

RACHUNEK EFEKTYWNOŚCI EKONOMICZNEJ W PROCESIE DECYZYJNYM DOTYCZĄCYM PODEJMOWANIA BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH

Małgorzata Jaworek
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Abstrakt. Artykuł przedstawia wybrane zagadnienia związane z procesem decyzyjnym dotyczącym podejmowania bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Tekst podzielono na dwie zasadnicze części. W pierwszej zaprezentowano rozważania teoretyczne na temat procesu decyzyjnego dotyczącego BIZ, ze szczególnym uwzględnieniem ostatniego etapu, tj. oceny efektywności. W części drugiej przedstawiono wyniki badania ankietowego zrealizowanego w ramach projektu N N112 322338, zatytułowanego „Aktywność inwestycyjna polskich przedsiębiorstw za granicą – czynniki i skutki”, sfinansowanego przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego na podstawie decyzji 3223/B/H03/2010/38. Zagadnienia zaprezentowane w części drugiej dotyczą oceny ekonomicznej efektywności polskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Słowa kluczowe: bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ), proces podejmowania decyzji menedżerskich, ocena ekonomicznej efektywności

WSTĘP

Decyzje dotyczące podejmowania bezpośrednich inwestycji za granicą (BIZ) należą do najważniejszych decyzji dokonywanych przez przedsiębiorstwa międzynarodowe. Przy czym inwestycje te należy rozumieć jako lokaty kapitału podejmowane poza granicami kraju osiedlenia inwestora, w skali umożliwiającej bezpośredni

i trwały udział w zarządzaniu podmiotami zasilanymi tym kapitałem, w celu uzyskania korzyści z prowadzonej przez nie działalności [Karaszewski 2013].

Niestety proces decyzyjny dotyczący podejmowania BIZ przyciągnął znacznie mniej uwagi naukowców aniżeli proces dotyczący inwestycji krajowych, mimo iż teorie tłumaczące podejmowanie inwestycji za granicą, prowadzenia biznesu międzynarodowego i działalności korporacji międzynarodowych zostały szeroko opisane. Niemniej jednak w literaturze przedmiotu znaleźć można opracowania ukazujące proces podejmowania decyzji w kontekście międzynarodowym [Aharoni 1966, Wahab 1978, Hosseini 1994, Larimo 1995, Wei i Christodoulou 1997, Sykianakis i Bellas 2005, Laar i Neubourg 2006, Aharoni 2011, Aharoni, Tihanyi i Connelly 2011, Dimitratos et al. 2011]. Pionierskim opracowaniem w tym zakresie jest praca Y. Aharoniego [1966], w której autor opisuje środowiskowe i organizacyjne czynniki wpływające na proces podejmowania decyzji, stwierdzając, iż „proces decyzyjny dotyczący bezpośrednich inwestycji zagranicznych jest bardzo złożony. (...) Zawiera w sobie różne elementy zachowań indywidualnych i organizacyjnych wpływających na percepcję przeszłości, teraźniejszości i przyszłości. Proces ten składa się z wielu decyzji, dokonywanych przez różne osoby w różnych punktach czasu. Zrozumienie wyniku końcowego tego procesu zależy od zrozumienia wszystkich jego etapów i elementów składowych” [Aharoni 1966]. Jest to dynamiczny, socjologiczny proces ograniczony strategią organizacji, jej zasobami i ograniczonymi zdolnościami, celami i potrzebami jej członków, poprzez które wyłaniają się wybory [Aharoni 1966]. Proces ten początkowany jest siłami zewnętrznymi, które przyczyniają się do przyjęcia przez przedsiębiorstwo perspektywy międzynarodowej. Siła czynników zewnętrznych determinuje proces badawczy, poprzez który decydenci tworzą psychologiczne więzi z innymi organizacjami i jednostkami. Im silniejsze więzi, tym większe prawdopodobieństwo podjęcia decyzji o inwestowaniu. Proces ten zmienia się wraz z akumulacją doświadczeń i rezultatów organizacyjnych modyfikacji takich jak np. wykreowanie zagranicznych oddziałów [Aharoni 2011, Aharoni, Tihanyi i Connelly 2011].

