durisova@fri.uniza.sk

Tel. číslo: ++421 41 513 1422

Received: 23. 04. 2013

Reviewed: 03. 10. 2013, 16. 10. 2013

Approved for publication: 04. 11. 2013