

SZABÓ ZSOLT

Elbátortalanodott hiteligénylők a vállalati szektorban

A hitelpiac közgazdasági vizsgálata során sokáig figyelmen kívül hagyták a kutatások azokat a vállalatokat, amelyek azért nem igényelnek kölcsönt, mert tartanak kérelmük elutasításától. Ennek a látens hitelkeresletnek a megfigyelését egyrészt a megfelelő értelmezési keret hiánya akadályozta, másrészt az érintett vállalati kör inaktivitása nehezítette, ugyanis a kapcsolat hiányából adódóan a bankok sem rendelkeznek információval róluk. A hitelkérelemtől visszarettenő vállalatok különösen az ezredfordulót követően kaptak nagyobb figyelmet, részben a formalizált elemzési keret kikristályosodása nyomán, részben a 2008-ban kirobbant gazdasági világválság és a hitelpiaci torzulások iránt megnőtt figyelem következtében. A kutatások szerint jelentősnek mondható az érintett vállalati kör nagysága, az elbátortalanodás okait és lehetséges kezelését taglaló irodalom pedig egyre több kérdést vizsgál. Ennek ellenére a hazai szakirodalomban e terület tárgyalása kifejezetten hiányosnak mondható, miközben a gyorsabb ütemű gazdasági növekedésben is jelentős lehet a hiteligényléstől visszarettenő cégek szerepe. A cikk a fő elméleti alapvetések bemutatása, részben kiegészítése mellett a legfrissebb empirikus eredmények összefoglalásával kíván hozzájárulni a téma hazai megismertetéséhez.*
Journal of Economic Literature (JEL) kód: D22, D82, D91, E71, G14, G41.

Bevezetés

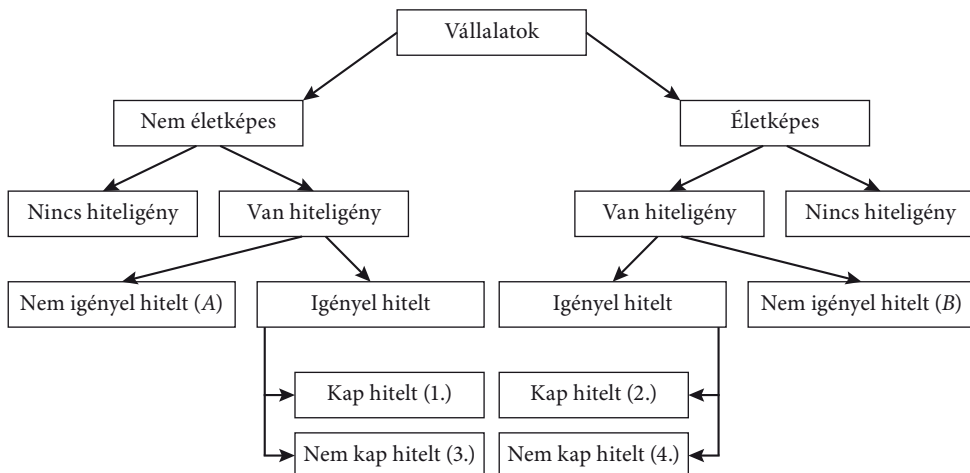
A pénzintézetek a hitelre szoruló vállalatok közül alapvetően csak a forrásigényükkel a piacra lépő cégekről rendelkeznek információval (az 1. ábrán az 1–4. csoport), míg a hitelkérelmet be sem nyújtó vállalatokat nem ismerik (A és B csoport). Az erőforrások szűkössége miatt közgazdasági szempontból akkor működik hatékonyan a vállalati hitelpiac, ha az alacsony hitelellátottságú és életképes (azaz pénzügyileg megterülő projektjükhöz finanszírozásra szoruló) cégek hozzájutnak a szükséges

* Köszönettel tartozom Horváth Tamásnak, Vida Szabolcsnak, Szabó-Lovas Barbarának, Kmety Balázsnak, Szabó Lászlónak, Kerekes Tamásnak, Mészáros Ritának, Gerencsér Titanillának és a névtelen lektornak az értékes megjegyzésekért és a munka támogatásáért.

forrásokhoz, míg a hitelt kereső, de nem hitelképes vállalatok nem. Ez a két csoport az alábbi sematikus ábrán a 2., illetve 3. kategóriába tartozó cégeket öleli fel (1. ábra).

1. ábra

A vállalatok kategorizálása életképesség, hiteligény és hitelpiaci aktivitás alapján



Forrás: saját ábra Freel és szerzőtársai [2010], Xiang és szerzőtársai [2014], Cole–Sokolyk [2016], Rostamkalaei és szerzőtársai [2018] alapján.

Alapvetően két eltérő irányból sérülhet a hitelpiac hatékonysága. Egyik eset az, amikor valamely okból életképtelen vállalatok, projektek jutnak át a banki szűrőn, és kapnak kölcsönt (1. csoport). Ezt a helyzetet azonban a hitelintézetek megfelelő eszközökkel kezelni tudják (például adott ügylet kapcsán a biztosítékok fedezik a károkat vagy azok egy részét, vagy más ügyfelekre terhelik a veszteségeket, és magasabb hitelkamatokat alkalmaznak a pénzintézetek). A másik eshetőség, amikor hitelképes vállalatok szorulnak ki a hitelpiacról (4. és B csoport). Ennek egyik variánsa az, amikor a bankok tévesen elutasítják e vállalkozások hitelkérelmét (4. kategória), míg a másik változata az, amikor a cégek saját elhatározásból nem is keresik a pénzintézeteket, azaz visszafojtják hitelkeresletüket az egyébként arra rászoruló vállalatok (B csoport). (Megjegyezzük, hogy amikor az A csoportba tartozó, életképtelen, hitelre szoruló cégek választják a távolmaradást, akkor az a hitelpiac hatékony működésének tekinthető.)

Életképes cégek hitelpiacról való kiszorulása esetén (4. és B csoport) veszteség jelentkezik makrogazdasági szinten is, hiszen beruházások maradnak el, innovatív ötletek, *startup* cégek maradnak finanszírozás nélkül. Míg azonban a hibásan visszautasított hitelkérelmek (4. kategória) esetében banki oldalon rendelkezésre állnak információk az elutasított cégek számáról, jellemzőiről és az ilyen vállalati csoport összetételéről, addig az önkéntesen távol maradó vállalkozások jelentette potenciális piac (B csoport) rejtve marad a pénzintézetek előtt. Ráadásul az önkorlátozó cégeket még nehezebb szétválasztani életképesekre és életképtelenekre.

Az írás célja, hogy a fő alapvetések és a legfrissebb kutatási eredmények összefoglaló bemutatásával felhívja a figyelmet erre a sokáig elhanyagolt és a hazai szakirodalom

számára lényegében ismeretlen szegmensre. A tanulmány reflektál az elmélet néhány felvetésére, empirikus elemzés azonban nem képezi a cikk tárgyát, ugyanis az szét-feszítené az írás terjedelmét. A vizsgálat során három témát emelünk ki, mivel ezek – egymást is részben kiegészítve – gyakran központi kérdései az elemzéseknek: 1. az információs aszimmetria kérdése, 2. a *startup* cégek forráshoz jutása, valamint 3. a fejlett és fejlődő országok helyzete között rejlő különbségek.

Elsőként leszögezzük, hogy az elutasításra számító és emiatt a hitelpiacra nem lépő kérelmezőkkel foglalkozunk. Nem tekintjük elbizonytalanodó igénylőknek azokat a cégeket, amelyek a saját beruházási terveiket a bizonytalanabbá váló kilátások miatt halasztják el, és ebből adódóan tartózkodnak az ehhez szükséges külső forrás bevonásától, valamint azokat a cégeket sem, amelyek a hitelkamatok hosszú távon várható emelkedése miatt fogják vissza hitelkeresletüket.

A tanulmány a következőképpen épül fel. Először bemutatjuk, hogyan jelent meg a témakör a közgazdaságtanban belül, majd felvázoljuk, miért kapott nagyobb lendületet a terület kutatása az elmúlt néhány évben. Ezt követően az empirikus irodalom áttekintésével kitérünk mind a potenciálisan érintett piac nagyságára, mind azokra a tényezőkre, amelyek statisztikailag növelik a vállalatok elbátortalanodását. Majd megvizsgáljuk, hogy milyen makrogazdasági következményekkel jár a jelenség, valamint teret szentelünk annak, hogy milyen gazdaságpolitikai ajánlásokig jutottak el a kutatások. Végezetül a témával kapcsolatos hazai eredményekre térünk ki. Az írás következtetések levonásával zárul.

A hitelkérelmükkel elbátortalanodó vállalatok megjelenése a közgazdaságtanban

Az elbátortalanodott hiteligénylők (*discouraged borrowers*) kifejezés születése az 1980–1990-es évek fordulójára vezethető vissza. Jappelli [1990] az amerikai lakáshitelpiac vizsgálata során elsőként tért ki arra, hogy létezik egy olyan lakossági szegmens, amely kölcsönre szorul ugyan, de az elutasítástól tartva mégsem próbálkozik igénylással.¹ A fogalom Levenson–Willard [2000] közreműködésével került át a vállalati kutatásokba, a cikk az amerikai kisvállalatok elfojtott hitelkérelmének vizsgálatához adaptálta a kifejezést. Később Freel és szerzőtársai [2010] szemléletesen látens keresletnek (*latent demand*) nevezte a vállalatok olyan finanszírozási igényét, amely nem jelenik meg a piacon (399. o.).

Alapvető kérdés, hogy mely cégek állnak az elbizonytalanodást vizsgáló írások középpontjában. Az irodalom nem egységes ezen a téren: a munkák egy része (például Civelek és szerzőtársai [2018]) azokat a vállalkozásokat vette ide, amelyek a kamatok aktuális szintje vagy hosszú távon várt alakulása miatt fogják vissza hitelkeresletüket, mivel a cégek jövedelmezőségi alapon meghozott, költség–haszon döntéseként

¹ Munkaerőpiaci kontextusban korábban felbukkan a jelenség kutatása: Finegan [1981] olyan potenciális munkavállalókról írt, akik azért nem lépnek a munkaerőpiacra, mert attól tartanak, hogy elutasítják őket a munkaadók.

tekintenek a kérelmezésre, illetve annak visszafogására. *Kon–Storey* [2003] csupán azokat a kölcsönre szoruló cégeket vizsgálta, amelyek várható elutasításra számítva, nem igényelnek hitelt. Mások (például *Xiang és szerzőtársai* [2014], *Gama és szerzőtársai* [2017], *Brown és szerzőtársai* [2012]) sokkal tágabb vállalati körben gondolkodtak, és azokat a hitelre szoruló cégeket sorolták ebbe a csoportba, amelyek valamilyen okból nem nyújtanak be hiteligényt a bankokhoz – azaz nem feltétlenül a várható elutasítás-tól tartanak. Különböség van aszerint is, hogy míg egyes megközelítések feltételezik azt, hogy korábbi sikertelen hitelkérelemre vezethető vissza az elbizonytalanodás (például *Xiang és szerzőtársai* [2014]), addig más értelmezések során ez nem szükséges feltétel (például *Fraser* [2014]). A kialakulóban lévő konszenzus a *Kon–Storey* [2003] által lefektetett meghatározás irányába mutat, míg a korábbi hitelintézeti tapasztalatok nem képezik az elbizonytalanodó hiteligénylés előfeltételét a kutatásokban.

Az elbátortalanodás gyökerének vizsgálatában több tényező is a figyelem középpontjába került, amelyek három nagyobb téma körül csoportosultak. Az elemzések kitértek a vállalatok pénzügyi helyzetére, a gazdasági környezetre, valamint a bankok és vállalatok közötti információs aszimmetriára is. Ezek részben összefüggenek egymással, azonban jelentős szemléletbeli különbségek is vannak közöttük, így érdemes ezeket külön bemutatni. Előrebocsátjuk, hogy a tanulmány további részében részletebben az információs aszimmetriát követjük.

Pénzügyi helyzet

Egyes közgazdasági megközelítések szerint a banki kölcsönre szoruló vállalatok távolmaradása a hitelpiacról nem tekinthető rendkívüli dolognak, sőt beleillik a hatékony piaci működésbe. Arra a premisszára támaszkodik ez a koncepció, hogy a gyengébb pénzügyi helyzetű cégek nagyobb arányban fogják vissza önként a hitelkeresletüket, mivel tisztában vannak vele, hogy nem hitelképesek, így döntésükkel tranzakciós költséget spórolnak mind maguk, mind a pénzintézetek számára. Ez a felvetés megtalálható például *Han és szerzőtársai* [2009] amerikai tapasztalatokra épülő, *Ferrando–Mulier* [2015], valamint *Canton és szerzőtársai* [2013] euróvezeti adatokra támaszkodó elemzésében, *Fraser* [2014] brit, *Christensen–Hain* [2014] dániai kutatásában.

Ferrando–Mulier [2015] európai elemzése a kölcsönt igénylő és az elbizonytalanodó cégek helyzetét hasonlította össze. A szerzőpáros szerint az utóbbi cégcsoport döntő többsége (61 százaléka) nem kapott volna kölcsönt, ha elindította volna a hiteligénylést, azaz megfelelő döntést hoztak. Ugyanakkor azt is hozzáteszik, hogy egy jóval kisebb hányaduk (9 százaléuk) viszont hozzájutott volna a kölcsönhöz, amennyiben bátrabbak lettek volna.

A cégek pénzügyi teherbíró képességét jelentősen behatárolja, hogy milyen szakaszban van a vállalkozás fejlődése. A vállalatok növekedésének a hitelkérelem várt kimenetelére gyakorolt hatását vizsgálta többek között *Canton és szerzőtársai* [2013], valamint *Christensen–Hain* [2014]. *Canton és szerzőtársai* [2013] arra az eredményre jutott, hogy az euróvezetben a növekvő cégek bizakodóbbak a hitelkérelem várható sikerét illetően, mint a többi vállalkozás, azaz hatékonyan működik

a cégek önkorlátozása. *Christensen–Hain* [2014] puhább adatokra építve vizsgálta meg, hogy a vállalatok döntése milyen mértékben bizonyul pontosnak: dán cégek növekedési várakozásait vetette össze azzal, hogy mennyire bátrak a hitelkérelem elindításával a vállalatok. A szerzők azt tapasztalták, hogy a derúlato növekedési várakozást megfogalmazó cégek körében alacsony, míg a pesszimista vállalatok körében magas az önkéntes korlátozást választók aránya, azaz jövedelmezőségük várható alakulását figyelembe veszik, és jellemzően racionálisan hoznak döntést a cégek a hitelfelvétellel kapcsolatban.

Han és szerzőtársai [2009] vizsgálata árnyalja az előzőekben említett empirikus eredményeket, és két fontos hiányosságra hívta fel a figyelmet. A szerzők állítása szerint minél nagyobb az információs aszimmetria a cégek és bankok között, annál kevésbé működik hatékonyan a kereslet önkéntes szabályozása. Ennek feloldására fogalmazták meg – és találtak erre empirikus bizonyítékot amerikai vállalati adatok vizsgálata alapján –, hogy a bankrendszer koncentrációjának erősödése segíti a helyes önszelekciót, mivel a vállalatok a pénzügyi helyzetüket kevésbé tudják elrejtteni a finanszírozók előtt, így a jobb pénzügyi pozícióban lévő cégek bátrabban, a gyengébb mutatókkal rendelkező vállalatok óvatosabban igényelnek hitelt. Azt is megjegyezték ezenkívül, hogy az amerikaiaknál kevésbé érett pénzügyi rendszerek esetében a vállalatok önkéntes hitelkorlátozása vélhetően rosszabb hatékonyságú.

Összességében elmondható, hogy a vállalatok önkorlátozásának hatékonysága mellett érvelő írárok alapvetően fejlett kapitalista országokra koncentrálnak, így szükség-szerűen figyelmen kívül hagyják az ettől eltérő gazdasági, kulturális környezet befolyásoló szerepét, másrészt túl nagy szerepet tulajdonítanak a tökéletes informáltságnak. A következőkben erre a két kritikai vonalra fordítunk figyelmet.

