

Jakub Czerniak

Wpływ uwarunkowań kulturowych na rozwój rynku funduszy venture capital

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1,
31-42

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

JAKUB CZERNIAK

*Wpływ uwarunkowań kulturowych
na rozwój rynku funduszy venture capital*

The effect of national culture on venture capital market development

Wprowadzenie

Celem artykułu jest zbadanie zależności pomiędzy wybranymi wymiarami kultury a rozwojem rynków funduszy *venture capital* w poszczególnych krajach. W części pierwszej wspomniane zostaną czynniki wpływające na rozwój rynku *venture capital* oraz mierniki pozwalające określić stopień tego rozwoju. Część druga będzie zawierać wymiary kultury zaproponowane przez G. Hofstede, a także hipotezy dotyczące powiązania kultury z rynkiem funduszy *venture capital*. W części trzeciej hipotezy te podlegać będą weryfikacji – zbadana zostanie korelacja pomiędzy wybranymi wymiarami kultury a aktywnością funduszy *venture capital*.

1. Miary i czynniki rozwoju rynku *venture capital*

Fundusze *venture capital* są pośrednikami finansowymi, oferującymi w zamian za udziały niepublicznym przedsiębiorstwom kapitał finansowy oraz wiedzę i doświadczenie, wsparcie w zarządzaniu i kontakty biznesowe. Przedmiotem zainteresowania funduszy *venture capital* są przedsiębiorstwa znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju, dysponujące zazwyczaj innowacyjną technologią i funkcjonujące

w dynamicznie rozwijających się branżach¹. Inwestycje funduszy *venture capital* stwarzają z jednej strony realne szanse na ponadprzeciętne zyski, z drugiej jednak wiążą się z wysokim ryzykiem.

W badaniach atrakcyjności poszczególnych krajów jako miejsc inwestycji funduszy *venture capital* wyróżniono sześć kluczowych obszarów. Z punktu widzenia funduszy *venture capital* o atrakcyjności krajów decydują:

- poziom i tempo rozwoju gospodarki,
- głębokość rynku kapitałowego,
- opodatkowanie (poprzez wpływ na przedsiębiorczość),
- regulacje prawne (w tym ochrona praw własności, także inwestorów mniejszościowych) oraz faktyczne funkcjonowanie i egzekwowanie prawa,
- otoczenie ludzkie i społeczne,
- przedsiębiorczość i występowanie okazji inwestycyjnych².

Wydaje się, że na wyniki w ostatnich dwóch z wymienionych obszarów (a przez to pośrednio na skłonność funduszy *venture capital* do inwestycji w wybranych krajach) znaczący wpływ wywiera kultura danego kraju. Kultura będzie oddziaływać nie tylko na inwestowanie, ale również na powstawanie tego typu funduszy oraz na wielkość gromadzonego przez nie kapitału. Można przyjąć, że na rozwój rynku funduszy *venture capital* kultura będzie wpływać zarówno ze strony podażowej, jak i popytowej. O wielkości środków, jakimi dysponują fundusze, współdecyduje skłonność potencjalnych inwestorów do podejmowania ryzyka (strona podażowa). Fundusze *venture capital* będą popularniejsze także w tych krajach, gdzie większe będzie zapotrzebowanie przedsiębiorstw na ten rodzaj kapitału oraz gdzie więcej będzie atrakcyjnych możliwości alokacji powierzonych funduszom kapitału, a to będzie zależało m.in. od przedsiębiorczości i innowacyjności społeczeństw (strona popytowa).

Do mierzenia stopnia rozwoju poszczególnych rynków *venture capital* można stosować różnorodne miary. W raporcie *Innovation Union Scoreboard (IUS) 2010* za miarę taką przyjęto wielkość kapitału *private equity* zgromadzonego w celu przeprowadzenia inwestycji w przedsiębiorstwa znajdujące się w fazach zasiewu, startu oraz ekspansji, a także w celu odkupienia udziałów innych akcjonariuszy. Aby umożliwić porównania międzynarodowe, wartość zgromadzonego kapitału porównano z wielkością PKB³. Taki sam punkt odniesienia (poziom PKB) przyjęto w raporcie OECD – tam jednak przedmiotem zainteresowania nie jest wartość zgromadzonego,

¹ *National Venture Capital Association Yearbook 2009*, Thomson Reuters 2009, s. 7 oraz P. Zasepa, *Venture Capital – sposoby dezinvestycji*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 13.