METODYKA BADANIA

Mimo iż normatywna teoria podejmowania decyzji jest relatywnie dobrze opisana, wciąż mało jest badań prezentujących procesy decyzyjne w przedsiębiorstwach międzynarodowych. Brakuje ponadto opracowań poruszających zagadnienia procesu decyzyjnego dotyczącego podejmowania BIZ przez inwestorów z Polski. Artykuł w pewnym stopniu wypełnia tę lukę, prezentując wyniki autorskiego badania, dotyczące ostatniego etapu procesu podejmowania decyzji o BIZ, tj. oceny efektywności ekonomicznej bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich przedsiębiorstw. Badanie przeprowadzono w ramach projektu N N112 322338



„Aktywność inwestycyjna polskich przedsiębiorstw za granicą – czynniki i skutki”¹. Zostało ono zrealizowane w trzech etapach, w latach 2011–2013. Pierwszym etapem objęto polskie przedsiębiorstwa (z siedzibą w Polsce) – bezpośrednich inwestorów zagranicznych, drugim przedsiębiorstwa powstałe w drodze BIZ – spółki bezpośredniego inwestowania, a trzeci etap stanowiły analizy przypadków znaczących inwestorów zagranicznych. Pierwszy etap badania, którego wyniki przedstawiono w niniejszym opracowaniu, został przeprowadzony od kwietnia do czerwca 2012 roku. Wzięło w nim udział 64 z 622 polskich przedsiębiorstw. Podmioty te zrealizowały łącznie 279 projektów inwestycyjnych. Z badanej grupy 57% podmiotów podjęło inwestycje od podstaw (greenfield), 21% weszło do kraju lokaty wyłącznie poprzez przejęcie zagranicznego podmiotu (brownfield), a 22% zastosowało strategię mieszaną – zrealizowało zarówno inwestycje greenfield, jak i brownfield. Z badanej grupy 63 podmioty posiadały osobowość prawną. Z tej liczby 44% prowadziło działalność w formie spółki akcyjnej, a 56 w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Większość objętych badaniem przedsiębiorstw – 62% posiadało wyłącznie kapitał polski. Pozostałe 38% miało w swej strukturze kapitałowej kapitał zagraniczny. Dla zebrania informacji dotyczących aktywności zagranicznej polskich bezpośrednich inwestorów zagranicznych wykorzystano metodę CAPI (computer assisted personal interviewing).

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie czy ostateczna decyzja o podjęciu BIZ przez polskie przedsiębiorstwa była podejmowana przy zastosowaniu pełnego rachunku ekonomicznego, tj. przy wykorzystaniu właściwych miar oceny efektywności, analitycznego sposobu wyznaczania stopy dyskonta, wykorzystaniu w rachunku opcji rzeczowych oraz kwantyfikacji ryzyka związanego z BIZ.

Artykuł podzielono na dwie części. Część pierwszą stanowią rozważania teoretyczne na temat procesu decyzyjnego dotyczącego BIZ, w tym ostatniego etapu, jakim jest ocena efektywności inwestycji. W części drugiej przedstawiono wyniki opisanego powyżej badania.

PROCES DECYZYJNY BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH

Decyzje dotyczące BIZ warunkowane są wieloma czynnikami zarówno wewnętrznymi (np. strategią przedsiębiorstwa), jak i zewnętrznymi (np. ryzykiem politycznym konkretnej lokalizacji). W literaturze przedmiotu prezentowanych jest kilka

¹ Projekt objął swym zakresem znacznie szerszy program badawczy przeprowadzony przez zespół w składzie: W. Karaszewski (kierownik), M. Jaworek, M. Kuzel, M. Szałucka, A. Szóstek, M. Kuczmarska. Badanie zostało sfinansowane przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego na podstawie decyzji 3223/B/H03/2010/38.