Gazdasági konjunktúra

A második megközelítés a vállalkozások belső viszonyai helyett a vállalaton kívülre helyezte a hangsúlyt, és arra a premisszára támaszkodott, hogy a gazdasági konjunktúra, a külső környezet érdemi befolyással van az elbátortalanodás mértékére. Több elbizonytalanodást vizsgáló elemzés is kitér a 2008-ban kitört válság hitelkeresletre gyakorolt hatására (például *Fraser* [2009], *Siedschlag és szerzőtársai* [2014], *Cowling és szerzőtársai* [2012], *Kinghan és szerzőtársai* [2018], *Rostamkalaei* [2017]). Ezek közül egyes írárok elsősorban a piaci körülmények és lehetőségek romlására vezetik vissza a vállalatok elbizonytalanodását, más elemzések inkább a hitelkínálati oldal restrikciónak szerepét domborítják ki.

Kinghan és szerzőtársai [2018] az elbizonytalanodást a vállalati beruházások jövedelmezőségének mozgásával, azt pedig a konjunkturális folyamatok ingadozásával hozta összefüggésbe, azaz a piaci folyamatok kaptak hangsúlyt ebben az értelmezésben. Az elbizonytalanodásban a bankok jelentőségét emeli ki *Siedschlag és szerzőtársai* [2014]. E tanulmány szerzői arra hívják fel a figyelmet, hogy recessziós időszakban súlyosabbá válnak a pénzintézetek által támasztott hitelezési korlátok: az esz-közárak esése és a megnövekedett óvatosság miatt a pénzintézetek relatíve nagyobb

biztosítékkövetelményeket fogalmaznak meg, érzékenyen reagálnak a hitel/betét ráta alakulására, tovább növelve a vállalatok elbizonytalanodását a hitelkeresleti oldalon is, amely a beruházási lehetőségek szűkülésével és a megnövekedett piaci bizonytalanság miatt amúgy is nagyobb mértékű. *Cowling és szerzőtársai* [2012] brit kutatása is ehhez hasonló eredményre jut, a 2008-as válság nyomán egyrészt visszaesett a bankok aktivitása, másrészt a vállalatok hitelfelvételi szándéka is mérséklődött. *Ferrando–Mulier* [2015] megállapításai is ezt erősítik: az euróövezetben a válság alatt óvatosabbá váló és a hitelkamatokon szigorító bankrendszer, valamint a beruházások romló megtérülése egyaránt visszaveti a vállalatok hitelfelvételi kedvét.

A hitelkereslet önkéntes visszafogását a külső környezeten keresztül vizsgáló irodalom két további fontos kérdést is érint: az egyik a külső folyamatokat túlreagáló elbizonytalanodás, a másik a recessziós időszakot követő felívelő időszakra jellemző elbátortalanodás. *Christensen–Hain* [2014] arra mutatott rá, hogy a válság miatt beszűkülő hitelkínálatot a vállalati szektor alkalmazkodása kíséri, ami a kereslet önkéntes korlátozásának erősödéséhez vezet, azonban az elbizonytalanodás – mivel nincs, ami gátat szabjon a túllendülésének – könnyen válhat túlzott mértékűvé, így felvetésüket hívhatjuk a vállalatok túlreagálásának (*overshooting*). *Rostamkalaei* [2017] a válságból való kilábalás időszakát vizsgálva jutott arra a megállapításra, hogy néhány évvel a válság kitörése után eltérő sebességgel regenerálódott a kereslet és a kínálat: míg a pénzintézetek hitelnyújtási szándéka viszonylag gyorsan visszatért a régi szintre, addig a vállalatok körében relatíve magas maradt az elutasítástól való félelem miatt a hitelpiacot kerülők aránya. *Cowling és szerzőtársai* [2012] kutatása mélyebbre ásott, miután differenciáltan elemezte a vállalkozókat (például nemük, kultúrájuk és a cég mérete szerint is). Azt tapasztalta, hogy ilyen dimenziók szerint a cégek eltérő intenzitással lépnek a hitelpiacra, illetve fogják vissza keresletüket a konjunktúra felívelő szakaszában, valamint válság idején.

A konjunkturális folyamatokkal foglalkozó szakirodalom összességében arra a gondolati ívre épül, hogy a külső tényezők egyrészt közvetlenül is hatnak a vállalatok beruházási kilátásaira, ezáltal pedig a cégek forrás iránti keresletére, másrészt a finanszírozói oldal szereplőinek viselkedését is orientálják, azaz közvetve is befolyást gyakorolnak a kölcsönre szoruló vállalatok hitelpiaci megjelenésére. Hiányossága azonban ezeknek az írásoknak, hogy ugyan magyarázatot kínálnak arra, hogy miért nő az elbizonytalanodás lassuló növekedési pályán vagy recessziós környezetben, azonban kellő mélységben nem foglalkoznak azzal a kérdéssel, hogy a konjunktúra felívelő szakaszában elképzelhető-e a vállalatok részéről az elbizonytalanodás, és ha igen, akkor mi annak az oka.

Információs aszimmetria

A harmadik jelentősebb megközelítésben az elbátortalanodás értelmezése során a hitelezési piacon lévő korlátozott tudás jelenti a fő vezérfonalat, a továbbiakban erre helyezzünk nagyobb hangsúlyt. Az aszimmetrikus információk és a hitelkihelyezések elemzése az 1970–1980-as évekig nyúlik vissza. *Jaffee–Russell* [1976] megközelítésére építve

Stiglitz–Weiss [1981] írta le és modellezte, hogy a felek közötti korlátozott információk miatt a pénzüintézetek „adagolják” a hitelkínálatot, azaz egyes vállalatok hozzájutnak a szükséges hitelhez, míg egy adott kihelyezési volumen elérése után a többi cég már nem.² Ennek oka, hogy a hitelkamat szintjét a pénzüintézetek az ügyfelek átlagos kockázati szintje alapján szabják meg, hiszen nem ismerik a kérelmezőket a szükséges mértékben – az alapos tájékozódás ugyanis jelentős tranzakciós költséggel járhat. Ez a banki gyakorlat azonban kontraszelekcióhoz vezet, mivel a nagyobb megtérüléssel kecsegtető projektek szempontjából drága ez a fajta árazás, míg a kockázatos igénylők szemszögéből kifejezetten kedvező. Az alacsony kockázatú ügyletek kirostálódása következtében még magasabbra kellene emelni a hitelkamatot a bankoknak, ami viszont további kontraszelekcióhoz vezetne.

Ebből az ördögi körből *Stiglitz–Weiss* [1981] szerint a kínálat korlátozása (adagolása) jelent kiutat, azaz a bankok minden igénylőnek nem nyújtanak hitelt, így viszont a kérelmezők egy része szükségszerűen kiszorul a piacról.³ Enyhítheti az információs aszimmetriát a bankok oldaláról ugyanakkor, ha egyéb adatokat kérnek a vállalatról vagy a tervezett beruházásról a hitelek pontosabb árazása érdekében, ez azonban további tranzakciós költséget róhat a kérelmezőkre (*Kállay* [2005]). Ugyancsak növeli az informálságot, ha biztosítékot kapnak a hitelezők a vállalatoktól (*Kosztópulosz* [2006]). Előbbi méretgazdaságossági okokból, utóbbi a vállalati életciklusból fakadóan különösen megnehezíti a kisebb cégek számára a hitelpiacra történő belépést. Ezek a terhek olyan súlyosak is lehetnek, hogy egyébként hitelképesnek számító vállalatok sem vállalják az igényléssel járó procedúrát, és elutasítástól tartva visszafojtják keresletüket.⁴ A jelenség módszeres vizsgálata az ezredforduló környékén kapott lendületet, miután *Kon–Storey* [2003] formalizálta és lefektette az elméleti alapokat az elbizonytalanodó hiteligénylők empirikus kutatásához.

Modelljük az informálság mértékére alapozva járta körbe az elbizonytalanodás körülményeit. Az elemzés által leszűrt tanulságok szerint a hitelkérelem önkéntes visszafogása nem létezik olyan viszonyok között, amikor a bank és a vállalat egymással kapcsolatban tökéletesen informált. Ekkor a pénzüintézet és a hiteligénylő is tudja, hogy sikeres lesz-e egy tervezett vállalati beruházás, azaz racionális, ha kölcsönt igényel az életképes projekttel rendelkező cég, és helyesen dönt az életképtelen vállalkozás is, ha nem vág bele a hitelkérelem elindításába. Abban a másik

² Információs aszimmetria esetében beszélhetünk a szerződéskötést megelőzően fennálló (*ex ante*) és a hitelszerződés után jelentkező (*ex post*) információs aszimmetriáról, erről bővebben lásd például *Kosztópulosz* [2006]. A tanulmányban értelemszerűen az *ex ante* esetről lesz szó a továbbiakban.

³ A teljes képhez hozzátartozik, hogy mások (például *De Meza–Webb* [1987]) azt szűrték le, hogy információhiányos környezetben túlkínálat alakul ki a hitelpiacon. Tanulmányunkban a kereslet-kínálat viszonyában nem kívánunk állást foglalni.

⁴ Egyes kutatások szerint a hitelminősítés pontosságával többé-kevésbé a vállalatok is tisztában vannak, azaz az elbizonytalanodó cégek körében relative magas lenne a visszautasítás, azaz racionálisan és piactisztító módon reagálnak a vállalatok a hitelkondíciókra (*Blumberg–Letterie* [2008], *Chandler* [2010]). Ugyanakkor mások szerint, szintén az információhiányból adódóan, a percepciók is komoly szerepet játszhatnak a kereslet önkéntes visszafogásában – mint arra például *Canton és szerzőtársai* [2013] és *Gerlach–Kristen és szerzőtársai* [2013] rámutat –, illetve a korábbi tapasztalatok, ahogy arra *Xiang és szerzőtársai* [2014], *Fraser* [2014] kitérnek.

szélsőséges esetben, ha semmit sem tud egymásról a két érintett, a bankok véletlenszerűen válogatnak a kérelmezők közül (hiszen nem tehetnek mást), ami alacsonyan tartja az elbizonytalanodott hiteligénylők arányát: érdemes az életképes cégeknek kölcsönt igényelni, mivel hitelhez juthatnak, azonban ugyanígy tesznek a kockázatos, életképtelen projektet tervező vállalatok is, ugyanis bízhatnak abban, hogy szerencsés esetben kedvező hitelbírálatot kapnak. Így viszont nem minden potenciálisan jó ügyfél jut hitelhez, mivel a *Stiglitz–Weiss* [1981] által leírt hiteladagolás ezt nem engedi, ezért racionális döntésnek tekinthető, ha közülük egyesek (a bizonytalanabbak) meg sem próbálnak kölcsönhöz jutni.

A legnagyobb arányú elbátortalanodás abban az esetben alakul ki *Kon–Storey* [2003] szerint, amikor az informáltság mértéke az előbbi két szélsőséges helyzet közé esik, azaz rendelkeznek bizonyos ismeretekkel egymásról a felek, de nincsenek minden szükséges tudás birtokában. Ilyenkor további adatokat kérnek a bankok az ügyfélkockázat pontosítása érdekében, ami többletköltséget ró valamennyi igénylőre, ráadásul abban sem lehetnek biztosak a pénzintézetek, hogy a pluszinformációk alapján helyesen ítélik meg a hitelre szoruló projekteket, azaz az életképes üzleti tervek egy része a bankok értékelése nyomán így is elvérezhet. *Kon–Storey* [2003] értelmezése szerint az informáltság mértéke mellett még az igényléssel járó járulékos költségek és az informális piacokon elérhető kamatok mértéke befolyásolja az elbátortalanodást: minél nagyobbak az igénylés során felmerülő tranzakciós költségek, illetve minél alacsonyabbak a hitelebírlás nélkül, informális csatornákon nyújtott egyéb kölcsönök kamatai, annál több életképes cég fogja vissza a hitelkeresletét.⁵

Kon–Storey [2003] a piacismeret, a verseny és a pénzügyi kultúra tekintetében fejlett és fejlődő országokra vonatkozóan is megfogalmazott hipotéziseket, ezzel ki is jelölte a későbbi empirikus kutatások egyik fő irányát. Felvetése szerint egyrészt a bankok hibás ügyfélminősítését eredményező aszimmetrikus informáltság kisebb mértékű a fejlett országokban, mivel a hitelintézetek pontosabb ismeretekkel rendelkeznek a piacról, emiatt több forrásra szoruló vállalat próbálkozik igényléssel, és kevesebb marad távol a hitelpiacról. Másrészt, a fejlett piacokon a pénzintézetek termékei iránti nagyobb kereslet miatt magasabb kamatok mellett kínálhatnak kölcsönt a vállalatoknak, ami csökkenti az informális hálózatokon (barátok, családok) keresztül elérhető finanszírozási források versenyhátrányát, összességében pedig növeli a hitelpiaci igényléssel kapcsolatos elbátortalanodást.⁶

⁵ Az informális csatornákon elérhető források az alábbi három területen térnek el a formális hitelektől: 1. az igénylésük során nem merül fel tranzakciós költség, 2. nem kell attól tartania a forrásra rászorulóknak, hogy az igényét visszautasítják, 3. az egyedüli (ám nem elhanyagolandó) körülmény, amely negatívumként merül fel velük kapcsolatban, hogy drágábbak, mint a piaci hitelek (*Kon–Storey* [2003]). A leírásba könnyen beleillik az uzorakölcsön, azonban ennél szélesebb források is idetartozhatnak, így a családi, baráti kölcsönök is – természetesen ez utóbbi megoldások ára a piaci hitelekénél akár kedvezőbb is lehet.

⁶ Van egy további szempont is, amit figyelmen kívül hagyott *Kon–Storey* [2003]: a fejlett piacokon a pénzintézetek között jellemzően élesebb a verseny, ami lefelé szorítja a piaci kamatokat, rontva az informális hálózatokon (barátok, családok) keresztül elérhető finanszírozási források vonzerejét. Ezzel még bővebben foglalkozunk a koncentráció, a kamatszint és az elbizonytalanodás kapcsán tett vizsgálatunk során.

Harmadrészt, a fejlett és a fejlődő gazdaságok eltérő pénzügyi kultúrájából eredő hatást nyitva hagyta a szerzőpáros: szerintük a kevésbé érett pénzügyi kultúrájú országokban a pénzügyi információk átadásától való nagyobb fokú idegenkedés, a hitelkérelmek pontatlanabb kitöltése okozhat magasabb tranzakciós költségeket az igénylés során, míg a fejlett országokban az egyre kifinomultabb ügyfél-minősítési eljárásokhoz szükséges növekvő banki adatigény nehezítheti az igénylők számára a hitelpiacra való belépést.⁷

A hipotézis vizsgálatát – azaz annak eldöntését, hogy végül mely gazdaságokra jellemzőbb a hitelre szorulóknak elbizonytalanodása – *Kon–Storey* [2003] a további kutatásokra hagyta, ugyanakkor sejtésük szerint összességében a fejlődő gazdaságokban lehet gyakoribb a kereslet önkéntes visszafogása. Az idevágó empirikus munkák eredményeit részletesen taglaljuk az elbátortalanodás miatt kieső piac méretére irányuló elemzések áttekintése során, azonban már itt jelezzük, hogy a kutatások túlnyomó többsége a kevésbé fejlett országokban relatíve nagyobb arányú elbizonytalanodást mért az elmúlt években. Ezenfelül mikroökonómiai grafikus elemzéssel is megvizsgáljuk majd, hogy mi magyarázhatja a fejlett és fejlődő országok közötti eltérő hitelárazást és ezáltal a különböző mértékű elbátortalanodást.

A vállalati hitelkereslet önkéntes elfojtása (*self rationing*) – a pénzintézetek által kínált források szűkítésével, a hiteladagolással (*credit rationing*) foglalkozó irodalmat kiegészítve – teljessé tette a hitelpiacon jelentkező aszimmetrikus informáltság leírását.⁸ *Statnik–Vu* [2019] találoan összegzi, hogy a hitelpiac aszimmetrikus informáltságból eredő diszfunkcionális működése a kínálati oldalon hiteladagoláshoz, míg a keresleti oldalon elbizonytalanodó hitelkereslethez vezet.

Az elbizonytalanodó hiteligénylők információs aszimmetria irányából való megközelítése összességében viszonylag komplexnek mondható, mivel figyelembe veszi a banki és vállalati oldal lehetőségeit és korlátait, kezelni képes a gazdasági ciklus ingadozásait (nem csak a recessziós időszakbeli visszaesésre ad magyarázatot) és a regionális különbségeket. Népszerűségéhez, elfogadottságához nagyban hozzájárult a *Kon–Storey* [2003] által kidolgozott keretrendszer.