² *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index. 2011 Annual*, red. A. Groh, H. Liechtenstein, K. Lieser, IESE Business School, University of Navarra 2011, s. 17.

³ H. Hollanders, S. Tarantola, *Innovation Union Scoreboard 2010 – Methodology report, The Innovation Union's performance scoreboard for Research and Innovation*, European Union January 2011, s. 8 oraz *Innovation Union Scoreboard (IUS) 2010, The Innovation Union's performance scoreboard for Research and Innovation*, European Union 2011, s. 70.

ale zainwestowanego kapitału. Ograniczono się również do wczesnych faz (zasiewu i startu) oraz do fazy ekspansji⁴. Zupełnie inne podejście zaprezentowali autorzy *The Global Competitiveness Report 2010–2011*. Przeprowadzili oni badania ankietowe, w których respondentom zadano następujące pytanie: „Jak łatwo przedsiębiorcom w twoim kraju pozyskać finansowanie typu *venture capital* dla innowacyjnego, ale ryzykownego projektu” (ocena „1” oznaczała, że bardzo trudno, „7” – bardzo łatwo)⁵. Ilustracją rozwoju rynków *venture capital* w wybranych krajach, według trzech powyższych mierników, są dane w tabeli 1.

Tabela 1. Wartości miar rozwoju rynku funduszy *venture capital* w poszczególnych krajach według *Innovation Union Scoreboard (IUS)*, *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2010 (STIS)* oraz *The Global Competitiveness Report 2010–2011 (GCR)*

Kraj	IUS	STIS	GCR
Argentyna	bd.	bd.	1,9
Australia	bd.	0,1348	3,8
Austria	0,029	0,0274	2,9
Bangladesz	bd.	bd.	2,2
Belgia	0,141	0,1028	3,3
Brazylia	bd.	bd.	2,6
Bulgaria	0,030	bd.	2,5
Chile	bd.	bd.	3,2
Chiny	bd.	bd.	3,3
Chorwacja	bd.	bd.	2,1
Czechy	0,011	0,1204	2,6
Dania	0,087	0,1554	3,3
Ekwador	bd.	bd.	2,0
Estonia	bd.	bd.	3,3
Filipiny	bd.	bd.	2,5
Finlandia	0,145	0,2354	4,2
Francja	0,115	0,1255	3,2
Grecja	0,010	0,0108	2,3

⁴ *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2010*, OECD Publishing 2010, s. 246.

⁵ *The Global Competitiveness Report 2010–2011*, World Economic Forum, Geneva 2010, s. 458.

Kraj	IUS	STIS	GCR
Gwatemala	bd.	bd.	2,4
Hiszpania	0,072	0,1255	2,6
Holandia	0,110	0,1032	3,7
Hongkong	bd.	bd.	4,4
Indie	bd.	bd.	3,2
Indonezja	bd.	bd.	3,9
Iran	bd.	bd.	1,8
Irlandia	0,031	0,1334	2,3
Izrael	bd.	bd.	3,9
Jamajka	bd.	bd.	1,9
Japonia	bd.	bd.	2,8
Kanada	bd.	0,0789	3,7
Kolumbia	bd.	bd.	2,5
Korea Pld.	bd.	0,0708	2,2
Kostaryka	bd.	bd.	2,4
Luksemburg	0,493	bd.	4,2
Malezja	bd.	bd.	3,9
Malta	bd.	bd.	3,1
Maroko	bd.	bd.	3,0
Meksyk	bd.	bd.	2,3
Niemcy	0,057	0,0856	2,8
Norwegia	0,105	0,1617	4,3
Nowa Zelandia	bd.	bd.	3,3
Pakistan	bd.	bd.	2,8
Panama	bd.	bd.	3,3
Peru	bd.	bd.	2,9
Polska	0,043	0,0222	2,7
Portugalia	0,087	0,0323	2,7
Rosja	bd.	bd.	2,3

Kraj	IUS	STIS	GCR
Rumunia	0,042	bd.	2,4
Salwador	bd.	bd.	2,3
Serbia	bd.	bd.	2,2
Singapur	bd.	bd.	4,3
Słowacja	0,007	bd.	2,6
Słowenia	bd.	bd.	2,9
Stany Zjednoczone	bd.	0,1219	3,8
Szwajcaria	0,162	0,1312	3,5
Szwecja	0,227	0,2087	4,0
Tajlandia	bd.	bd.	2,9
Tajwan	bd.	bd.	3,9
Trynidad	bd.	bd.	2,5
Turcja	bd.	bd.	2,2
Urugwaj	bd.	bd.	2,5
Wenezuela	bd.	bd.	2,0
Węgry	0,019	0,0454	2,2
Wielka Brytania	0,263	0,1988	3,0
Wietnam	bd.	bd.	2,7
Włochy	0,048	0,0415	2,2