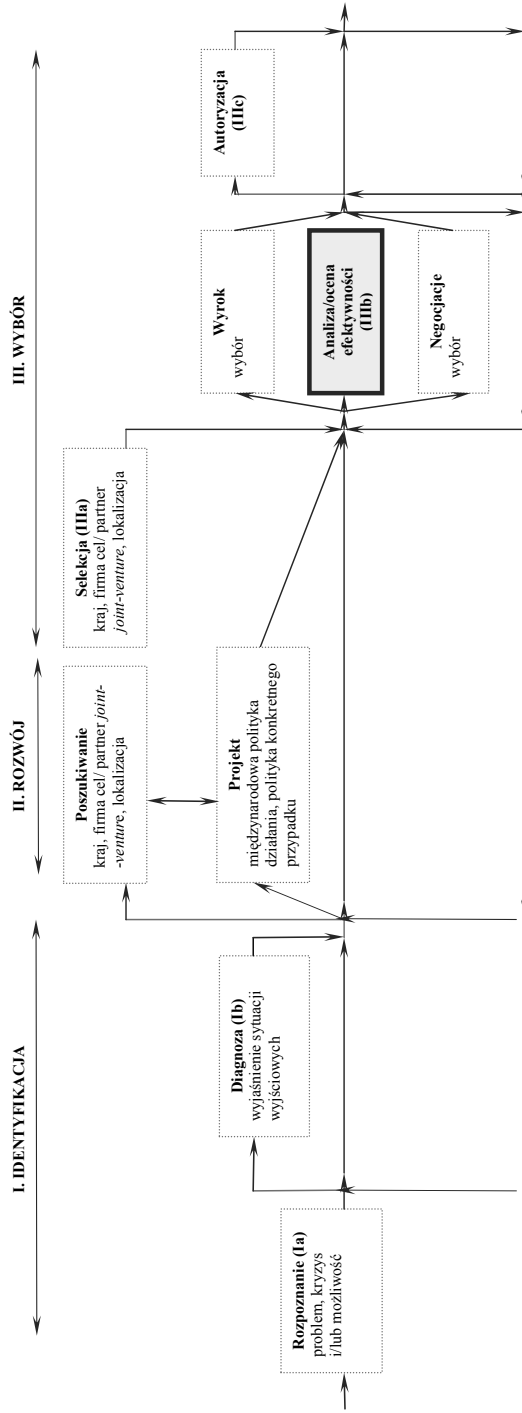
ujęć modelowych procesu podejmowania decyzji. Y. Aharoni podzielił proces decyzyjny dotyczący BIZ na trzy fazy: generowanie idei początkowej, badanie i rozwój oraz prezentacje i decyzje odnośnie inwestycji [Aharoni 1966].

Podobnego podziału dokonali H.C. Wei i C. Christodoulou, według których proces ten składa się z następujących faz: inicjowanie i wstępne myślenia, następnie badania, kończąc na ocenie i podjęciu finalnej decyzji. Zgodnie z tym modelem na podjęcie decyzji o podjęciu BIZ wpływają trzy grupy czynników: zewnętrzne czynniki środowiskowe, sieci powiązań własnych menedżerów oraz ich doświadczenie. Czynniki te determinują przeszłość przedsiębiorstwa, która wpływa na jego ukierunkowanie międzynarodowe [Wei i Christodoulou 1997].

W przeciwieństwie do normatywnych modeli podejmowania decyzji (liniowych i ustrukturyzowanych) model J. Larimo pokazuje interakcyjny charakter procesu decyzyjnego. Autor zaadoptował ogólny model podejmowania decyzji strategicznych stworzony przez H. Mintzberga [Mintzberg, Rai Singhani i Theoret 1997]. Składa się on z trzech faz: identyfikacja, rozwój, wybór/selekcja (rysunek 1).

W fazie identyfikacji (I) można wyróżnia się dwa etapy. Pierwszy dotyczy rozpoznania problemu (Ia), kryzysu czy nadarzających się okazji. Mogą to być problemy, które napotyka przedsiębiorstwo we własnym kraju, np. nasycony rynek zbytu. Czynniki sprzyjające mogą pojawić się także w innych krajach czy w końcu mogą to być posunięcia konkurentów przedsiębiorstwa. To przekłada się na stymulanty podjęcia BIZ. Drugim etapem tej fazy jest diagnoza (Ib), która polega na zbadaniu czynników wyjściowych. Przedsiębiorstwo musi odpowiedzieć na pytanie, jakie ma przewagi, jakie przewagi są w posiadaniu największych konkurentów lub jakie są możliwe do uzyskania tylko przez nich. Ważne jest także, jak te przewagi przyczyniają się do tworzenia barier wejścia lub wyjścia dla przedsiębiorstw na poszczególnych rynkach.