Az elbátortalanodott hiteligénylők felértékelődésének okai

Az elbátortalanodott vállalatok viszonylag hosszú ideig kívül estek a közgazdasági elemzések körén. A sokáig visszafogott érdeklődésben meghatározó szerepet játszott az, hogy a cégcsoport a jelenség természetéből adódóan nincs igazán szem előtt.

⁷ Megjegyezzük, hogy ezzel ellentétes irányba ható tendenciákkal is lehet számolni, ami tompíthatja, illetve ellensúlyozhatja ezt. Felzárkózó gazdaságokban a mikrofinanszírozás terjedése jelzi, hogy alternatív finanszírozási formák – a nagyobb elfogadottságuknak köszönhetően – képesek lehetnek a hagyományos hitelezés funkcióját betölteni (*Robinson* [2001]), míg fejlett gazdaságokban a számítástechnikai újítások (például *big data* elemzések, különféle adatbázisok összekötése és átjárhatóvá tétele stb.) tudják lefaragni a tranzakciós költségeket (*Jorgenson* [2001], *Zsámboki* [2002]).

⁸ A hitelkorlátozásokkal foglalkozó irodalom fejlődéséről és irányáról alapos áttekintést ad *Bellier és szerzőtársai* [2012].

Egyrészt ezek a cégek nem szerepelnek a bankok hitelügyfelei között, így a pénzüntézetek érdeklődését is elkerülték, másrészt nehezen detektálhatóságuk miatt a kutatások sem rendelkeztek mély ismeretekkel róluk. Az elmúlt két-három évtizedben azonban megnőtt ezen cégek iránt az érdeklődés, amely alapvetően néhány kérdéskör vizsgálata köré rendeződött. Idesorolható a *startup* cégek felértékelődése, a piaci torzulások mélyülő kutatása, valamint a hitelpiaci működésben rejlő nemzetközi különbségek vizsgálata. A fokozott figyelem eredményeként részletesebbé és egyben mélyebbé vált a hitelkereslet önkéntes visszaszorításának megértése. Az eredmények összegzése alapján az a kép körvonalazódik, hogy a *startupok* hitelpiaci támogatása, illetve a piaci torzulások oldása nélkül lassul a gazdasági növekedés üteme, míg az összehasonlító elemzések arra világítottak rá, hogy a kapitalista fejlődés eltérő útjai milyen befolyással vannak az elbizonytalanodásra.

Felértékelődő startup cégek

Az ezredforduló környékén egyre több kutatás hívta fel arra a figyelmet, hogy az új típusú induló cégek, a *startup* vállalkozások (amelyek a vállalati szektor megújulásában kulcsszereplőkké léptek elő, mivel az innováció, a beruházások és a gazdasági növekedés új motorját jelentik) között a visszautasított kérelmezőkkel szemben többen vannak azok, akik az önkéntes hitelfelvételi korlátozást választják (Levenson–Willard [2000], Freil és szerzőtársai [2010], Lee [2014]). Amennyiben ez a jelenség a gazdaság széles területét érinti, akkor Hutton–Nightingale [2011] (3. o.) megfogalmazása szerint „elbátortalanodott gazdaságról” (*discouraged economy*) lehet beszélni.

A hitelpiactól való elriadás azért okoz különösen érzékeny problémát a fiatal vállalkozások számára, mivel az elérhető kockázati tőke csak egy szűk részük – az innovatív vállalkozások, *startup* cégek – számára jelent valódi potenciális finanszírozási alternatívát, ugyanis a hitelek és a forgóeszközhitelek számítanak a néhány éves cégek számára az elsődleges külső finanszírozási opciónak, különösen Európában (lásd például Siedschlag és szerzőtársai [2014]), és ugyanez igaz a kis- és középvállalati szektorra is mind Európában, mind az Egyesült Államokban (lásd például WSBI–ESBG [2015]).

Piaci torzulások

A piaci tökéletlenségek elemzése indította el a kutatások második csoportját, ezekben a vizsgálatokban a hitelpiac két oldala közötti aszimmetrikus információk szolgáltak kiindulópontul. Ezen belül két nagyobb csapásirányt különíthetünk el: az egyik szűkebben vizsgálta a piaci hiányosságokat, az ügyfélminősítés (*scoring*) problémáival foglalkozott elsősorban, míg a másik tágabban elemezte azt.

AZ ÜGYFÉLMINŐSÍTÉS KRITIKÁJA • Az elbátortalanodott igénylők közgazdasági felértékelődésének lendületet adott a banki hitelminősítés kritikai szempontú kutatása. Az elemzések egyik része (Cavalluzzo és szerzőtársai [2002],

Cole–Sokolyk [2016]) az adósminősítési rendszer elrettentő erejére, másik csoportja (*Blanchflower és szerzőtársai* [2003], *Cole–Dietrich* [2014]) az előítéletességből fakadó bánásmódra mutat rá (erre később majd részletesen kitérünk az elbizonytalanodást növelő tényezők ismertetése során).

Cavalluzzo és szerzőtársai [2002] hívta fel elsőik között arra a figyelmet, hogy a pénzintézetek ügyfélminősítési rendszere diszkriminatív – mégpedig lényegében a statisztikai alapon való működésből adódóan. Amely cégeket nem kívánnak hitelhez juttatni, azoknak magasabb kamattal kínálnak kölcsönt a bankok, ami a pénzügyi rendszeren keresztül kihat a forrásra szoruló valamennyi vállalat hitelkérelemmel kapcsolatos döntéseire is, így ahhoz igazodva a magukat esélytelennek érző vállalatok – *Arrow* [1973] visszacsatolási tézisének megfelelően – könnyen választják az önkéntes keresletkorlátozást. A szerzők véleménye szerint a bankok közötti verseny mérsékelheti ezt a negatív hatásmechanizmust, mivel az ügyfelekért folytatott verseny élesedése kiszoríthatja a diszkrimináló hitelintézeteket. *Cole–Sokolyk* [2016] vizsgálata is lényegében arra hívja fel a figyelmet, hogy az ügyfélminősítés rossz vállalati értelmezéshez vezethet, és ezáltal a vállalkozások indokolatlanul visszafogják hitelkeresletüket. A tanulmány az önkéntes korlátozást választó cégeket vetette össze a kölcsönhöz jutó, valamint az elutasított vállalatokkal. Végül arra a megállapításra jutott, hogy a visszautasított vállalatok és az elbizonytalanodó cégek eltérnek egymástól, amiből az következik, hogy banki oldalról nem szabad egységesen, elutasítóan kezelni a két csoport tagjait. A tanulmány – *Berger és szerzőtársai* [2009] kutatására támaszkodva – nem feledkezik meg arról, hogy az Egyesült Államokban az ezredfordulót követően a kisebb hitelintézetek meglepően nagy arányban alkalmaznak olyan ügyfélminősítési rendszert a kisebb vállalatok esetében, amely a fogyasztói hitelígénylesek elbírálására szolgál, így a cégek valódi pénzügyi mutatói helyett a vállalatvezetők vagyoni lehetőségei és korlátai kapnak nagy hangsúlyt a hitelbírálat során. *Cole–Sokolyk* [2016] tanulmányának egyik fő gondolata, hogy a vállalatvezetők hitelpiaci elbizonytalanodása kisebb arányú lenne, ha a jelenlegi gyakorlatuktól a kisebb pénzintézetek a vállalati működésre koncentráló ügyfélminősítés felé mozdulnának el.

A ügyfélminősítés-központú irodalom másik részében az előítéletekre épülő egyenlőtlen bánásmód kap nagyobb hangsúlyt. *Blanchflower és szerzőtársai* [2003] faji eredetű hiteldiszkrimináció jeleire bukkant az Egyesült Államokban (a pénzintézetek fekete bőrű cégvezetőket kezeltek hátrányosan fehér bőrű igénylőkkel szemben, aminek során az előbbi csoport kérelmezői például magasabb kamat mellett jutottak hitelhez). Megítélésük szerint ez a banki gyakorlat abba az irányba mutat, hogy emiatt a hitelkereslet visszafogását választó cégek körében is relatíve jelentős lesz a feketék aránya. *Cole–Dietrich* [2014] azt tapasztalta a fejlett országokra koncentráló elemzésében, hogy mivel a női vezetésű cégek aránya magas a hitelre szoruló cégek körében, alacsony a kölcsönhöz jutó vállalatok között, és magas az elbizonytalanodó cégek között, így a női irányítású cégek hátrányos bánásmódban részesülnek a hitelbírálat során.

PIACI TORZULÁSOK SZÉLESEBB ÉRTELMEZÉSBEN • A kölcsönre szoruló cégek elbátortalanodása a hitelezési piac egyéb, mélyebb problémáira is felhívja a figyelmet. A kutatások szerint számos hitelképes vállalat választja végül a piactól való

távolmaradást (Cole–Sokolyk [2016], Ferrando–Mulier [2015], Brown és szerzőtársai [2012]), valamint a hiteligényükkel elutasított cégek a kudarcélmény következtében szintén könnyen válhatnak a későbbi időszakokban elbizonytalanodó, a hitelpiacról tartósan távol maradó vállalatokká, mint ahogy erre a legutóbbi világválság is rámutatott (Xiang és szerzőtársai [2014], Fraser [2014]).

A 2008-ban kirobbant gazdasági világválság azt erősítette meg, hogy a piacok (így a hitelpiacok) nem tökéletesek, a kereslet–kínálat egyensúlya és a tökéletes informáltság nem érvényesül maradéktalanul. A válság hitelkeresletre gyakorolt fékező hatását több elemzés felismerte (például Fraser [2009], Siedschlag és szerzőtársai [2014], Cowling és szerzőtársai [2012], Kinghan és szerzőtársai [2018], Rostamkalei [2017]), így még inkább előtérbe kerültek az elbátortalanodó hiteligénylők, különösen abból fakadóan, hogy a válság miatt visszaeső vállalati hitelezés a gazdasági növekedés egyik korlátjává vált.

Ezzel kapcsolatban azonban egy rövid kitérőt kell tennünk a hitel nélküli növekedés (*creditless growth*) elmélete kapcsán. (A fogalom eredete Calvo és szerzőtársai [2006]-ig nyúlik vissza, míg a témáról részletes, magyar nyelven is elérhető áttekintést ad Bodnár és szerzőtársai [2014].) Az elmélet – amely arról szól, hogy miképpen valósulhat meg gazdasági növekedés gazdasági válságok kitörése után a hitelezési csatornák bedugulása ellenére – figyelmen kívül hagyja azt, hogy a szigorúbbá váló hitelkínálat az enyhülést követően azért találkozhat mérsékelt kereslettel, mivel a hitelre szoruló vállalatokat a válság idején szerzett korábbi rossz tapasztalatok vagy a negatív percepciók tartják távol a hitelpiacról. Ennek a felvetésnek a gondolati csírái Xiang és szerzőtársai [2014] munkájában már megtalálhatók: a tanulmány egy több időszakot felölelő sémán keresztül vizsgálta az elbátortalanodás okait, és a korábban visszautasított igénylőkben fedezte fel a későbbi elbizonytalanodó vállalatokat – ami alapvetően kiegészíti a hitel nélküli növekedés teóriáját, illetve magyarázhatja a 2008-as válság után tapasztalt mérsékelt hitelaktivitást. Ehhez hozzátehetjük, hogy a válság időszakában szerzett rossz élmények (akár valódi hiteligénylés nélkül is), benyomások, percepciók is befolyásolják a későbbi vállalati gondolkodást a pénzintézetek várható viselkedésével kapcsolatban.

A hitelfelvételi szándékban bekövetkezett elbizonytalanodás hatásának felismerése aktivizálta a gazdaság- és fejlesztéspolitika különböző szereplőit, ezek közül csak néhányat említünk. Az Európai Bizottság az állami tulajdonú fejlesztési bankok számára új ajánlásokat fogalmazott meg: a fejlesztési intézmények működési terének szánt finanszírozási rések (*gaps*) betöltésében az elbizonytalanodott életképes vállalatok hitelpiacra való visszavezetése is napirendre került.⁹ Írországban – ahol különösen súlyos volt a hitelpiaci összeomlás – az elbátortalanodó vállalatok részaránya az egyik legmagasabb lett az euróövezetben, miközben évtizedek óta viszonylag fejlettnek gondolt pénzügyi környezet jellemezte a szigetország gazdaságát. Az ír jegybank 2014 óta kiemelt figyelmet szentel a jelenségnek a félévente publikált mikro- és kisvállalati piaci elemzésében (*Central Bank of Ireland* [2018]).

⁹ Uniós megközelítésben az életképes cégek csoportjában a visszautasított, a kapott feltételeket a magas kamat miatt végül visszautasító, valamint a szintén életképes, de a kudarcától tartva igénylással nem próbálkozó vállalatok is támogatandó szegmenst jelentenek. Az erről készített ajánlás kapcsán lásd Kramer-Eis–Lang [2014].

Országspecifikus tényezők felértékelődése

A fejlődő országok hitelpiaci iránti növekvő elemzői érdeklődés révén egyéb, korábban kevésbé vizsgált országspecifikus tényezőkre is nagyobb érdeklődés irányult, így figyelmet kapott a hitelfelvételi szándék megingásában szerepet játszó egyedi sajátosságok elemzése is. A kutatások szerint a jogrendszer stabilitása és a jogbiztonság ereje (*Hanedar és szerzőtársai* [2014], *Gama és szerzőtársai* [2017]), valamint a korrupció mértéke (*Chakravarty–Xiang* [2013], *Statnik–Vu* [2019]) is befolyásolja, hogy mennyire bíznak a hitelre szoruló életképes cégek abban, hogy kölcsönhöz juthatnak. A felzárkózó, fejlődő országok kapcsán különösen nagy hangsúlyt kapott az elbizonytalanodó hitelkérelmezők kérdésköre, mivel a hitelpiacon észlelt kisebb-nagyobb problémákhoz is értelmezési keretet kínált a koncepció.

Regionálisan az angolszász országokra kiterjedő kutatások (például *Levenson–Willard* [2000], *Chandler* [2010], *Freel és szerzőtársai* [2010], *Holton–McCann* [2012], *Xiang és szerzőtársai* [2014], *Fraser* [2014], *Cole–Sokolyk* [2016]) mellett kialakult az euróövezetre koncentráló (például *Siedschlag és szerzőtársai* [2014], *Ferrando–Mulier* [2015], *Mac an Bhaird és szerzőtársai* [2016]), valamint a feltörekvő, illetve fejlődő országokra (*Chakravarty–Xiang* [2013], *Cole–Dietrich* [2014], *Leon* [2015]), a Kelet-Európára (*Brown és szerzőtársai* [2012], *Thomadakis* [2015], *Gama és szerzőtársai* [2017]), Ázsiára (*Gama és szerzőtársai* [2017], *Kinghan és szerzőtársai* [2018]), Latin-Amerikára (*Presbitero–Rabellotti* [2016]), Közel-Keletre és Afrikára¹⁰ (*Bigsten és szerzőtársai* [2003], *Betz–Ravasan* [2016], *Amrhar–Oubdi* [2019]), Ausztráliára (*Watson és szerzőtársai* [2017]) koncentráló irodalom is, így a téma lényegében globálissá szélesedett.

A földrajzi áttekintésre módot adó elemzések szerint viszonylag éles határ van a fejlett és kevésbé fejlett államok csoportja között. Míg az angolszász országok esetében több vizsgálat szerint az önkontrollt alkalmazó, kölcsönre szoruló cégeket nagy arányban elutasították volna, ha hitelkérelmet nyújtottak volna be (például *Han és szerzőtársai* [2009], *Chandler* [2010]), addig a feltörekvő országokban jobban megkérdőjeleződött az önszelekció helyes mértéke (például *Chakravarty–Xiang* [2013], *Brown és szerzőtársai* [2012]), erre a következő részben részletesebben is kitérünk.