Uwagi: *Innovation Union Scoreboard* – udział w PKB (w proc.), średnia z dwóch możliwie najpóźniejszych lat z okresu 2005–2009; *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard* – udział w PKB (w proc.), dane z 2008 roku; *The Global Competitiveness Report 2010–2011* – badania ankietowe, dane z 2010 roku

Źródło: *Innovation Union Scoreboard (IUS) 2010...*, s. 66–67, *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2010...*, s. 110, *The Global Competitiveness Report 2010–2011...*, s. 458

2. Wymiary kultury według Geerta Hofstede

Zdaniem Geerta Hofstede, kultura to zbiorowe zaprogramowanie umysłu, które wyróżnia członków jednej grupy lub jednej kategorii ludzi od innej. Na tak rozumianą kulturę składają się niepisane reguły obowiązujące w „grze społecznej”. Kultura jest zawsze zjawiskiem zbiorowym, ponieważ normy zachowań są przynajmniej do pewnego stopnia wspólne dla ludzi, którzy żyją (lub żyli) w środowisku społecznym,

w którym dana kultura została nabyta⁶. Hofstede wyróżnia pięć wymiarów kultury: dystans władzy (*Power Distance Index* – PDI), indywidualizm (*Individualism* – IDV), męskość (*Masculinity* – MAS), unikanie niepewności (*Uncertainty Avoidance Index* – UAI) oraz orientacja długoterminowa (*Long-Term Orientation* – LTO).

Dystans władzy jest wyrazem nastawienia społeczeństw poszczególnych krajów wobec nierówności pomiędzy ludźmi. W społeczeństwach o dużym dystansie władzy pracownicy bardzo rzadko sprzeciwiają się przełożonym i na ogół akceptują ich autorytarny styl zarządzania. W kulturze takiej generowanych będzie mniej innowacyjnych pomysłów, mniej osób będzie zakładać własne przedsiębiorstwa, a zatem popyt na *venture capital* powinien być niewielki.

Wysoki poziom w wymiarze indywidualizmu oznacza, że w danym społeczeństwie dużą wagę przywiązuje się do takich wartości, jak wolność (swoboda w zakresie stylu pracy) oraz wyzwania (praca traktowana jako wyzwanie). Na podobnej więc zasadzie co niski dystans władzy wysoki poziom indywidualizmu powinien wiązać się z rozwojem rynku *venture capital*.

Z kolei w męskich społeczeństwach role społeczne wynikające z płci są wyraźnie określone, od mężczyzn oczekuje się wysokich zarobków, asertywności i twardości, a od kobiet – skromności i czułości. Oczekiwać zatem można, że społeczeństwa męskie będą jednocześnie dysponowały lepiej rozwiniętym rynkiem *venture capital*.

Wysoki poziom w wymiarze unikania niepewności wskazuje, że członkowie danej społeczności odczuwają silny stres w sytuacjach nowych i niepewnych. Starają się tym samym unikać takich właśnie sytuacji. Oznacza to, że z jednej strony relatywnie niewiele będzie w tych krajach innowacyjnych podmiotów wartych zainteresowania funduszy *venture capital*, a z drugiej strony fundusze nie będą dysponować zbyt dużymi kwotami, gdyż ryzyko związane z działalnością funduszy będzie zniechęcać potencjalnych inwestorów.

Określenie wpływu ostatniego wymiaru kultury – orientacji długoterminowej – na rynek funduszy *venture capital* nie jest łatwe. Z jednej strony w krajach o wysokim natężeniu LTO zaobserwować można cechy sprzyjające funduszom *venture capital*: preferowanie zysków przyszłych (za 10 lat) ponad bieżące, wysoka stopa oszczędności, duże środki na inwestycje. Z drugiej jednak strony w krajach o niskim LTO korzystnie oddziaływać będzie częstsze inwestowanie w fundusze powiernicze (a nie w nieruchomości – jak przy wysokim LTO) oraz akceptacja dla znacznych dysproporcji majątkowych, o ile wynikają z indywidualnych zdolności członków społeczeństwa.⁷

Wartości wspomnianych pięciu wymiarów kultury dla szerokiej grupy krajów zawiera tabela 2.