Po dokładnej identyfikacji następuje faza II, zwana rozwojem. Jej pierwszym krokiem jest wybór kraju lokaty lub grupy krajów. Otwarcie się na określony kraj lokaty jest spowodowane interakcją czynników dotyczących strategii przedsiębiorstwa i czynników środowiskowych [Steinmann, Kumar i Wasner 1980]. Rozważania dotyczące wyboru kraju lokaty dotyczą w szczególności atrakcyjności i potencjału rynku, podobieństwa w zachowaniu konsumentów, dystansu psychicznego, a także kosztów produkcji. Nie bez znaczenia są także ulgi inwestycyjne gwarantowane przez poszczególne kraje. Na wybór lokalizacji wpływ ma także atrakcyjność pakietu finansowego oferowanego przez władze poszczególnych krajów [Stonehouse i in. 2001]. Ważnym kryterium wyboru jest także ryzyko polityczne. Podstawowym problemem w jego analizie jest określenie związków pomiędzy parametrami ekonomicznymi a zdarzeniami politycznymi. Analiza ryzyka politycznego służy do zidentyfikowania wydarzeń politycznych, które w dużej mierze dotyczyć mogą konkretnego projektu inwestycji zagranicznej.



RYSUNEK 1. Model decyzyjny BIZ według J. Larimo

Źródło: Larimo [1987, 1995].

Inwestor musi ocenić ponadto siłę i trwałość wzrostu na tych rynkach, prawdopodobne działania konkurencji. Powinien przeanalizować ponadto w jaki sposób wejść na rynek docelowy – realizując strategię rozwoju organicznego poprzez podjęcie inwestycji greenfield czy inwestycji brownfield. Równocześnie tworzone są plany dotyczące międzynarodowej działalności przedsiębiorstwa oraz plany dotyczące konkretnych przypadków inwestycji. Analiza alternatyw musi uwzględniać też analizę ryzyka poszczególnych sposobów wejścia do kraju lokaty.

Faza wyboru (II) rozpoczyna się od selekcji (IIIa) możliwości inwestycyjnych dotyczących: kraju lokaty, wyboru opcji strategicznej, np. solo-venture czy joint-venture, kandydatów do przejęcia. Etap ten powinien zakończyć się podjęciem ostatecznej decyzji i wyborem konkretnego rozwiązania. Na tym poziomie należy dokonać rzetelnej oceny efektywności inwestycji zagranicznej (IIIb).

Konkretny projekt należy ocenić za pomocą czteroetapowej procedury, na którą składają się: prognoza przyrostowych przepływów pieniężnych po opodatkowaniu, ocena ryzyka przedsięwzięcia, oszacowanie alternatywnego kosztu kapitału oraz szacunek wartości bieżącej netto (lub innej miary efektywności) analizowanego przedsięwzięcia. Przy czym wskazuje się, że wartość bieżąca netto powinna być miarą podstawową [Dziworska 1993]. Mierzy ona bowiem w sposób bezpośredni wzrost bogactwa przedsiębiorstwa [Johnson 1999].

Szczególnie ważnym elementem oceny efektywności jest pomiar ryzyka związanego z BIZ i włączenie go do rachunku efektywności. To właśnie wysoki poziom złożoności, mniejsza znajomość krajów lokaty, ich odmienność i mnogość czynników – społecznych, kulturowych, demograficznych, politycznych, prawnych, technologicznych, ekonomicznych i finansowych, które należy wziąć pod uwagę – wpływają na jego kształt. Ryzyko inwestycji podejmowanych za granicą ogniskuje w sobie ryzyko ogólne, a także ryzyko specjalne związane z umiejscowieniem inwestycji w innym, aniżeli macierzysty, kraju.

W literaturze przedmiotu podkreśla się ponadto, że w ocenie opłacalności BIZ zastosowanie wyłącznie metod tradycyjnych może okazać się niewystarczające, a nawet więcej – metody te mogą być wadliwe w ocenie niektórych projektów. Mogą bowiem nie dawać pełnego obrazu efektywności projektów. Tradycyjne, jednowariantowe, nieopcjonalne podejście pomija korzyści taktycznej elastyczności i związanej z nią możliwości osiągnięcia nieoczekiwanych efektów. Metoda wartości bieżącej netto i inne tradycyjne metody dyskontowe, wykorzystywane w ocenie efektywności, nie przewidują korygowania decyzji na podstawie późniejszych zmian otoczenia rynkowego [Trigeorgis 1993]. W takim przypadku pomocna staje się koncepcja opcji rzeczowych, które w ocenie efektywności BIZ mają szczególne znaczenie. Jeśli ocena efektywności jest pozytywna – spełnia oczekiwania inwestora – można przejść do ostatniego etapu, czyli autoryzacji (IIIc).