A látens hitelkereslet nagysága

Az elbátortalanodott hiteligénylő cégek esetében az egyik kiemelt kérdés, hogy mekkora piacot is jelent ez a vállalati kör – itt jelezzük, hogy a következőkben piacon hitelpiacot értünk. *Jappelli* [1990] közel harminc éve hívta fel arra a figyelmet, hogy amennyiben a kutatások nem foglalkoznak megfelelő mértékben a piacot önszántukból elkerülő szereplőkkel, akkor alulbecsült marad (és az elutasított kérelmezőkre szűkül) a hitelkorlátos cégek száma. Az elbizonytalanodó hiteléhes

¹⁰ Nem véletlen, hogy az elbizonytalanodó hitelkereslet egyik első – komolyabb visszhang nélkül maradt – felvetése (*Diagne* [1999]) épp egy afrikai ország, Malawi kapcsán született.

vállalkozások ráadásul a távolmaradásukkal nehezítik azt is, hogy a pénzügyi intézetek nagyobb vállalati adatbázisra épülő, pontosabb ügyfélminősítési szabályokat alkalkítsanak ki és alkalmazzanak.

A látns hitelkereslet nagyságára vonatkozó első empirikus kutatások az angol-szász országokra irányultak: *Levenson–Willard* [2000] vizsgálata arra a következtetésre jutott, hogy az Egyesült Államokban mintegy kétszer több az önkorlátozó módon a hitelpiactól távolmaradó vállalat, mint amennyi a kérelmével visszautasított cég. Az euróövezetben 2010–2018 között a folyószámlahitel és a hitelkeret nélkül vizsgált banki hitelek esetében lényegében szintén stabilan 2:1 volt az arány az Európai Központi Bank és az Európai Bizottság vállalati felméréssorozata (ECB [2018]) alapján, illetve az 1990-es években Franciaországban *Cieply–Dejardin* [2010] szerint. Ugyanezt az arányt tapasztalták az Egyesült Királyságban is *Freel és szerzőtársai* [2010], *Fraser* [2014] nagyjából hasonló arányúnak becsülte a két vállalati csoport nagyságát a szigetországban. A kutatások egy másik csoportja a hitelezési folyamat egy korábbi fázisára koncentrálva azt vizsgálta, hogy a forrásra szoruló cégek mekkora hányada nyújt be hitelkérelmet. *Cavalluzzo és szerzőtársai* [2002] úgy látta, hogy a hiteligényt támasztó amerikai vállalatoknak csupán alig több mint a fele kopogtat a bankoknál, a cégek másik fele nem próbálkozik, mivel hiteltörténetük miatt vagy előítéletes döntéshozatalra számítva nem bíznak a kérelem pozitív elbírálásában. Tehát a nem életképes cégek mellett életképes vállalatok is választják a kereslet önkéntes elfojtását. Később *Cole–Dietrich* [2014] 80 országra kiterjedő, több mint 40 ezer cég adatait felölelő vizsgálata pontosabb adatokhoz jutott: számítása szerint a hitelre szoruló cégek 39 százalékat érinti a probléma – azonban míg a fejlett országokban 28, addig a fejlődő országokban 44 százalék az arány.

Az első empirikus eredmények alapján várható volt, hogy máshol is a figyelem középpontjába kerülnek ezek a vállalatok. Az Európai Unióban *Brown és szerzőtársai* [2012] elemzése alapján több az elbátortalanodott, mint a hitelkérelmével visszautasított cég. *Gama és szerzőtársai* [2017] szerint a kelet-európai és ázsiai térségben közel háromszoros a különbség. Magyarországi kutatás szerint az életképes cégekre szorítkozva, a visszautasított hazai vállalatok hiteligényéhez képest 3,5-szeres a hitelkereslet önkéntes visszafogása révén a piacon meg nem jelenő kereslet, míg a vállalatok számát tekintve 2,1-szeres az eltérés, figyelembe véve a részben megítélt hitelígyények arányát (MFB [2018]), ami lényegében *Levenson–Willard* [2000] amerikai és *Freel és szerzőtársai* [2010] brit kalkulációjához áll közel. Néhány friss elemzés ezeknél is nagyobb eltérésekről számol be: *Wernli–Dietrich* [2018] Svájcban hatszoros különbséget mutatott ki, *Betz–Ravasan* [2016] észak-afrikai és közel-keleti országokban legalább kilencszeres eltérést mért.

A következőkben a kelet-európai eredmények hátterébe nyújtunk betekintést. Az Európán belüli törést vizsgálva *Brown és szerzőtársai* [2012] arra a következtetésre jutott, hogy a Nyugat-Európában mértnél is nagyobb mértékű az elbátortalanodott vállalatok hitelpiachoz mért súlya a kontinens keleti felén. Kelet-Európában a felzárkózási folyamat nyomán a vállalatok nagyobb részének van szüksége külső forrásra, mint Nyugaton, ugyanakkor mégis elmarad a hitellel rendelkezők aránya a fejlettebb

európai országok átlagától. A kutatás szerint ebben meghatározó szerepet játszik, hogy a régióra jellemző magasabb kamatok, a szigorúbb biztosítékkövetelmények és a bonyolult hiteligénylési procedura miatt relatíve sok hitelre szoruló kelet-európai vállalat tartózkodik önszántából a kölcsönigényléstől. *Popov* [2013] szerint a térségben szerepe van annak is, hogy a volt szocialista országokban a piacok megkésett fejlődése miatt még nem alakult ki megfelelően erős kötelék a hitelintézetek és a vállalatok között. *Brown és szerzőtársai* [2012] a külföldi bankokban és a velük szembeni túlzott óvatosságban látja a nagyobb arányú távolmaradás másik kulcsát. Relatív magas a nyugati pénzintézeti szereplők aránya Kelet-Európában, és mivel az elemzésükhöz használt adatok alapján nincs érdemi eltérés a régióban a belföldi és a külföldi bankok által elutasított hitelkérelmek aránya között, így a szerzők szerint a külföldi pénzintézetekkel szembeni relatíve nagyobb és megalapozatlan pesszimizmus vezet a régióban a hitelre szorulóknak nagyobb arányú elbizonytalanodásához.¹¹

Thomadakis [2015] és *Hashi-Toci* [2010] eredménye – az ismereteket tovább szélesítve – más összevetésben mutat rá a piac méretére Európa keleti felében. *Thomadakis* [2015] Kelet-Közép-Európában tíz ország 2008–2014 közötti vizsgálatával a hitelt nem igénylő cégek körében 76 százalékra teszi azok arányát, amelyek azért nem fordulnak pénzintézethez, mert nincs hitelre szükségük, és ebből kiindulva 24 százalékra becsüli azok hányadát, amelyek nem bíznak a sikeres elbírálásban. *Hashi-Toci* [2010] valamivel nagyobb arányt (30,6 százalék) becsül délkelet-európai országok esetében. Az arányok nagyjából kétszeresét éri el az Egyesült Államokra kalkulált legutóbbi értékeknek: a Fednek a hitelt nem igénylő vállalatok körére vonatkozó elemzése 2016-ban 17 százalékra, 2017-ben 13 százalékra, 2018-ban 15 százalékra becsülte az elbizonytalanodó cégek arányát (*Fed* [2017], [2018], [2019]).

További, ugyancsak gyakorlati érvényű – és különösen banki szempontból releváns – kérdés annak tisztázása, hogy az elbátortalanodott vállalatoknak mekkora hányada kapott volna kölcsönt. *Han és szerzőtársai* [2009] arra emlékeztet, hogy a bankok szempontjából kifejezetten kedvező, ha a nem hitelképes vállalatok saját döntésük révén maradnak távol a hitelpiactól (1. ábra A cégcsoportja), ugyanakkor problémát jelent a finanszírozást nyújtók számára, amennyiben hitelképes vállalatok teszik ugyanezt (1. ábra B csoportja), mivel így az üzleti tevékenység elmarad a potenciálistól.

A szakirodalom meglehetősen nagy szóródást mutat az elbizonytalanodó cégek hitelhez jutási esélyét illetően, amiben meghatározó szerepe van annak, hogy a banki ügyfélminősítés (amely hagyományosan a banktitok részét képezi) kapcsán jellemzően nem rendelkeznek megfelelő információkkal az egyes kutatások. *Ferrando-Mulier* [2015] az euróövezet kilenc tagországát vizsgálta abban a tekintetben, hogy az elbátortalanodó igénylők többsége (61 százaléka) nem kapna hitelt, ugyanakkor arra is felhívják a figyelmet, hogy jelentős különbségek vannak az EU-n belül. A relatíve fejlettebb tagállamokban (Németország, Franciaország, Ausztria, Belgium,

¹¹ Azt azonban maguk is hozzáfűzik, hogy a kelet-európai régióban mért hasonló elutasítási arány a hazai és a külföldi bankok között abból is adódik, hogy a nyugati pénzintézetek a rezidens országokra jellemzőtől eltérő stratégiát is követhetnek, azaz termékeikkel is más vállalati szegmensekre koncentrálnak, mint többi versenytársuk, így torzíthat a kérelmek elutasítási arányának összevetése.

Finnország) lényegesen nagyobb eséllyel jutnának túl sikeresen a hitelbírálaton az elbátortalanodott cégek, mint a kevésbé fejlett, válság által jobban érintett gazdaságokban (Olaszország, Spanyolország, Portugália, Görögország). *Cole–Sokolyk* [2016] 1993–2003 közötti adatokra épülő amerikai kutatása alapján az Egyesült Államokban a hiteligényüket önkéntesen visszafojtó vállalatok mintegy harmada hozzájutott volna az igényelt összeghez, ha óvatosságát félretéve benyújtotta volna a hitelkérelmét. Ehhez hasonló *Fraser* [2014] kalkulációja: ezredforduló utáni brit adatok szerint úgy ítéli meg, hogy a különböző becslések alapján az elbátortalanodott cégek egyharmad és kétharmad közötti részét lehetne visszacsábítani a hitelezési piacra, és többségük hitelhez is jutna. Számítása alapján az elbátortalanodott szigetországi cégek 27–45 százaléka kapna kölcsönt, ha hitelt igényelne. *Cowling és szerzőtársai* [2016] becslésükben ennél magasabb arányt (55,6 százalék) mértek. *Wernli–Dietrich* [2018] megítélése alapján ugyan az elbizonytalanodó svájci vállalatok csoportja szerkezetét tekintve jobban hasonlít a hiteligényével elutasított vállalati körre, mint a sikeres igénylőkre, azonban konzervatív becslést adva is úgy látják, hogy 60 százaléuk sikeresen menne át a hitelbírálaton, ha bátrabb lenne.

Brown és szerzőtársai [2012] Kelet-Európában ennél is nagyobb arányt becsülnék: míg az igénylő cégek 7,6 százaléka nem jut hitelhez, addig az elbátortalanodott vállalatok 12 százaléka nem kapna hitelt, azaz a szerzők 88 százalékra becsülik az elbizonytalanodó igénylők közül potenciálisan hitelhez jutók arányát, azonban maguk is elismerik, hogy elnagyolt a becslésük.

A kutatások eredményeit mérlegre téve az állapítható meg, hogy a fejlettebb, érettebb kapitalista országokban relatíve alacsony, a felzárkózó országokban pedig viszonylag magas az elbizonytalanodó cégek hányada. Ez egyben *Kon–Storey* [2003] sejtését támasztja alá, miszerint a kevésbé fejlett gazdaságokban relatíve gyakori a hitelkereslet önkéntes visszafogása a vállalati szektorban.

Az elbizonytalanodást növelő tényezők

A témával foglalkozó empirikus kutatásokban az egyik legalaposabban vizsgált kérdéskör, hogy mely vállalati csoportban jellemző nagyobb arányban a hiteligényléstől való visszarettenés. Mindez abból fakad, hogy az általában alkalmazott kérdőíves felmérések erre kínálnak jó lehetőséget. Alapvetően egy irányba mutatnak a megállapítások, szemben a piac méretére irányuló vizsgálatokkal. A kutatások gyakorlati hozadéka, hogy – amint *Freel és szerzőtársai* [2010] leszűri – ezek az eredmények segíthetnek megmutatni a gazdaságpolitikára hatással lévő szereplők számára azokat a szegmenseket, ahol indokolható, illetve célszerű lehet a beavatkozás. A következőkben a helyzet feltárása érdekében rendszerezve mutatjuk be az elemzések megállapításait, így a vállalatok strukturális jegyeire, a cégvezetők különböző tulajdonságaira és attitűdjére, a banki tapasztalatokra és pénzügyi ismeretekre, a bankrendszer koncentrációjára, a makrogazdasági környezetre és a vállalatok várakozásaira térünk ki.

Vállalatspecifikus tulajdonságok

A kérdéskört taglaló empirikus munkák szerint a kisebb méretű vállalatok körében általában jellemzőbb az elbizonytalanodás, mint a nagyobbak esetében.¹² Ennek magyarázata, hogy a kisebb vállalkozások relatíve kevesebb erőforrást tudnak fordítani az igénylési procedúrára, biztosítékvállalási képességük korlátos. Ezenfelül a nagy számosságuk és kis méretük miatt tökéletes példái az információs aszimmetriának: a bankok számára kevésbé átláthatók, és mindkét fél számára a másik oldal megismerése a hitelösszeghez képest túl magas tranzakciós költséggel jár (*Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai* [2018b]). A idevágó kutatások közül csupán *Christensen-Hain* [2014] jut némileg eltérő eredményre: Dániában a cégméret és az elbizonytalanodás között csak mérsékelt erejű empirikus bizonyítékot találtak.

A vállalkozások korával kapcsolatos vizsgálatok eredményei már kissé ellentmondásosabbak, azonban alapvetően szintén egy irányba mutatnak. A kutatások többsége azt fogalmazta meg, hogy a fiatalabb cégek nagyobb arányban bizonytalanodnak el a hitelkérelmük benyújtásával kapcsolatban. Ezt arra vezették vissza ezek az írások, hogy a fiatalabb vállalatok között viszonylag alacsony a hiteltörténettel rendelkezők aránya (*Fraser* [2014], *Han és szerzőtársai* [2009], *Wernli-Dietrich* [2018], *Cole-Dietrich* [2014], *Chala-Forssbæck* [2017], *Omar-Hussin* [2016], *Mac an Bhaird és szerzőtársai* [2016]), tapasztalatlanok, a hitelfelvételi eljárásban kevésbé érzik komfortosan magukat (*Wernli-Dietrich* [2018], *Chakravarty-Xiang* [2013]), akadályt jelenthet számukra a biztosítéknyújtás (*Hernández-Cánovas és szerzőtársai* [2014], *Vos és szerzőtársai* [2007], *Chala-Forssbæck* [2017]), a nagyobb cégekhez képest drágábban jutnak hitelhez (*Wernli-Dietrich* [2018], *Cowling és szerzőtársai* [2016]), könnyen kiszolgáltatottnak érezhetik magukat a pénzügyezetekkel szemben a nagyfokú információs aszimmetria miatt (*Ferrando-Mulier* [2015], *Gerlach-Kristen és szerzőtársai* [2013], *Omar-Hussin* [2016], *Presbitero-Rabellotti* [2016]), valamint relatíve pesszimisták a hitelkérelem pozitív elbírálását tekintve (*Canton és szerzőtársai* [2013], *Ferrando-Griesshaber* [2011]). A tézist igazoló bőséges irodalom mellett néhány írás eltérő következtetésre jutott: *Gama és szerzőtársai* [2017] tranzíciós országokra koncentráló keresztmetszeti vizsgálata szerint nem sokkal fiatalabbak az elbizonytalanodó vállalatok a hitelkérelmezőkhöz képest, míg *Christensen-Hain* [2014] dániai kutatása nem talált bizonyítékot arra, hogy a kérelmező és a távol maradó vállalatok kora szignifikánsan eltérne egymástól. *Rostamkalaei és szerzőtársai* [2018] magyarázatot kínál arra, miért lehet az idősebb cégek körében is magas az elbátortalanodók aránya: a fiatalabb vállalkozások esetében a tapasztalatlanságból adódó félelmek vezetnek a hiteligény visszafogásához, míg az idősebb, bankjukkal intenzívebb

¹² Például *EC* [2017b], *Han és szerzőtársai* [2009], *Chakravarty-Xiang* [2013], *Chandler* [2010], *Freel és szerzőtársai* [2010], *Brown és szerzőtársai* [2012], *Canton és szerzőtársai* [2013], *Hashi-Toci* [2010], *Ferrando-Mulier* [2015], *Fraser* [2014], *Siedschlag és szerzőtársai* [2014], *Cole-Dietrich* [2014], *Presbitero-Rabellotti* [2016], *Mac an Bhaird és szerzőtársai* [2016], *Chala-Forssbæck* [2017], *Cole-Sokolyk* [2016], *Gama és szerzőtársai* [2017], *Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai* [2018b], *Wernli-Dietrich* [2018], *Omar-Hussin* [2016], *Cowling és szerzőtársai* [2016], *MFB* [2018].

kapcsolatban álló vállalatoknál a viszonylag gyakori informális egyeztetések során elhangzó jelzések növelhetik az elbizonytalanodást.