⁶ G. Hofstede, G. J. Hofstede, *Kultury i organizacje*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 40.

⁷ Idem, *Kultury i organizacje*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 54–55, 89, 132–133, 181, 233–236.

Tabela 2. Wymiary kultury według G. Hofstede w poszczególnych krajach

Kraj	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO
Argentyna	49	46	56	86	bd.
Australia	36	90	61	51	31
Austria	11	55	79	70	bd.
Bangladesz	80	20	55	60	40
Belgia	65	75	54	94	bd.
Brazylia	69	38	49	76	65
Bułgaria	70	30	40	85	bd.
Chile	63	23	28	86	bd.
Chiny	80	20	66	30	118
Chorwacja	73	33	40	80	bd.
Czechy	57	58	57	74	13
Dania	18	74	16	23	bd.
Ekwador	78	8	63	67	bd.
Estonia	40	60	30	60	bd.
Filipiny	94	32	64	44	19
Finlandia	33	63	26	59	bd.
Francja	68	71	43	86	bd.
Grecja	60	35	57	112	bd.
Gwatemala	95	6	37	101	bd.
Hiszpania	57	51	42	86	bd.
Holandia	38	80	14	53	44
Hongkong	68	25	57	29	96
Indie	77	48	56	40	61
Indonezja	78	14	46	48	bd.
Iran	58	41	43	59	bd.
Irlandia	28	70	68	35	bd.
Izrael	13	54	47	81	bd.

Kraj	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO
Jamajka	45	39	68	13	bd.
Japonia	54	46	95	92	80
Kanada	39	80	52	48	23
Kolumbia	67	13	64	80	bd.
Korea Płd.	60	18	39	85	75
Kostaryka	35	15	21	86	bd.
Luksemburg	40	60	50	70	bd.
Malezja	104	26	50	36	bd.
Malta	56	59	47	96	bd.
Maroko	70	46	53	68	bd.
Meksyk	81	30	69	82	bd.
Niemcy	35	67	66	65	31
Norwegia	31	69	8	50	20
Nowa Zelandia	22	79	58	49	30
Pakistan	55	14	50	70	0
Panama	95	11	44	86	bd.
Peru	64	16	42	87	bd.
Polska	68	60	64	93	32
Portugalia	63	27	31	104	bd.
Rosja	93	39	36	95	bd.
Rumunia	90	30	42	90	bd.
Salwador	66	19	40	94	bd.
Serbia	86	25	43	92	bd.
Singapur	74	20	48	8	48
Słowacja	104	52	110	51	38
Słowenia	71	27	19	88	bd.
Stany Zjednoczone	40	91	62	46	29
Szwajcaria	34	68	70	58	bd.
Szwecja	31	71	5	29	33

Kraj	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO
Tajlandia	64	20	34	64	56
Tajwan	58	17	45	69	87
Trynidad	47	16	58	55	bd.
Turecja	66	37	45	85	bd.
Urugwaj	61	36	38	100	bd.
Wenezuela	81	12	73	76	bd.
Węgry	46	80	88	82	50
Wielka Brytania	35	89	66	35	25
Wietnam	70	20	40	30	80
Włochy	50	76	70	75	bd.

Źródło: G. Hofstede, G. J. Hofstede, *Kultury...*, 2007, s. 57, 91, 134, 182, 223 oraz http://www.geert-hofstede.com/hofstede_dimensions.php (dostęp 6.06.2011).

Uwzględniając specyfikę funkcjonowania funduszy *venture capital* oraz czynniki, jakie wpływają na rozwój tego typu instytucji finansowych, a także zachowania związane z poszczególnymi wymiarami kultury, można sformułować następujące hipotezy. Po pierwsze, rozwojowi rynku funduszy *venture capital* sprzyjać będą wysokie poziomy w wymiarach indywidualizmu i męskości (korelacja dodatnia). Po drugie, korzystne będą niskie poziomy w wymiarach: dystans władzy oraz unikanie niepewności (korelacja ujemna). Po trzecie, wpływ orientacji długoterminowej na rozwój rynku funduszy *venture capital* jest niejasny (brak wyraźnej zależności). Hipotezy te poddane zostaną weryfikacji w punkcie 3 niniejszego opracowania.