RACHUNEK EFEKTYWNOŚCI BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH – WYNIKI BADANIA WŁASNEGO

Jak wynika z przeprowadzonego badania, w ponad połowie badanych przedsiębiorstw (polskich bezpośrednich inwestorów zagranicznych) nie funkcjonuje standardowy sposób oceny efektywności BIZ. Oznacza to, że podmioty oceniając zagraniczne projekty, nie stosują ujednoliconego sposobu postępowania, co skutkować może pewną swobodą wyboru dokonywanego przez decydentów w przedsiębiorstwie (tabela 1).

TABELA 1. Elementy rachunku efektywności stosowane w praktyce polskich przedsiębiorstw – bezpośrednich inwestorów zagranicznych

Wyszczególnienie	Wskaźnik (%)	
	„tak”	„nie”
Funkcjonowanie w przedsiębiorstwie standardowego sposobu oceny efektywności BIZ	47	53
Wykorzystanie sformalizowanej oceny ryzyka specyficznego w procesie podejmowania decyzji o BIZ	52	48
Stosowanie mierników oceny efektywności BIZ	86	14
Wycena opcji rzeczowych w ocenie efektywności BIZ	18	82

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników badania.

Kolejnym analizowanym elementem w badanych przedsiębiorstwach było uwzględnienie ryzyka w ocenie projektów. Jego wysoki poziom, związany z działalnością przedsiębiorstwa na rynkach zagranicznych, powinien mieć odzwierciedlenie w rachunku efektywności tych inwestycji. Niestety prawie połowa badanych polskich inwestorów nie wykorzystywała sformalizowanej oceny ryzyka specyficznego w procesie podejmowania decyzji o BIZ². Warto dodać, że polscy inwestorzy oceniając ryzyko kraju lokaty, nie uwzględnili międzynarodowych rankingów ryzyka inwestycyjnego. Jak twierdzi A. Szóstek, powodem niestosowania kryterium ryzyka kraju lokaty w procesie decyzyjnym może być słaba znajomość odpowiednich narzędzi analitycznych przez polskich inwestorów zagranicznych [Szóstek 2013].

Badanie udowodniło ponadto, że 14% badanych przedsiębiorstw podejmując decyzję inwestycyjną, nie posiłkowało się oceną projektów na podstawie mierników efektywności. Wśród polskich bezpośrednich inwestorów zagranicznych, którzy użyli mierników oceny efektywności, 37% z nich wykorzystywało miarę wartości bieżącej netto. Na drugim miejscu (26%), mierzonym częstością wskazań, znalazły się dwa mierniki, tj. indeks zyskowności oraz księgowy stopa zwrotu.

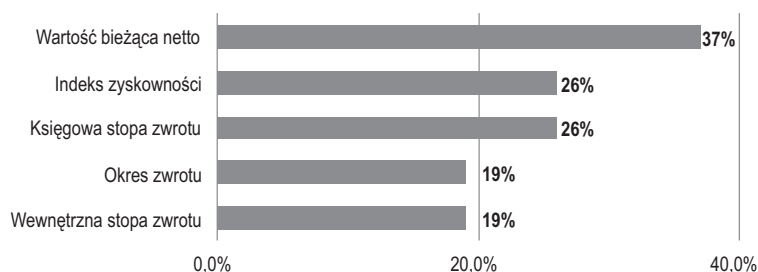
² Autorką pytań dotyczących ryzyka związanego z podejmowaniem BIZ jest A. Szóstek.



Okres zwrotu w ocenie projektów zagranicznych wykorzystało tylko 19% respondentów. Taki sam odsetek inwestorów wykorzystał wewnętrzną stopę zwrotu (rysunek 2).