A szektorális vizsgálatok összességében az egyes iparágakra jellemző eltérő fedezet-vállalási képesség jelentőségére mutatnak rá. *Freel és szerzőtársai* [2010] a tudásintenzív ágazatokban mért relatíve nagyarányú elbizonytalanodást, amit a szerzők arra vezettek vissza, hogy ezek az iparágak relatíve alacsony állótőke-állományuk miatt alacsonyabb értékű biztosítékot tudnak nyújtani hiteligénylés során, ami a bankok szempontjából nagyobb kockázatot jelent, és ez visszafogja a hitelfelvételi szándék kinyilvánítását a cégek körében. Az állótőke-állomány és a fedezet szintje magyarázhatja azt is, hogy nagyobb elbátortalanodás tapasztalható a kereskedelmi cégek körében, mint az építőiparban (*Siedschlag és szerzőtársai* [2014]) vagy a feldolgozóiparban (*Wernli–Dietrich* [2018]), mivel az utóbbi ágazatokban az ingatlanok, illetve gépek jobb fedezettségi pozíciót biztosítanak a hitelre potenciálisan aspiráló vállalkozásoknak.

A kockázatosabb, rosszabb pénzügyi mutatójú, lassabban növekvő, kevésbé termelékeny vállalatok körében jellemzően átlag feletti arányban jelentkezik az elbizonytalanodás.¹³ A tanulmányok többsége annak a tábornak az érveléséhez nyújt bizonyítékot, amely szerint a vállalatok önkéntes hitelkorlátozása piactisztító hatású. Ezzel szemben néhány munka ellenkező irányú összefüggésre bukkan: *Kinghan és szerzőtársai* [2018] vietnami elemzése alapján a hatékonyabb (azaz a tőkének magasabb határtermék-bevételével működő) cégek körében gyakoribb az elbizonytalanodás, mint a kevésbé eredményes cégek között. Ezt arra vezették vissza, hogy sokan közülük nem rendelkeznek banki kapcsolatokkal, ezért könnyebben visszatántorodnak a hitelkérelem benyújtásától. Mivel a szerzők egy gyors ütemben fejlődő ázsiai ország tapasztalataira építenek, ezért ezeket a sajátosságokat is érdemes lehet figyelembe venni, így az intézményrendszer fejlettségi szintje és különösen a pénzügyi ismeretek hiánya azok a tényezők, amelyek fokozhatják a kereslet önkéntes visszafogasát a hitelre szoruló cégek között (erre gondolnak maguk a szerzők is). Összességében további kutatás tárgya lehet, hogy a kapitalista fejlődésbe később becsatlakozó országokban a vállalatok pénzügyi ismereteinek, kultúrájának bővítése milyen gyorsan és milyen hatékonyan képes visszaszorítani a hitelfelvételi szándék megingását. A pénzügyi ismeretek kérdésére később – a gazdaságpolitika lehetséges beavatkozási területeinek bemutatása során – még kitérünk.

Figyelmet kapott a vállalatok külpiaci nyitottsága is, bár ezen a területen egyelőre kevesebb kutatási eredményről lehet beszámolni. A vonatkozó irodalom alapján az szűrhető le, hogy a nagyobb exportkitettségű cégek bátrabban igényelnek ugyan hitelt, de a tevékenységüket jobban érintő negatív hatások (például árfolyamsokk) esetén a körükben jobban felerősödhet az elbizonytalanodás. *Gama és szerzőtársai* [2017] és *Presbitero–Rabellotti* [2016] kutatása alapján a feltörekvő gazdaságokban az exportorientáltabb cégek körében kevésbé tapasztalható a kereslet önkéntes elfojtása, mivel a külpiacokon is jelen lévő cégek jellemzően nagyobbak az átlagnál, és

¹³ *Christensen–Hain* [2014], *Cole–Dietrich* [2014], *Fraser* [2014], *Chandler* [2010], *Ferrando–Mulier* [2015], *Gerlach–Kristen és szerzőtársai* [2013], *Han és szerzőtársai* [2009], *Presbitero–Rabellotti* [2016], *Mac an Bhaird és szerzőtársai* [2016], *Cowling és szerzőtársai* [2016].

bankjukkal általában szorosabb kapcsolatot építettek ki. *Wernli–Dietrich* [2018] egy speciális gazdaságot, a fejlett és külkereskedelmileg nyitott Svájcot vizsgálta az árfolyamrögzítés 2015. januári feladását követően. Felmérésük alapján a svájci franknak az árfolyam-politikai lépés után végbement jelentős mértékű erősödésére vezethető vissza, hogy az exportorientált alpesi cégek esetében jóval magasabb arányú elbizonytalanodás mutatható ki, mint a többi svájci vállalat körében.

Az innovációt vizsgáló irodalom megállapításai erősen függenek a kutatás tárgyától: minél differenciáltabb az újításokat tervező vállalatok kezelése, annál inkább mutatnak rá sajátosságokra az elemzések. *Gama és szerzőtársai* [2017] felzárkózó európai és ázsiai országok vizsgálata alapján állapítja meg, hogy az elbizonytalanodó cégek kevésbé innovatívak, mint a többi vállalat. Lényegében azonos következtetésre jut *Hernández-Cánovas és szerzőtársai* [2014] spanyolországi kutatásában: az innovatív cégek körében az átlagnál kisebb arányú hitelpiaci elbizonytalanodást mértek. Eredményeik azokkal a korábban már említett kutatásokkal csengnek össze, amelyek szerint az innovációban ugyancsak kiemelt jelentőségű *startup* cégek számára a hitelpiac kiemelten fontos opció a forrásbevonás szempontjából, ezért viszonylag bátran vágnak bele a hitelígénylésbe. Az innovációt részletesebben vizsgálva ugyanakkor egyéb körülményre világít rá és emel be a diskurzusba *Christensen–Hain* [2014] dániai elemzése: a radikális innovátoroknak számító cégek jobban szenvednek az elbizonytalanodástól, mint a kisebb mértékű innovációt végrehajtó vállalatok, amit a szerzők szerint az okoz, hogy a jelentősebb újítást tervező vállalatok terveit, elképzeléseit nemcsak a felvevőpiac, hanem a finanszírozók számára is sikeresen kell tálni, viszont a nagyobb léptékű újítások támogatásához jellemzően az átlagnál szkeptikusabban viszonyulnak a pénzügyesek.

Vállalatvezetői tulajdonságok és attitűdök

A cégek strukturális jegyei mellett figyelmet kaptak a vállalatvezetők egyes jellemzői is a hitelkereslet önkéntes visszafogását vizsgáló elemzésekben. Az elbátortalanodó cégvezetők a különféle kutatások szerint kevésbé agilisak (*Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai* [2018b]), jellemzően szegényebbek (*Han és szerzőtársai* [2009], *Fraser* [2014]), képzettségük elmarad az átlagtól (*Han és szerzőtársai* [2009], *Chala-Forssbæck* [2017]), kevésbé tapasztaltak (*Gama és szerzőtársai* [2017]),¹⁴ valamint felülreprezentáltak közöttük a nők (*Cavalluzzo és szerzőtársai* [2002], *Ferrando–Mulier* [2015], *Mijid* [2015], *Cole–Dietrich* [2014], *Cole–Sokolyk* [2016], *Watson és szerzőtár-*

¹⁴ Ettől eltér *Cowling és szerzőtársai* [2016] írása, amely azt állapította meg, hogy a tapasztaltabb, recessziós időszakot korábban már átélt brit vállalatvezetők között a 2008-as pénzügyi válságot követően nagyobb arányú az elbizonytalanodás, mint a többi cégvezető körében. Ezt azzal magyarázták, hogy ezek a vállalatvezetők tisztában vannak azzal, hogy válság során visszaesik a bankok hitelnyújtási szándéka, így a rutinosabbak ehhez csupán alkalmazkodtak a hitelfelvételi terveik visszafogásával. Azaz a mély nyomot hagyó válságélmények növelték meg körükben az elbátortalanodást, nem pedig a bankjukkal való elmélyültebb kapcsolat. Ezt erősíti meg *Rostamkalaei* [2017] is: minél jobban sújtott egy céget a válság, esetében annál jellemzőbb lett a hitelkereslet önkéntes visszafogása.

sai [2017]). Utóbbi kapcsán *Mijid* [2015] egy ördögi körre tapintott rá: a női vezetésű cégek jellemzően kisebbek az átlagnál (mivel a női menedzserek körében sokszor más célok is megjelennek a cég bővülése mellett vagy a növekedés helyett, azaz kevésbé profitorientáltak), gyakran a szolgáltató szektorba tartoznak, s ez a két tény már külön-külön is magában hordozza annak kockázatát, hogy relatíve nagyobb eséllyel utasítják vissza a hitelkérelmüket. Ezáltal viszont a növekedésük ütközik újabb korlátba, ami óvatosabb hitelezésre ösztönzi a bankokat – és ahogy szó esett róla, a pénzintézetek is viszonyulhatnak előítéletesen hozzájuk –, így a kölcsönre szoruló cégek körében nő az elbátortalanodás. Néhány regionális elemzés utóbbival kapcsolatban azonban ettől eltérő eredményre jut. *Presbitero–Rabellotti* [2016] dél-amerikai felmérése szerint a részben vagy egészben női tulajdonban álló cégek körében magasabb a hitelfelvétellel próbálkozók aránya, mint a férfiak tulajdonolta vállalatok között, továbbá az elbizonytalanodást tekintve sem mutatnak ki szignifikáns különbséget a nemek között. Ebben a hagyomány és a helyi kulturális szokások játszhatnak közre: a feltörekvő piacokat tekintve csupán Távol-Keleten magasabb a női vezetésű cégek aránya, mint Dél-Amerikában (*World Bank* [2014]), így az eredmények azt sugallják, hogy relatíve sikeresek és vállalkozó kedvűek a dél-amerikai országokban a nők, ami miatt a hitelpiaci elbátortalanodás mértékében sem maradnak el a férfiak mögött. A másik főáramtól eltérő eredményű kutatás az euróövezet országaira koncentrál: a tagállamokat vizsgálva *Lucey és szerzőtársai* [2012] arra a megállapításra jut, hogy eredeti hipotézisükkel szemben a férfiak gazdasági szerepvállalását jobban előtérbe helyező tagállamokban a hitelre szoruló vállalatokat ez a szemlélet nem lendíti át a – felvétellel, igényléssel kapcsolatos – hezitáláson, hanem ellenkezőleg, fokozza az óvatosságot, miközben a női–férfi szerepeknek kisebb jelentőséget tulajdonító tagállamokban bátrabbak a vállalkozások.

A kulturális különbségeket feltáró egyes kutatások a cégvezető származását és ebből fakadó attitűdjét is vizsgálták. *Cavalluzzo és szerzőtársai* [2002], valamint *Cole–Sokolyk* [2016] elemzése alapján az Egyesült Államokban szignifikánsan magasabb az afroamerikai cégtulajdonosok körében az elbizonytalanodás, mint a fehér bőrű vállalkozók esetében. *Cavalluzzo és szerzőtársai* [2002] felmérése ennek okait is kereste, amelyek között – az afroamerikai cégvezetők elmondása szerint – a hiteligényléstől való távolmaradás során szignifikáns tényezőnek bizonyult a bankok előítéletes viselkedése.

Hiteligénylési tapasztalatok és pénzügyi kultúra

Külön figyelmet kaptak a vállalatoknak a hitelügyintézés során gyűjtött benyomásai és ismeretei, valamint a cégvezetők pénzügyi tudása, mivel ezek a tényezők alapvetően megszabják, hogy milyen bátran próbálnak kapcsolatba lépni a pénzintézetekkel, amikor kölcsönre szorulnak.

A kedvezőtlen tapasztalatok nyomasztóan hatnak a későbbi hitelfelvételi szándéokra is: a kudarcélményekkel, elutasítással találkozó vagy lassú ügymenetet tapasztaló vállalatok később kétszer is meggondolják, hogy újra benyújtsák-e a hitelkérelmüket (*Fraser* [2014], *Xiang és szerzőtársai* [2014]). Minél többször utasítanak vissza életképes

vállalatokat a bankok, annál erősebbé válik az elbizonytalanodás (*Ferrando–Mulier* [2015]). A hiteligénylés negatív emlékei mellett olykor a puhatolózások során szerzett informális banki jelzésekből kapott ismeretek, benyomások is okozhatnak elbátortalanodást (*Fraser* [2014], *Rostamkalaei és szerzőtársai* [2018]).

A személyes kapcsolatok minősége szintén befolyásolja a hitelkereslet visszatartásának mértékét. *Wernli–Dietrich* [2018] svájci kutatása szerint a kisebb, a helyi viszonyokkal jobban tisztában lévő pénzintézetek ügyfelei körében kisebb arányú az elbizonytalanodás, mivel mélyebb a felek közti kapcsolat, és szerepet kapnak a személyre szabott ügyfélfelügyeletben rejlő előnyök a vállalatok számára, valamint lehetőség kínálkozik arra, hogy a kapcsolat informális csatornákon is mélyüljön a partnerek között, míg erre a nagyobb pénzintézetek méretgazdaságossági okokból kisebb figyelmet fordítanak.

Tang és szerzőtársai [2016] kínai kutatása arra is rámutat, hogy a banki ügyintéző személye iránti bizalom ugyancsak hosszú távon befolyásolja azt, hogy a vállalatvezető hiteligényével bátran (gyakran) vagy inkább óvatosan (ritkán) keresi fel a bankját. Ez a bizalom (vagy annak hiánya) már az első találkozás során kialakulhat, így ez a kínai adatok szerint felülírja azt, hogy mennyire hosszú múltra tekint vissza a bank és a vállalat kapcsolata.

Chandler [2010] kanadai felmérése ezt annyiban egészíti ki, hogy az elbizonytalanodó cégek körében (az átlagnál kisebb méretükből adódóan) relatíve ritka, hogy kijelölt ügyintézővel tartják a kapcsolatot a bankjukban, amiből adódik, hogy nehezebben alakul ki a felek között kölcsönös, a hitelfelvételt olajozottabbá tevő bizalom.

A pénzügyi kultúra befolyásoló szerepe is kimutatható az elemzések szerint. *Brown és szerzőtársai* [2012] kutatása alapján Kelet-Európában a külföldi tulajdonban lévő cégek magukkal hozzák a régióba a már korábban, külföldön szerzett pénzügyi tapasztalataikat és elvárásaikat is a bankokkal szemben, ami fékezi körükben a hitelfelvételi kedv elfojtását. Ugyancsak relatíve alacsony az elbizonytalanodott cégek aránya a rendszeresen auditáló, a pénzintézetével intenzívebb kapcsolatban lévő vállalatok körében, mivel jobban ismerik egymást a felek.¹⁵

Az információs aszimmetria mértéke, valamint a cégek pénzügyi helyzete alapján differenciáltabb vállalati viselkedést mutat be néhány elemzés. *Han és szerzőtársai* [2009] például árnyalja az előbb felvázolt homogén képet: csak az alacsony kockázatú, életképes cégek esetében tartják igazoltnak a kapcsolat hosszának szerepét, míg a rosszabb helyzetű vállalkozások körében nem, ugyanis a kapcsolat mélyülésével csökken az információs aszimmetria, ami javítja egyrészt a pénzintézeteknek a jó cégek számára mutatott hitelezési hajlandóságát, másrészt mérsékli a jobb helyzetű cégek félelmeit a hitelkérelmük esetleges elutasításával kapcsolatban.