3. Statystyczna zależność pomiędzy poszczególnymi wymiarami kultury a rozwojem rynku funduszy *venture capital*

W celu zbadania statystycznej zależności pomiędzy kulturą a rozwojem rynku *venture capital* wykorzystano współczynnik korelacji liniowej Pearsona⁸. Obliczone zostały wartości współczynnika dla każdego z pięciu wymiarów kultury w połączeniu z każdą z trzech miar rynku funduszy *venture capital* – łącznie piętnaście współczynników korelacji Pearsona. Uzyskane wyniki zawiera tabela 3.

⁸ Również sam G. Hofstede używa korelacji liniowej Pearsona do badania wpływu poszczególnych wymiarów kultury na zmienne ekonomiczne (np. na wzrost gospodarczy). Patrz: G. Hofstede, G. J. Hofstede, *Kultury...*, 2000, s. 250, 259.

Tabela 3. Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy poszczególnymi wymiarami kultury według Hofstede a miarami rozwoju rynku *venture capital*

Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy:		Wymiary kultury				
		PDI	IDV	MAS	UAI	LTO
Miary rynku <i>venture capital</i>	IUS	-0,29	0,29	-0,27	-0,27	-0,14
	STIS	-0,40*	0,42*	-0,48**	-0,69**	-0,40
	GCR	-0,29**	0,32**	-0,27*	-0,43**	0,07

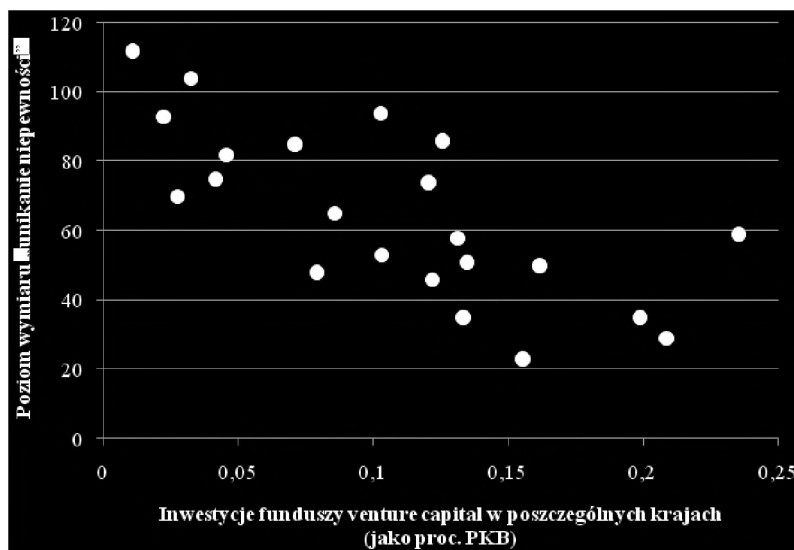
Uwagi: * – korelacja statystycznie istotna przynajmniej na poziomie istotności 0,05, ** – na poziomie istotności 0,01 (rozkład t-Studenta)

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z tabel 1 i 2.

Na podstawie powyższych współczynników korelacji można stwierdzić, że hipoteza pierwsza została tylko w części pozytywnie zweryfikowana – rozwojowi rynku *venture capital* faktycznie sprzyja wysoki poziom indywidualizmu. Wyraźniej wyższa korelacja w przypadku indywidualizmu i miary rynku *venture capital* przyjętej przez OECD (IDV-STIS) niż w przypadku miary stosowanej przez Unię Europejską (IDV-IUS) przy podobnej liczbie próby sugeruje, że indywidualizm silniej wpływa na wielkość inwestycji funduszy niż na wielkość gromadzonych przez nie środków. Zgodne jest to z wcześniejszymi rozważaniami, które zakładały, że wysoki indywidualizm wiąże się z tworzeniem innowacyjnych przedsiębiorstw będących potencjalnymi celami inwestycji funduszy *venture capital*. Nie udało się natomiast potwierdzić drugiej części tej hipotezy – wbrew oczekiwaniom to nie „męskie”, a raczej „kobiece” społeczeństwa są dodatnio skorelowane z rozwojem rynku *venture capital*. Podobnie w badaniach Y. M. Van Everdingen i E. Waartsa, również inaczej niż zakładali autorzy, okazało się, że to kultury „kobiece” bardziej sprzyjają adopcji innowacji⁹. Być może właśnie przez ten korzystny wpływ „kobiecości” społeczeństw na ich innowacyjność ma miejsce pośrednie, korzystne oddziaływanie na rozwój rynku *venture capital*. Hipoteza druga została w całości pozytywnie zweryfikowana. Niskie poziomy w wymiarach dystansu władzy oraz unikania niepewności rzeczywiście sprzyjają rozwojowi rynku *venture capital*. Potwierdzają to statystycznie istotne ujemne korelacje w relacjach: PDI-STIS i PDI-GCR oraz UAI-STIS i UAI-GCR, a także ujemne (choć mniej wyraźne zależności) w relacjach PDI-IUS i UAI-IUS. Nie powinna dziwić szczególnie silna odwrotna korelacja pomiędzy poziomem unikania niepewności w poszczególnych społeczeństwach a rozwojem tamtejszych rynków *venture capital*. Istotą bowiem inwestowania przez fundusze *venture capital*