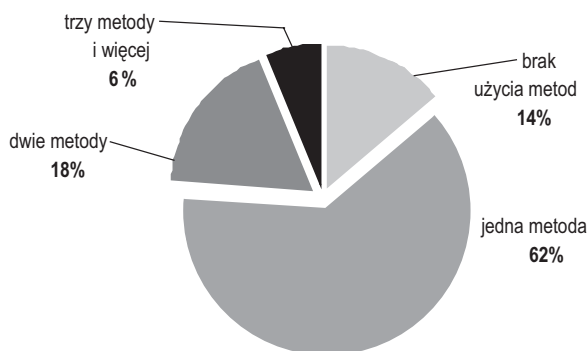
Jak pokazały badania, aż 62% respondentów, którzy użyli miar oceny efektywności, wykorzystało w tym celu jedną metodę (rysunek 3). Z tej grupy 29% wykorzystało miernik prosty. Należy podkreślić, że miary te powinny być stosowane w ocenie jako metody uzupełniające. Jak już wspomniano, 14% nie stosowało żadnej miary oceny efektywności. Z badanej grupy 18% respondentów użyło dwóch metod oceniając efektywność BIZ, a tylko 6% ankietowanych przedsiębiorstw wykorzystało w tym celu trzy bądź więcej mierników.

Warto dodać, że wśród inwestorów, którzy oceniali inwestycje zagraniczne przy użyciu mierników złożonych, 21% szacowało stopę dyskonta na podstawie



RYSUNEK 2. Metody oceny efektywności bezpośrednich inwestycji zagranicznych stosowane przez polskie przedsiębiorstwa (Odpowiedzi nie sumują się do 100%, gdyż respondenci mogli wskazać więcej niż jeden wariant odpowiedzi)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników badania.

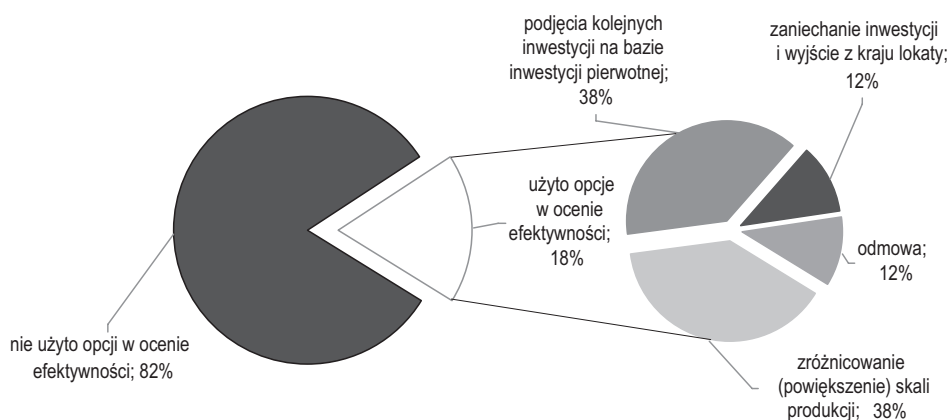


RYSUNEK 3. Liczba użytych metod oceny efektywności bezpośrednich inwestycji zagranicznych przez polskie przedsiębiorstwa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników badania.

doświadczenia bądź oceny subiektywnej. Oznacza to, że nie korzystali oni z analitycznych sposobów jej wyznaczenia, a kierowali się intuicją i subiektywizmem.

Jak wspomniano, w ocenie efektywności BIZ opcje rzeczowe mają szczególne znaczenie wynikające ze specyfiki tych inwestycji. Badania potwierdziły niestety, że użycie opcji rzeczowych nie jest popularne w ocenie efektywności polskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Polscy inwestorzy w zdecydowanej większości nie uwzględniali ich w analizie – tylko 18% respondentów wskazało na ich wykorzystanie. Z grupy podmiotów, która wykorzystała opcje w ocenie efektywności BIZ, najwięcej uwzględniło opcję związaną z podjęciem kolejnych inwestycji na bazie inwestycji pierwotnej – 38% (rysunek 4).



RYSUNEK 4. Użycie opcji rzeczowych w ocenie efektywności polskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników badania.