Végül egy további speciális helyzetre, a pénzügyiszolgáltató-váltás hatására térünk ki. *Wernli–Dietrich* [2018] kutatásában azok a svájci cégek, amelyek egy éven belül pénzügyi szolgáltatót váltottak, jóval óvatosabbak a hiteligényléssel. Ezt arra vezették vissza,

¹⁵ *Freel és szerzőtársai* [2010], *Brown és szerzőtársai* [2012], *Cole–Dietrich* [2014], *Gama és szerzőtársai* [2017], *Wernli–Dietrich* [2018]. *Gerlach-Kristen és szerzőtársai* [2013] ír adatokra épülő elemzése ezzel szemben nem talált összefüggést a kapcsolat hossza és az elbizonytalanodás mértéke között.

hogy a korábbi bankjukkal elégedetlenek voltak ugyan ezek a szereplők, az új pénztézetükkel való együttműködés viszonylag friss volta azonban visszafogja a vállalatokat abban, hogy hiteligényükkel bátran jelentkezzenek új pénzügyi szolgáltatójuknál.

A bankrendszer koncentrációja

Számosságát tekintve bőséges, míg a levont következtetéseket tekintve szélsőségesnek mondható a bankrendszer koncentrációjával kapcsolatos irodalom. Az írások egyik csoportja szerint a banki verseny nagyobb intenzitása hozzájárul a magasabb arányú elbizonytalanodáshoz, más tanulmányok viszont ezt éppen fordítva ítélik meg, és az élesebb versenyből a pesszimizmus csökkenését olvassák ki. Mindkét oldalon helyet kap az érvelésben az információs aszimmetria jelentősége.

Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai [2018b], *Leon* [2015], *Gama és szerzőtársai* [2017] kutatása szerint minél több pénzügyi szolgáltató működik a piacon, annál kisebb arányú a hitelfelvételi szándék megingása, mivel több bankkal nyílik lehetőség kapcsolat kialakítására, ami kölcsönösen csökkenti a felek közti információs aszimmetriát, és javítja a vállalatok több lábbon állását is. Számos elemzés nem a piacon igénybe vehető banki lehetőségek száma alapján, hanem a vállalatok banki kapcsolatainak a tényleges számát vizsgálva jut végeredményben hasonló következtésre: minél több hitelintézettel áll kapcsolatban egy cég, annál rutinosabbá válik a hiteligénylési folyamat során, ezért javul a bankok iránti bizalom, és csökken az elbizonytalanodott cégek aránya (*Chakravarty-Xiang* [2009], *Hernández-Cánovas és szerzőtársai* [2014], *Cole-Sokolyk* [2016], *Wernli-Dietrich* [2018]).

A piacszerkezet kapcsán ugyanakkor mások ellentétes megállapításra jutnak: koncentráltabb banki környezetben a pénztézetek nyitottabbak az olyan hitelbírálati rendszer kialakítására, amely pénzügyi adatokon túli „puha” információkra is épít, ezáltal könnyebben nyújtanak kölcsönt a vállalatoknak, míg sokszereplős piacon óvatosabbak a bankok, a nagyobb verseny miatt kevesebb információ alapján kell dönteniük (*Cavalluzzo és szerzőtársai* [2002], *Canton és szerzőtársai* [2013], *Mac an Bhaird és szerzőtársai* [2016]). *Han és szerzőtársai* [2009] ezt annyival egészíti ki, hogy koncentrált hitelpiacon a vállalkozások saját pénzügyi szolgáltatójukkal átlagosan hosszabb hiteltörténetet tudhatnak maguk mögött, mivel kevesebb a lehetőség a váltásra, ami a kevésbé életképes cégek számára komolyabb nehézséget okoz, miközben hitelképes cégek számára ideális környezetet biztosít, hiszen saját hitelintézetük jó adós mivoltukat egyre hosszabb időtávon ismeri. Tehát a bankok közötti verseny mérséklődésével a nem hatékony cégek, míg a verseny erősödésével az életképes vállalatok fogják vissza inkább hitelkeresletüket, amiből az következik, hogy a szerzők afelé hajlanak, hogy az erőforrások optimális felhasználása szempontjából elfogadható és támogatható a koncentráció ösztönzése. A koncentráltság mértéke tehát egyfajta zsilipként befolyásolja a vállalati viselkedést, amit az 1. ábrához visszatérve úgy írhatunk le, hogy míg a versenypiaci környezet az életképtelen vállalatok körében növeli a hiteligénylők arányát (és viszonylag nagy részük forráshoz is jut a pénztézetek korlátozott ismeretei miatt), és emeli az életképes cégek körében a keresletet visszafogó cégek számát (B csoport), addig kevesebb banki szolgáltató

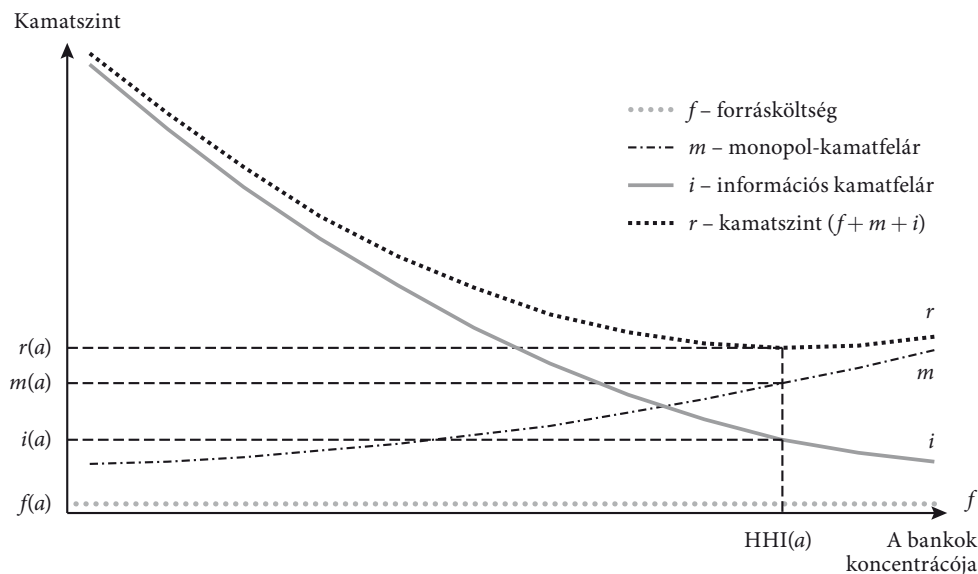
esetében a nem hitelképes cégcsoportban emelkedik a keresletet elfojtó cégek hányada (A csoport), és nő az igénylő cégek aránya az életképes cégek körében (akik között persze magas a forrást szerzők részaránya).

A piacok szegmentálásával az előzőkben bemutatott két szélsőséges eredményhez képest más összefüggésekre világít rá néhány tanulmány. Ezek közül is különösen izgalmas *Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai* [2018a] kutatása, amely a gazdasági fejlettség irányából vizsgálva emelt be új szempontokat a diskurzusba. A tanulmány szerint a felzárkózó európai országokban a bankrendszer koncentrációjának mélyülésével nő a vállalatok elbizonytalanodása, míg a fejlett országokban ellenkező irányú a hatás, azaz csökken a pesszimizmus.

A bankrendszer koncentrátságának elbizonytalanodásra gyakorolt hatására a következőkben mi is kitérünk, ehhez pedig a 2. és 3. sematikus ábrán vizsgáljuk a pénzintézetek számának és a kamatláb nagyságának viszonyát. Ennek során visszanyúlunk *Kon-Storey* [2003] egyik megállapításához is, amely szerint a hitelek árazásának szintje befolyásolja az elbizonytalanodás mértékét. A grafikus megközelítésből leszűrt megállapításokkal reflektálni tudunk egyrészt a koncentráció szerepét sarkosan megítélő irodalmakra is, másrészt *Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai* [2018a] gazdasági fejlettségre vonatkozó megállapítására is.

2. ábra

Banki koncentráció és kamatszint, I. (koncentrált bankrendszer)

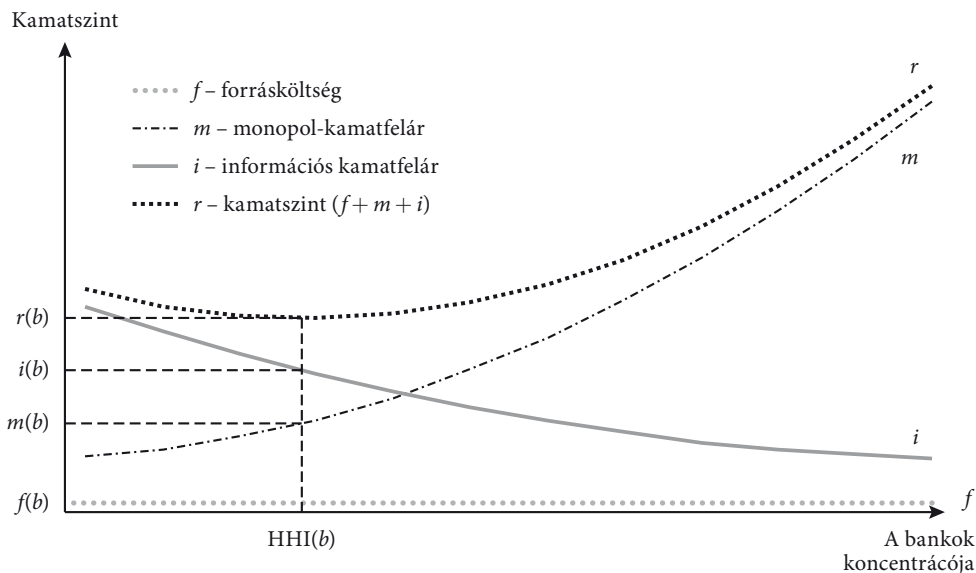


Forrás: saját szerkesztés.

A bankrendszer koncentrációja – amelyet példánkban a mérlegfőösszegre számolt Herfindahl–Hirschman-indexszel (HHI) közelítünk – két irányból is befolyásolja a kamatokat: a pénzintézetek számának csökkenésével a versenytársak jelentette árnyomás mérséklődésével a pénzintézetek bátrabban kínálhatják magasabb áron hiteltermékeiket.

3. ábra

Banki koncentráció és kamatszint, II. (versengő bankrendszer)



Forrás: saját szerkesztés.

Az így kialakuló monopol-kamatfelár (a 2. és 3. ábrán is az m görbe) a koncentráció függvényében tartalmazza a monopolhelyzetből adódóan kért banki kamatfelárat, nagysága pedig a koncentrálódás fokozódásával egyre magasabb.

Másfelől azonban a koncentráció azt is jelenti, hogy egyre több az olyan vállalat, amely hosszabb ideje tartozik egy adott pénzügyi intézményhez, így ezekről az ügyfelekről a bankok számára több pénzügyi adat és informális ismeret gyűlhet össze. Ezáltal az információs aszimmetria csökkenése lehetővé teszi, hogy a portfólióban lévő vállalkozásoknak a pénzügyi intézmények kedvezőbb feltételek mellett nyújtsanak forrást. Jól tükrözi ezt az információs kamatfelár alakulása (a két ábrán i görbével jelöltük), amelynek nagysága – a monopol-kamatfelárral szemben a koncentrálódás erősödésével – egyre alacsonyabb. Ha azzal a feltételezéssel élünk, hogy a bankok forrásköltségét állandónak tekintjük (f görbe), a kamatfelárgörbék mindegyike szigorúan monoton, valamint más szempontoktól eltekintünk, akkor a forrásköltség és a két kamatfelár összege alakítja ki a végső kínálati kamatot ($r = f + i + m$) a piaci koncentráció függvényében. Ha a piacon a koncentrálódással rohamosan javul a bankok ismerete az ügyfeleikről (az m görbéhez képest meredek az információs kamatfelárat kifejező i görbe), és a monopolár érvényesítésére nincs nagy késztetés a bankok részéről (a monopol-kamatfelárat jelző m görbe az i görbéhez viszonyítva lapos), akkor a koncentráció mélyülése a kamatszint csökkenéséhez vezet, így a monopolizálódó piac mérsékelheti az igénylők körében az elbizonytalanodást (2. ábra).

Tegyük fel azonban, hogy egy az előzőtől eltérő piacon másfajta logika érvényesül (3. ábra): ha a piacon a bankok számának csökkenésével határozottan megnő a monopolelőny kihasználásának szándéka és a hitelkamat emelésére való törekvés

a hitelintézetek körében (meredek m görbe), miközben az ügyfélszám emelkedésével a bankok információs többlete relatíve kicsi (lapos i görbe), akkor a versengő piacon alacsonyabb kamatszint alakul ki, azaz az alacsony koncentráció bátorítja a hitelkeresletet, és visszafogja az elbátortalanodást.

Végeredményben a koncentrációtól függő két kamatfelárgörbe viszonya dönti el egy piacon a kínálati kamat nagyságát és az elbizonytalanodás mértékét. Mivel a görbék alakja könnyen lehet eltérő az egyes országokban, így a modell alapján országonként eltérő kamatszint és eltérő mértékű elbátortalanodás adódhat. Természetesen a felvázolt modell egy leegyszerűsített képet ad a kamatok és a bankrendszer koncentrációja közti összefüggésről. Ráadásul a séma statikus, miközben idővel, illetve a bankok preferenciájának változásával módosulhat az i és az m görbék meredeksége, sőt alakja is, ami hatással lesz az elbizonytalanodásra is. Mindenesetre az I. piacként bemutatott variáns (2. ábra) a *koncentrált* bankrendszernek a hitelkeresleti oldal elbizonytalanodását csökkentő hatása mellett érvelő íráskor állításához áll közel, míg a II. példa (3. ábra) azokhoz a kutatásokhoz ad támaszt, amelyek a *versengő* bankrendszernek a keresletélénkítő szerepét emelik ki.

A grafikus példánkat és a végletes megállapításoktól sem tartózkodó empirikus tanulmányok eredményeit összevetve megfogalmazható a következő állítás is. A korábban bemutatott szélsőséges eltérések a koncentrációt vizsgáló, jellemzően keresztmetszeti elemzések eredményeiben abból a technikai körülményből adódhatnak, hogy a különböző kutatásokba eltérő arányban kerülnek be a 2. és 3. ábrán szereplő I. és II. típusú piacok. Így végeredményben az elemzési minta összetétele dönti el, hogy melyik irányba billen a mérleg nyelve az íráskor koncentrációra vonatkozó végső megállapításaiban – így például ha az I. típusú gazdaságok vannak túlsúlyban egy keresztmetszeti vizsgálatban, akkor adott kutatás könnyen azt állapíthatja meg, hogy a bankok számának csökkenésével mérséklődik a cégek körében a hitelkérelem benyújtásával kapcsolatos félelem.

A bemutatott sémából adódóan következik az a sejtés, amely további igazolásra szorul, hogy Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai [2018a] kutatásában a fejlett országok mintájában vélhetően az I. típusú országok, míg a fejlődő országok csoportjában a II. típusú országok vannak többségben, ettől eltérő esetben ugyanis tanulmányuk más eredményre jutott volna. Itt jegyezzük meg, hogy egy-egy piac változásának nyomon követése további információkkal szolgál a koncentráció kamatalakító és vállalati elbizonytalanodást befolyásoló szerepére, ugyanakkor egy ilyen vizsgálat során egyéb, korábban adottnak vett tényezők (például piaci konjunktúra, bankok forrásköltsége, egyéb alternatív vállalati források és azok ára) változása is hatással lesz az empirikus eredményekre.