⁹ Y. Van Everdingen, E. Waarts, *The Effects of National Culture on the Adoption of Innovations*, „Marketing Letters” 2003, vol. 14, nr 3, s. 230.

jest wysoka niepewność co do przyszłych rezultatów, stąd w społeczeństwach o wysokim unikaniu niepewności (UAI) należy spodziewać się słabo wykształconych rynków funduszy *venture capital* (niskie wartości miar STIS, IUS, GCR). Zależność pomiędzy UAI a STIS przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Zależność pomiędzy poziomem unikania niepewności i wielkością inwestycji funduszy *venture capital*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z tabel 1 i 2.

Ostatnia hipoteza, mówiąca o braku jednoznacznego wpływu orientacji długookresowej na rozwój rynku *venture capital*, może zostać uznana za zweryfikowaną pozytywnie. W dwóch przypadkach (LTO-IUS, LTO-GCR) korelacja jest bliska zeru, a zależność jest statystycznie nieistotna. W przypadku trzeciego miernika rozwoju rynku *venture capital* (STIS) korelacja jest wprawdzie zauważalna (ujemna), ale z uwagi na małą liczbę krajów objętych badaniem statystycznie istotna co najwyżej na poziomie 0,1 (rozkład t-Studenta).

Każdy z pięciu wymiarów kultury silniej wpływał na wielkość zainwestowanych przez fundusze środków (STIS) niż na poziom zgromadzonego przez nie kapitału (IUS) czy też na dostępność finansowania typu *venture capital* dla innowacyjnych, ale ryzykownych projektów (GCR). W tym ostatnim przypadku interesującą kwestią pozostaje wpływ kultury poszczególnych społeczeństw nie tylko na rozwój rynku *venture capital*, ale także na rzetelność odpowiedzi udzielanych przez ankietowanych.

Warto poświęcić kilka słów Polsce. Przyjmując, że rozwojowi rynku funduszy *venture capital* sprzyja wysokie natężenie indywidualizmu oraz niskie poziomy w wymiarach unikania niepewności i dystansu władzy, kulturę w Polsce uznać należy

za niezbyt sprzyjającą. Wprawdzie korzystnie oddziaływać będzie wysoki poziom indywidualizmu (zdecydowanie powyżej średniej dla 66 krajów objętych badaniem Hofstede), negatywny wpływ wywierać jednak będą ponadprzeciętny dystans władzy oraz bardzo wysoki poziom w wymiarze unikania niepewności.

Zakończenie

Kultura poszczególnych społeczeństw jest jednym z kilku ważnych czynników wpływających na rozwój rynku funduszy *venture capital*. Uzyskane wyniki wskazują, że rozwojowi tego rynku sprzyjać będą kultury charakteryzujące się niskim poziomem unikania niepewności i niskim dystansem władzy oraz wysokim poziomem indywidualizmu. Potwierdzenia w statystyce nie znalazła hipoteza o korzystnym wpływie kultury „męskiej” na rynek funduszy *venture capital*. Niestety, polska kultura, poza wysokim poziomem indywidualizmu, nie sprzyja powstawaniu i aktywności funduszy *venture capital*.

The effect of national culture on venture capital market development

The aim of this paper is to show the impact of culture on venture capital market development. Section 1 provides theoretical background and presents three different indicators of venture capital market. Section 2 presents Hofstede culture dimensions and suggests their potential impact on venture capital market. The next section examines expected relations between culture dimensions and venture capital market. The results suggest that the higher individualism score along with the lower uncertainty avoidance index and the lower power distance index, the higher the level of development of venture capital market.