Na podstawie zaprezentowanych wyników nie można stwierdzić, że ostateczna decyzja o zaangażowaniu się w BIZ przez polskich bezpośrednich inwestorów zagranicznych była podejmowana na podstawie pełnego rachunku efektywności. Część badanych przedsiębiorstw mogło podjąć inwestycję na przysłowiowego „nosa”, wspomagając się przy tym intuicją.

WNIOSKI

Proces decyzyjny dotyczący podjęcia BIZ jest bardzo skomplikowany. Jego końcowym etapem jest ocena efektywności ekonomicznej przedmiotowej inwestycji, służąca podjęciu racjonalnej decyzji. Ocena efektywności powinna wskazać odpowiedź na pytania, czy i w jakim stopniu podjęcie działalności zagranicznej w formie BIZ przyczyni się do wzrostu wartości podmiotu inwestującego. Niestety jak



pokazują wyniki badania, nie wszyscy inwestorzy posilkowali się w pełni wskazaniami rekomendowanymi w literaturze przedmiotu w zakresie oceny efektywności inwestycji. Prawie połowa respondentów nie przeprowadziła sformalizowanej oceny ryzyka specyficznego, a 14% nie wyznaczyła żadnej miary efektywności projektu. Znaczna część inwestorów podejmując decyzję, polegała na prostych miarach oceny efektywności, które powinny służyć jako miary uzupełniające lub kryterium wyboru podczas wstępnej fazy selekcji możliwości inwestycyjnych. Co piąty ankietowany inwestor, który ocenił inwestycję przy wykorzystaniu miar dynamicznych, przyjmował stopę dyskonta na podstawie subiektywnej oceny lub intuicji. Co więcej tylko 18% respondentów oceniając projekt zagraniczny, dokonała wyceny opcji rzeczowych, które są immanentnie związane z tego rodzaju inwestycjami. Przytoczone dane mogą dowodzić, że część inwestorów podejmując ostateczną decyzję o podjęciu BIZ, kierowała się innymi wytycznymi, w tym intuicją. Nie można jednak oceniać takiego stanu rzeczy jednoznacznie negatywnie. Jak wskazuje H.A. Simon, dobry menedżer musi być w stanie analizować problemy w sposób analityczny przy użyciu całego arsenału narzędzi. Musi jednocześnie być w stanie szybko reagować na pojawiające się sytuacje, co wymaga użycia intuicji, którą nabywa się jednak przez wiele lat pracy i zdobywania doświadczenia. Skuteczny menedżer nie może pozwolić sobie na luksus wyboru między analitycznym i intuicyjnym podejściem do podejmowania decyzji [Simon 1987]. Podobne stanowisko reprezentują N. Khatri i H. Alvin, według których w podejmowaniu decyzji, w szczególności tych o charakterze strategicznym, należy uwzględnić zarówno elementy racjonalne, jak i intuicję [Khatri i Alvin 2000].

Należy ponadto być świadomym, że „nawet decyzje podejmowane przy największej staranności mogą zakończyć się fatalnie” [Tyszka 2010]. Podejmując decyzję o bezpośredniej inwestycji zagranicznej, podpartej rzetelną oceną efektywności, nie ma gwarancji, że w rzeczywistości założenia poczynione na poczet rachunku zostaną spełnione. Nawet projekty o znacznej wartości NPV, sporządzonej w fazie poprzedzającej podjęcie inwestycji, mogą okazać się nietrafione. Jednak bez wątpienia rzetelna ocena efektywności powinna mieć zastosowanie w ocenie projektu. Tylko w ten sposób inwestor może zminimalizować ryzyko podjęcia nietrafionych przedsięwzięć i ustrzec się przed spadkiem wartości swojego przedsiębiorstwa.

Spis literatury

- AHARONI Y. 1966: *The Foreign Investment Decision Process*, Harvard University, Boston, s. 45–46.
- AHARONI Y. 2011: *Behavioral Elements in Foreign Direct Investment Decision (w:) The Future of Foreign Direct Investment and the Multinational Enterprise* (red.) R. Ramamurti, N. Hashai, *Research in Global Strategic Management* 15, Emerald.