Makrogazdasági környezet és regionális különbségek

Kon–Storey [2003] hipotézise szerint a kevésbé fejlett és gyorsabban növekvő gazdaságokban nagyobb arányban érhető tetten a hitelfelvételi szándék elfojtása, mint fejlett vagy lassabban növekvő gazdaságokban. Ezt empirikus eredmények alapján alátámasztotta Cole–Dietrich [2014], Brown és szerzőtársai [2012], Chakravarty–Xiang [2013]

elemzése. Utóbbi kutatás *Kon–Storey* [2003] gondolatait kiegészítve rámutatott arra, hogy fejlett és fejlődő gazdaságokban eltérő körülmények hatnak jobban az elbizonytalanodásra, mivel más tényezőknek van nagyobb súlya a vállalati döntésekben. Statisztikai vizsgálatuk szerint míg fejlett országokban a vállalat mérete, a bankokkal való kapcsolat és a cég pénzügyi helyzete számít igazán relevánsnak az elbátortalanodásra ható tényezők közül (ezek a pénzügyi beszámolókból viszonylag könnyen ki is olvashatók), addig fejlődő országokban a vállalat kora, exportaránya és versenytársainak száma is befolyást gyakorol, és különösen fontossá válik a cég mérete, miután a pénzügyi adatok átadása körülményesebb a fejlett országokban. Az eredmények részletes értelmezésének hiányában az olvasható ki a megállapításokból, hogy a felzárkózó gazdaságokban a vállalati magabiztosság relatíve alacsonyabb mértéke (minél több a versenytárs, annál óvatosabbak hiteligényükkel a cégek a fejlődő gazdaságokban) és a pénzügyi ismeretek alacsonyabb szintje együttesen a fejlett országokénál nagyobb arányú elbizonytalanodáshoz vezet. A szerzők végkövetkeztetése is ebbe az irányba mutat: kevésbé hatékony önszabályozó mechanizmust jelent a hitelpiacról való önkéntes távolmaradás a felzárkózó gazdaságokban, mint a fejlett országokban. *Brown és szerzőtársai* [2012] is hasonló megállapítást fogalmaz meg: a kelet-európai országokban a kontinens fejlett gazdaságaihoz képest azért magasabb arányú az elbizonytalanodás, mert pesszimistábbak a cégek a hitelbírálat pozitív kimenetelét illetően, amit a szerzők végeredményben a hitelezés alacsonyabb fokú transzparenciájára vezetnek vissza.

A regionális eredetű tényezők kérdése szempontjából színesíti az ismereteket *Moro és szerzőtársai* [2018] munkaerőpiacra koncentráló tanulmánya, valamint *Statnik–Vu* [2019] korrupciót vizsgáló írása. *Moro és szerzőtársai* [2018] 13 euróvezeti tagállamban elemezte a munkaerőpiaci szabályozás hatását. Úgy tapasztalta, hogy azokban a gazdaságokban, ahol liberalizáltabb a munkaerőpiac, alacsonyabb mértékű az elbizonytalanodás a hitel-felvételre aspiráló cégek körében. A szerzők mindezt arra vezették vissza, hogy liberalizált környezetben könnyebben tudnak alkalmazkodni a vállalatok a konjunktúra ingadozásához a munkaerő létszámának módosításával, amit a bankok pozitívan értékelnek, és bátrabban kínálnak kölcsönt a vállalatoknak. Ezt beépítik a cégek is a várakozásaikba, és emiatt körükben kisebb arányú a hitelkereslet elfojtása.

Statnik–Vu [2019] a korrupció szintjét állította a kutatás középpontjába. A szerzőpáros szerint ha egy gazdaságban közepesen magas az egy főre jutó jövedelem, akkor minél magasabb a korrupció szintje, annál jobban elbizonytalanodnak a hitelre szoruló cégek, ugyanis a korrupció ezekben az államokban rombolja a kialakult piaci viszonyokat. Ezzel szemben a közepesen alacsony egy főre jutó GDP esetében a korrupció erősödése lényegében csökkenti az elbátortalanodást, mivel egyfajta intézménypótló szerepet betöltve kijelöli az érvényesülés lehetőségeit a cégek számára.

Vállalatvezetői várakozások és percepciók

A cégek vállalatspecifikus tulajdonságain túl a vállalat irányítóinak a cég helyzetére, illetve a hitelpiaci szereplők viselkedésére vonatkozó várakozásait is vizsgálták az elbátortalanodó hitelkereslet megértését célzó kutatások. Ezekben

a megközelítésekben is visszaköszönnek a korlátozott informáltság, az aszimmetrikus információk alapján hozott döntések.

A vállalat pénzügyi helyzetére, kilátására vonatkozó cégvezetői értékelések lehetnek reálisak és megalapozottak (például *Christensen–Hain* [2014]), ebben az esetben segíthetik a hitelpiac tisztulását (például *Mac an Bhaird és szerzőtársai* [2016]), de tévesnek is bizonyulhatnak, és ezáltal – a vállalati beruházásokat, makroszintű következményeket nézve – káros hatásúnak is tekinthetőek (például *Kinghan és szerzőtársai* [2018]). Több felmérés szerint jobban befolyásolja az elbizonytalanodást az, hogy mit gondol a cégvezetés a vállalatról, mint az, hogy a cég ténylegesen milyen strukturális paraméterekkel rendelkezik. Az empirikus eredmények azt mutatják, hogy a pesszimista cégvezetői gondolkodással jellemezhető vállalatok körében relatíve magas a hitelfelvétellel elbizonytalanodók aránya (*Fraser* [2014], *Mijid* [2015], *Gerlach-Kristen és szerzőtársai* [2013], *Christensen–Hain* [2014]).

Christensen–Hain [2014] a sikeres hitelhez jutás kritériumai közé sorolja azt is, hogy a cégvezetés értékítéletének nemcsak összhangban kell állnia a vállalat reális teljesítőképességével, hanem megfelelően is kell azt képviselni a hiteligénylés során a kérelmet elbíráló személy számára, és végül tisztában kell lenni a kérelem elbírálásának folyamatával is. Ha bármely elem hiányzik, akkor az információáramlás a hitelpiacon nem működik hatékonyan, ami egy későbbi alkalommal akár a hiteligény elfojtásához is vezethet.

A bankok várható viselkedésével kapcsolatos percepciók, feltételezések ugyancsak szerepet játszanak az elbizonytalanodásban.¹⁶ Ezek eredhetnek saját tapasztalatból (például *Xiang és szerzőtársai* [2014], *Fraser* [2014]), mások elmondásaiból (*Naegels és szerzőtársai* [2020]), szakmai szervezetek jelzéseiből, médiában megjelent hírekből (például *Gerlach-Kristen és szerzőtársai* [2013])¹⁷ vagy abból a feltételezésből, hogy a bankok előítéletes módon közelítenek a vállalatokhoz (például *Brown és szerzőtársai* [2012]). *Mol-Gómez-Vázquez és szerzőtársai* [2018a] felmérése szerint minél inkább visszafogottak a cégek várakozásai a pénzintézetek hitelkínálati szándékával kapcsolatban, annál gyakoribb a hitelkereslet önkéntes elfojtása – ami azt jelenti, hogy minél inkább tisztában vannak a vállalatok a kölcsönök nyújtásának adagolásával, azaz a hitelkínálat torzulásával, annál inkább torzul a hitelkereslet is. *Mijid* [2015] szerint ha a bankok homályos indoklást fűznek a hitelkérelmek elutasításához, akkor különösen a női vezetésű cégek körében csökken a következő alkalommal a hitelfelvételi kedv, és növekszik az elbizonytalanodás, mivel sok visszautasított nő véli azt, hogy diszkrimináció áldozata volt.

¹⁶ *Fraser* [2014] direkt és indirekt gyökerű percepciót különböztet meg: indirektnek nevezi azt, amikor a vállalatvezető a sejtéseire alapozva hagy fel a kérelem benyújtásával, míg direktnek azt, amikor informális puhatolózások során próbálja megismerni a pénzintézetek várható döntését, és a bankok vonakodását tapasztalva (azaz saját sejtésein túllépve, tájékozódást követően) szűri le azt, hogy nem érdemes hitelt igényelni, mert nem jut forráshoz. A kutatás szerint a két csoport aránya az elbizonytalanodott cégeken belül az Egyesült Királyságban 2:1. Azt azonban a szerző is elismeri, hogy vannak olyan (nem életképes) cégek, amelyek racionális okokból fordulnak vissza a hiteligényléstől, mert banki eszközökkel nem lehet őket támogatni.

¹⁷ *Gerlach-Kristen és szerzőtársai* [2013] megállapítása szerint a külső információk, különösen a médián keresztül szerzett benyomások, az iparágat összefogó szervezetek és a versenytársak tapasztalatai képesek felerősíteni a negatív percepciókat.

A hiteligény önkéntes visszafogásának makroszintű hatásai

Az elbizonytalanodás gyökerei mellett a szakirodalomban a megvalósulatlan hitelügyletek makrogazdasági következményeinek boncolgatása is egyre nagyobb figyelmet kap. A kutatásoknak a 2008-ban kitört gazdasági világválság adott új impulzust. A témával kapcsolatos elemzések megközelítésüket tekintve meglehetősen vegyesek, és kevésbé alkotnak egységes irodalmat, mint az elbátortalanodás okait vizsgáló munkák. A makrogazdasági következményekkel foglalkozó írások esetében két központi kérdéskört lehet kiemelni: a vizsgálatok kiterjednek egyrészt az elbizonytalanodásnak az innovációra, a gazdasági növekedésre gyakorolt hatásaira, másrészt a hitelkereslet visszafogásának gazdaságpolitikai következményeire.

Ahogy korábban szó esett róla, a cégek korának szerepét taglaló empirikus munkák jelentős része arra a megállapításra jutott, hogy a hitelfelvételt megelőző elbátortalanodás a fiatalabb vállalatok körében nagyobb arányú, mint az idősebbek körében. Erre támaszkodott az innovatív fiatal vállalkozások vizsgálata. *Brown–Lee* [2017] összegzése szerint a *startup* cégek körében különösen gyakori a hitelkérelem benyújtása előtt a visszafordulás, mivel jellemzően nincs hiteltörténetük, nincs vagy alig van biztosítékként felajánlható eszközük, azaz nehezen átláthatók a bankok számára, ami a kellenél óvatosabbá, sőt pesszimistává teszi ezeket a vállalkozásokat. Mindez figyelmeztetésük szerint azért okoz makroszintű problémát, mert ezek a vállalatok a vállalati szektor megújulása, az innovációs képességek szempontjából kiemelten fontosak. *Cieply–Dejardin* [2010] és *Cole–Dietrich* [2014] megállapítása összecseng ezzel a véleménnyel: megítélésük szerint az önkéntes távolmaradás egy gazdaságban az innovációt és a hosszú távú növekedési potenciált ássa alá.¹⁸

Több kutatás arra keresett választ, hogy mekkora reálgazdasági ára van a vállalatok hitelpiacoktól való önkéntes távolmaradásának (*EBRD–EIB–World Bank* [2016], *Betz–Ravasan* [2016], *Ferrando–Mulier* [2015]). *Ferrando–Mulier* [2015] euróövezetre vonatkozó számítása szerint az elbátortalanodott vállalatoknak elmaradt forrásbevonásaik miatt – az önkéntes hitelkorlátozást követő két évben a végül kölcsönt igénylő cégekhez képest – 4,7 százalékponttal lassabban bővültek a beruházásaik és 2,7 százalékponttal a foglalkoztatottaik száma. Ráadásul a forráskereslet visszafogása a banki kapcsolatok más területein is érezteti hatását: *Betz–Ravasan* [2016] szerint a hitelintézetekre egyre kevésbé opcionális forrásként tekintő vállalatok körében az egyéb banki szolgáltatások igénybevétele is kisebb mértékű lesz, így például a készpénzhasználat visszaszorulása sem lesz körükben erős, amit a szerzőpáros a mediterrán térségben tudott empirikusan megerősíteni. Az *EBRD–EIB–World Bank* [2016] elemzése is arra hívja fel a figyelmet, hogy mivel a hitelfelvételtől visszariadó cégeknek választási lehetőségeik közül lényegében kiesik a banki finanszírozás, így ezek a vállalatok egy idő után gyakorlatilag még akkor is leválnak a hitelintézeti csatornákról, ha a szűkülő forráslehetőségek miatt az optimálisnál lassabb lesz a növekedésük. A negatív

¹⁸ A női vezetésű cégek körében tapasztalt, relatíve nagyarányú elbizonytalanodás miatt hasonló javaslatokat tesz *Mijid* [2015] is: a női irányítású kisebb vállalatok felkarolása nélkül a vállalati szektor megújulása és a gazdasági növekedés üteme is elmarad a potenciálistól.

tapasztalatok, sikertelen kérelmek nemcsak a hitelpiacon váltanak ki elbizonytalanodást, hanem szélesebb körben is hatnak a vállalatok forrásbevonási terveire: *Xiang és szerzőtársai* [2014] ausztrál adatokkal végzett kutatása arra mutat rá, hogy a kudarcélmény miatt a rossz tapasztalatokat szerző vállalatok tőke iránti keresletüket is viszszafojtják – igaz, a hatás kisebb, mint a hitelkereslet esetében.

Több írás is felhívja a figyelmet arra, hogy mivel a gazdaságot leíró és a gazdaságpolitikai döntésekhez felhasznált ökonometria függvényekben nem szerepelnek a hitelkeresletüket önkéntesen visszafojtó cégek, a gazdaságpolitika hatékonyságát is rontja a jelenség. *Popov* [2013] felvetése szerint amennyiben beépítik a monetáris politika működését leíró modellekbe az elbátortalanodott vállalatokat is, úgy a pénzintézetek hitelkínálata rugalmasabban reagál a jegybank lépéseire, azaz eredményesebben működik a monetáris politika. *Kinghan és szerzőtársai* [2018] vietnami kutatása is hasonló következtetésre jut: mivel az elbátortalanodó vállalatok (szemben az elutasított kérelmezőkkel) nincsenek a bankok látóterében, és nem állnak intenzív kapcsolatban a pénzintézetekkel, ezért a hitelgarancia-termékek népszerűsítése sem lehet kellő hatékonyságú, ugyanis az valamilyen ügyfélkapcsolat meglétét feltételezi.

Gazdaságpolitikai következmények

A jelenség kezelésében a gazdaságpolitika feladatait, illetve lehetőségeit a szakirodalom meglehetősen eltérően ítéli meg. A kérdéskör kapcsán különböző szempontokat, megközelítéseket mutatunk be, viszont tanulmányunknak nem célja az állásfoglalás.

A hitelkeresleti oldal szereplőinek elbizonytalanodása kapcsán az első kérdés az, hogy van-e teendője a gazdaságpolitikának. Az ezzel foglalkozó szakirodalom véleménye két csoportba sorolható. Az egyik oldal hívei arra a gondolati ívre építik fel az érveiket, hogy a távolmaradás lényegében a hatékony piaci működés jele, mivel a bankok által kockázatosnak tekintett vállalatok között relatíve magas az önszántukból a hitelpiactól távol maradók aránya, megkímélve a pénzintézeteket a végül felesleges munkától, ugyanis sok cég úgysem jut el a hitelfolyósításig. Az idetartozó írások következtetése ebből adódóan az, hogy hibás az a gazdaságpolitikai cél, hogy segíteni kell ezeknek a vállalatoknak a forráshoz jutását, ugyanis ezek a hitelpiacnak nem áldozatai, hanem racionálisan gondolkodó vállalatok, amelyek tudják, mikor érdemes és mikor nem célszerű kölcsönigénnyel próbálkozni. Ennek felvetése megtalálható például *Han és szerzőtársai* [2009] amerikai tapasztalatokra épülő, *Ferrando-Mulier* [2015], valamint *Canton és szerzőtársai* [2013] euróövezeti adatokra támaszkodó elemzésében, *Fraser* [2014] brit, *Christensen-Hain* [2014] dániai kutatásában, valamint *Gama és szerzőtársai* [2017] felzárkózó gazdaságokra koncentrált írásában is vannak erre vonatkozó jelzések. A részletekre korábban már kitértünk a vállalatok pénzügyi helyzetét vizsgáló részben.

Ezzel ellentétesen ítéli meg a helyzetet a szakirodalom egy másik jelentős része. *Popov* [2013], *Chakravarty-Xiang* [2013] szerint a felzárkózó gazdaságokban még kialakulóban vannak a vállalatok és a bankok közötti kapcsolatok, nincsenek kellően kikristályosodva a vállalkozások számára a hitelbírálat alapját jelentő elvek, kritériumok, ami

megmagyarázhatja, hogy miért relatíve magas az egyébként potenciálisan hitelképes cégek körében az elbátortalanodás aránya. Ez a megállapítás érvként merülhet fel a felzárkózó gazdaságokban az aktívabb gazdaságpolitikai beavatkozás mellett, amely konkrétan az aszimmetrikus informáltság csökkentésére, a piaci tökéletlenségek mérséklésére irányuló törekvések megalapozottságát erősíti. Mindamellet a fejlett országokban is lehet természetesen aszimmetrikus informáltságról beszélni, azaz az állami közbeavatkozás létjogosultsága nemcsak a feltörekvő gazdaságokra vonatkozik.