- AHARONI Y., TIHANYI L., CONNELLY B.L. 2011: Managerial Decision-Making in International Business: A Forty-five-year Retrospective, *Journal of World Business* 46, 2, s. 135–142.
- DIMITRATOS P., PETROU A., PLAKOYIANNAKI E., JOHNSON J.E. 2011: Strategic Decision-Making Process in Internationalization: Does National Culture of the Focal Firm Matter, *Journal of World Business* 46, s. 194–204.
- DZIWORSKA K. 1993: *Inwestycje przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- HOSSEINI H. 1994: Foreign Direct Investment Decision, Transaction Cost Economics and Political Uncertainty, *Humanomics* 10, 1, s. 61–82.
- JOHNSON H. 1999: Ocena projektów inwestycyjnych. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Liber, Warszawa.
- KARASZEWSKI W. 2013: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne polskich przedsiębiorstw – skala, struktura (w:) *Aktywność inwestycyjna polskich przedsiębiorstw za granicą, czynniki i skutki* (red.) W. Karaszewski, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- KHATRI N., ALVIN H. 2000: Role of Intuition in Strategic Decision Making, *Human Relations* 53, 1, s. 57–86.
- LARIMO J. 1987: The Foreign Direct Investment Decision Process. An empirical Study of the Foreign Direct Investment Decision Behaviour of Finnish Firms, *Proceedings of the University of Vaasa, Research Papers* 124, s. 154.
- LARIMO J. 1995: The Foreign Direct Investment Decision Process: Case Studies of Different Types of Decision Process in Finnish Firms, *Journal of Business Research* 33, 1, s. 25–55.
- LAAR M., NEUBOURG Ch. 2006: Emotions and foreign direct investment: a Theoretical and Empirical Exploration, *Management International Review* 46, 2, s. 207–233.
- MINTZBERG H., RAISINGHANI D., THEORET A. 1976: The Structure of “Unstructured” Decision Processes, *Administrative Science Quarterly* 21, 2, s. 246–275.
- SIMON H.A., 1987: Making Management Decisions: the Role of Intuition and Emotion, *Academy of Management Executive*, February, s. 57–64.
- STEINMANN H., KUMAR B., WASNER A. 1980: Conceptualising the Internationalisation Process of Medium-Sized Firms. Some Preliminary Considerations for a Research Design, *Management International Review* 20, 1, s. 50–66.
- STONEHOUSE G., HAMILL J., CAMPBELL D., PURDIE T. 2001: *Globalizacja. Strategia i zarządzanie*, FELBERG SJA, Warszawa.
- SYKIANAKIS N., BELLAS A. 2005: The Foreign Direct Investment Decision-Making Process. Strategy, Politics and Uses of Management Accounting Information, *Managerial Auditing Journal* 20, 9, s. 954–969.
- SZÓSTEK A. 2013: Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na ryzyko działalności podmiotów inwestujących (w:) *Aktywność inwestycyjna polskich przedsiębiorstw za granicą, czynniki i skutki* (red.) W. Karaszewski, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.



- TRIGEORGIS L. 1993: Real Options and Interactions with Financial Flexibility, *Financial Management* 22, 3, s. 202–224.
- TYSZKA T. 2010: *Decyzje. Perspektywa psychologiczna i ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.
- WAHAB A. 1978: *Foreign Investment Decisions of Western Canadian Firms*, The University of British Columbia, Vancouver.
- WEI H.C., CHRISTODOULOU C. 1997: An Examination of Strategic Direct Investment Decision Processes: the Case of Taiwanese Manufacturing SMEs, *Management Decision* 35, 8, s. 619–630.

EVALUATION OF EFFECTIVENESS IN FOREIGN DIRECT INVESTMENT DECISION-MAKING PROCESS IN PRACTICE OF POLISH COMPANIES

Abstract. The article presents some of the issues related to foreign direct investment (FDI) decision making process. The problems discussed in this article are presented in two main parts. The first part focuses on the theoretical considerations on the FDI decision-making process, with particular emphasis on the last stage of the process, i.e. the evaluation of the economic effectiveness. The second part presents the results of a survey conducted under research project N N112 322338 entitled “Investment activity of Polish enterprises abroad – factors and effects”, financed by the Ministry of Science and Higher Education, decision 3223/B/H03/2010/38. It presents some of the issues related to evaluating economic effectiveness of Polish foreign direct investment projects.

Key words: foreign direct investments (FDI), managerial decision-making process, evaluating economic effectiveness