Egy harmadik, köztes helyzetű, sztochasztikus megközelítésnek tekinthető irányra is érdemes kitérni (például *Chandler* [2010], *Freel és szerzőtársai* [2010]). Eszerint egy gazdaságban működnek olyan elbizonytalanodó vállalatok, amelyek helyesen mérik fel, hogy gyenge lábakon álló kérelmük negatív elbírálás alá esik, és vannak olyanok is, amelyek túlbecsülik a várható elutasítást – a két csoport vállalatait *Freel és szerzőtársai* [2010] találóan arányosan, illetve aránytalan mértékben elbizonytalanodó cégeknek nevezi. Összességében a sztochasztikus szemléletű írások sem zárják ki a jelenség kezelésében az állami szerepvállalást.

A gazdaságpolitikai beavatkozás szintjének kérdése jelenti a következő olyan kérdéskört, amivel szintén számos elemzés foglalkozik. A kezelési módot szélesebben vizsgálva beszélhetünk kínálati, valamint keresleti oldalra koncentráló, illetve állami, szabályozói oldalt érintő ajánlásokról.

Kínálat

A javaslatok egyik csoportja a hitelkínálati oldalon lát mozgásteret a vállalatok mérséklődő forrásbevonási kedvének megváltoztatására. Idetartoznak azok az írások, amelyek a bürokratikus akadályok enyhítését javasolják, mivel az csökkenti a hitelre aspirálók oldalán felmerülő, belépési korlátot jelentő tranzakciós költségeket. *Fraser* [2014] kiemeli azonban azt is, hogy ez önmagában kevés: az ügymenet egyszerűsítéséről szóló információkat ezt követően el is kell juttatni a potenciális ügyfelekhez. Az adminisztrációscsökkentés eszköze lehet a verseny élénkítése, ahogy *Brown–Lee* [2017] felveti, vagy a digitalizáció, ahogy például *Wernli–Dietrich* [2018] megállapítja, mivel könnyebben, egyszerűbben és gyorsabban kaphatnak a vállalatok indikatív hitelajánlatokat, ami mérsékli a felek közti információs aszimmetriát, csökkenti a vállalkozásokra jutó tranzakciós költségeket, s ehhez azt is hozzátehetjük, hogy élénkíti az ügyfelekért folytatott banki versenyt is. A pénzügyi intézetek szerepe azonban nemcsak a hitelpiacra redukálódik: *Fraser* [2014] szerint szintén fontos, hogy a hitel-szűrőn valamiért fennakadó vállalatok alternatív finanszírozási csatornák irányába való terelésében a bankok tehetik meg az első lépést.

Kereslet

A keresletoldali javaslatok az információs aszimmetria oldására irányulnak, ami illeszkedik *Kon–Storey* [2003] megállapításához.

A vállalatok pénzügyi kultúrájának fejlesztése segíti mind a cégek saját pénzügyi helyzetének reális megítélését az igénylést megelőzően, mind a hiteligénylési folyamat gördülékenyebb lebonyolítását, így a pontosabb ismeretek nagyobb biztonságot adva mérséklék a kereslet korlátozását. Mivel az elbátortalanodó vállalatok a hitel mellett a többi alternatív forrástól is elrettenhetnek (*Siedschlag és szerzőtársai* [2014]), ezért még inkább felértékelődik a vállalatok pénzügyi ismereteinek sokoldalú fejlesztése. Ez természetesen történhet a vállalatvezetők önképzése révén, de felmerülhet az állami szerepvállalás kérdése is.

A hitelbírálat gyorsítását fokozhatja más oldalról, ha rendelkezésre áll független pénzügyi jelentés a cégekről, ami külső auditorok bevonásával oldható meg, és ebben a cégvezetők proaktivitásának van jelentősége (*Cole–Dietrich* [2014]).

Végül szintén a kereslet oldalán való beavatkozásnak tekinthető a hitelfelvétellel kapcsolatos negatív percepciók oldása (például *Naegels és szerzőtársai* [2020]), ami alapvetően arra irányul, hogy hiteligénnyel kapcsolatos, pozitív kimenetelű példákön keresztül ösztönözze a vállalatvezetőket – ellensúlyozva a vállalatokhoz általában könnyebben eljutó, demoralizáló hatású információkat mások hitelezéssel kapcsolatos kudarcélményeiről.

Kereslet-kínálat

A két oldal együttes ösztönzésének is van irodalma. Ezek az empirikus kutatásra épülő írások a vállalatvezetők és a banki ügyintézők közötti bizalom erősítésében látnak mozgásteret.

Az érintett felek között a rendszeres monitoring alkalmazása – ahogy például *Tang és szerzőtársai* [2016] rámutat – lehet ennek egyik formája. Az intenzív kapcsolatnak hatása kettős: egyrészt bár többletterhet ró a vállalatvezetőkre, egy másik csatornán keresztül viszont egyúttal csökkenti az elbizonytalanodást, mivel a közös munka révén a felek egymáshoz csiszolódnak, és jobban megismerik egymást, ami mérsékeli a jövőbeli hiteligeny önkéntes elfojtását.

Chandler [2010] megállapítása kissé óvatosabb, és a felek kölcsönös együttműködésének piactisztító, aszimmetrikus információkat csökkentő hatását emeli ki: a két oldal kooperációja révén az elbizonytalanodó cégek közül az életképesek bátorságot meríthetnek a hitelkérelem beadásához, míg a nem életképesek – megismerve saját korlátaikat – továbbra is távol maradnak a hitelpiactól, azaz a piactisztító folyamatok irányába mozdulhat a működés.

Állam

Külön csoportba soroltuk az állami beavatkozás lehetőségeit boncolgató írásokat. Ezek a munkák sokrétűek, és összességében arra mutatnak rá, hogy több területen is felmerülhet az állami szerepvállalás kérdése. Elmondható, hogy a javaslatok nem szorgalmaznak ároldali fellépést (például kedvezményes kamatokkal kínált hiteleket),

mivel az elemzések abból indulnak ki, hogy ezeknek a cégeknek maga a hitelhez jutás ténye és nem annak a költsége az igazán fontos.¹⁹

Az üzleti tevékenységet támogató makrogazdasági környezet biztosítása az egyik olyan terület, amelyre az államnak van ráhatása. *Fraser* [2014] – de idesorolható *Kinghan és szerzőtársai* [2018] vagy *ECB* [2018] is – arra mutat rá, hogy a válság utáni időszakban a befektetői hangulat konszolidálódása, a bizonytalanság csökkenése bátorítóan hatott a hitelfelvételi folyamatokra mind keresleti, mind kínálati oldalon. A gondolatot tovább folytatva hozzátehetjük, hogy az államnak a természetes helyreállítási periódus (*Jánossy* [1966]) után is van felelőssége és lehetősége az üzleti környezet stabilizálásában, valamint további javításában, így az üzleti bizalom fenntartása terén lényegében konjunktúrától független az állam feladata.

A gazdasági klíma javulása csökkenti az aszimmetrikus információkat a felek között, azonban ez tovább támogatható azáltal, ha az állam közvetlenebbül is részt vesz a hitelpiaci kereslet és kínálat összehangolásában. *Freel és szerzőtársai* [2010] szerint ilyen forma az, amikor az állam egyfajta információs brókerként vagy garantörként belép a felek közé közvetítőként.²⁰ Ennek egy másik, gyakorlatiasabb példája lehet az, amikor az állam garanciaszervezetek támogatásával és tevékenységük ösztönzésével enyhíti a biztosítékvállalás jelentette korlátot a vállalatok számára (lásd például *Wernli–Dietrich* [2018], *Balog* [2018]), ugyanis a fedezet a fő akadályok között szerepel a hitelkeresletüket elfojtó cégek körében, és a bankok önmaguk nem tudják megfelelően kezelni a biztosítékhiányos vállalatok hitel igényét.

A harmadik mozgási terület az állam számára a szabályozói oldalon található. Volt szó róla, hogy a hitelebírlás egyszerűsítése lendíthet a helyzeten, azonban ebben katalizátorfunkciót is betölthet az állam: a hitelígyénlyessel kapcsolatos formanyomtatványok egységesítésére vagy közelítésére a pénzügyi hatóságoknak van ugyanis lehetőségük (*Siedschlag és szerzőtársai* [2014]), és a hitelebírláshoz szükséges adatok korlátozására is van ráhatásuk (*Tang és szerzőtársai* [2016]). Természetesen ez utóbbi egy bizonyos ponton túl azonban kontraproduktívvá válhat, mivel a szolgáltatási adatkör szűkítésével és ezáltal az ügyfélkockázat emelkedésével mérséklődhet a bankok általános hitelnyújtási szándéka, ami egyrészt makrogazdasági szinten csökkenti a hitelhez jutó cégek számát, másrészt a kínálat szigorodása nyomán új impulzust kaphat az elbizonytalanodás. A gazdaságpolitika szélesebb területeit érintő lépések is javíthatják a hitelfelvételi kedvet: *Moro és szerzőtársai* [2018] ugyanis attól várnak nagyobb lendületet az elbizonytalanodás visszaszorításában, ha az állam előrelép a munkaerőpiaci szabályozás liberalizálásában, mivel ezzel segítik a cégek gyorsabb alkalmazkodását a gazdasági ciklusokhoz, és a vállalatok versenyképességének javulásával csökken a hitelfelvételt megelőző óvatosság.

¹⁹ Erre az ezredforduló előtt már *Diagne* [1999] is felhívta a figyelmet a lakossági hitelpiac elidegenedett szegmensének vizsgálatával.

²⁰ Például bizonyos képzések elvégzése esetén igazolást állít ki a vállalatvezetők bizonyos jártasságáról, ami csökkentheti a bankok számára az óvatosságot a hitelezés során, egyben a vállalatvezetők is bátrabban keresik a hitelígyénnyel a pénzintézeteket, mivel az adott állami igazolás birtokában nagyobb eséllyel kaphatnak hitelt.

Magyarországi kutatások

Popov [2013] két olyan körülményre hívja fel a figyelmet, amely különösen aktuálissá teszi az elbátortalanodott hitelre szoruló vállalatok magyarországi kutatását. Egyrészt elemzése alapján a monetáris politika és a hiteligénylők elbátortalanodása között kapcsolat van: szigorúbb kamatkörnyezetben még pesszimistábbak a hitelre aspiráló vállalatok. Az ezredforduló utáni időszakban és a legutóbbi világválságot követő években különösen jellemző volt Magyarországra a magas jegybanki alapkamat. Másrészt a tranzíciós országokban a nyugat-európai gazdaságokkal összevetve szükségszerűen rövidebb múltra tekint vissza a pénzintézetek és vállalatok közti kapcsolatrendszer, kisebb a vállalatok reputációja, magasabb az aszimmetrikus informáltság mértéke, és bizalmatlanabbak egymással a hitelpiac két oldalán álló felek (*Balla* [2006]). Hazai tapasztalatok szerint is a kis- és középvállalatok nagyobb információs aszimmetriában vannak a pénzintézetekkel szemben a nagyvállalatokhoz képest, alkuerejük is kisebb, a válság előtti években emiatt 100–500 bázisponttal magasabb hitelkamatszinttel szembesültek (*Csubák* [2008]).

Magyarország esetében is egyre több kutatás foglalkozik a hitelpiacról önként távol maradó forrásra szoruló cégekkel, igaz csupán néhány tanulmány említhető, amely jobban kapcsolódik a témához. *Sóvágó* [2011] írásában 2/3:1/3 arányra becsülte a 2010 végére visszaesett vállalati hitelállományban szerepet játszó kínálati, illetve keresleti oldali tényezők súlyát, ami már arra hívta fel a figyelmet, hogy a bankok óvatosabbá váló üzletpolitikája (magasabb hitelkamatok, szigorúbb biztosítékkövetelmények) mellett maguk a vállalkozások is szerepet játszottak a hitelezési piac szűkülésében. Ugyanakkor az elemzés logikája és a vizsgálatba bevont tényezők alapján ez a munka sem vette figyelembe azt, hogy a tényleges kereslet nagyobb annál, mint ami a piacon megjelenik, és amit a pénzintézetek észlelnek vagy várnak, mivel sok vállalat elfojtja a keresletét, és nem keresi a pénzintézetek hiteltermékeit.

A Magyar Fejlesztési Bank ezt felismerve egyre nagyobb teret szentelt a témának, amihez az MFB-INDIKÁTOR vállalati kérdőíves felmérések során gyűjtött válaszok adtak elsődleges adatokat. A 2017. őszi adatfelvétel és az azt kiegészítő, pontosító 2018. tavaszi felvétel alapján a válaszadók mintegy tizede azért nem kereste hiteligényével a pénzintézeteket a felmérést megelőző egy évben, mert visszautasításra számított (*MFB* [2018]).²¹ A jelenség kifejezetten erősnek mondható a legkisebb cégek körében, és a vállalatméret növekedésével egyre visszafogottabb ez az attitűd. Mivel szektor szerint a szolgáltatászektorban a legerősebb ez a fajta vállalati viselkedés (ami összecseng az elbizonytalanodást növelő vállalatspecifikus tulajdonságok tárgyalásánál bemutatott irodalom eredményeivel), ezért a méret és szektor szerinti eredmények arra engednek következtetni, hogy a biztosítékvállalási képesség szerepet kap ebben a fajta hozzáállásban (ugyanis a szolgáltató cégek, illetve a legkisebb vállalatok jellemzően hátrányban vannak ilyen tekintetben a többi szereplővel szemben).

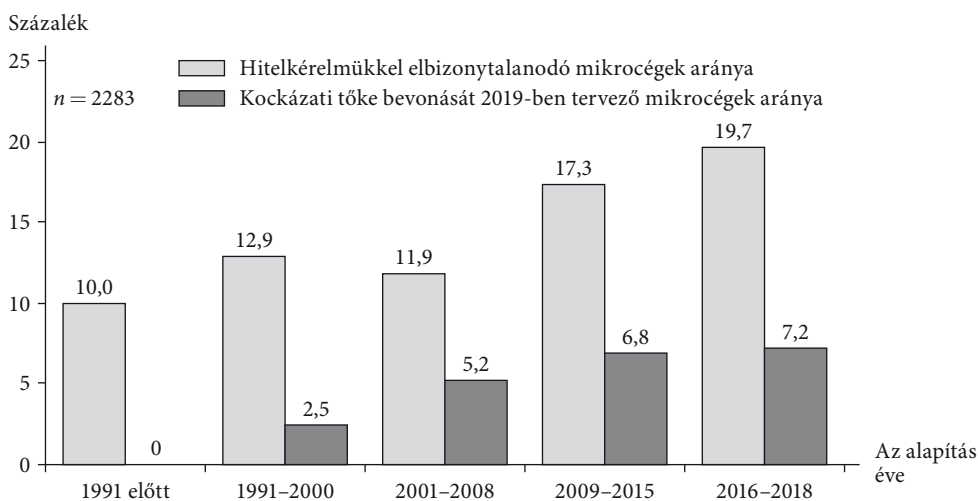
²¹ Az *MFB* [2018] – az elbizonytalanodott hazai vállalatok 2017. őszi arányának – értékei valamivel nagyobbak, mint az európai *SAFE*-felmérésben mért értékek (2016. őszi 8,2 százalék, egy évvel később 4,0 százalék – *EC* [2016], [2017a]), az *MFB* kutatása ugyanakkor külön vizsgálja a piaci és a kedvezményes hitelek is, továbbá nem 6, hanem 12 hónapra visszatekintve vizsgálja a vállalatok döntését.

A válaszok alapján a már elbizonytalanodott vállalatok a felmérést követő 12 hónapban is viszonylag óvatosság a forrásbevonási tervekkel, ami azt sejteti, hogy a pesszista vállalatok óvatossága, illetve félelme nehezen oldódik Magyarországon. A felmérés szerint a nemzetközi empirikus eredményekkel egybevetően különösen akut jelenségről van szó a fiatal, néhány éves vállalatok esetében: az MFB 2016. őszi adatfelvétele szerint az induló hazai vállalatok harmada azért nem igényelt hitelt a felmérést megelőző egy évben, mert tartott a visszautasítástól (Mádi–Szabó [2017]).

A 2018. őszi felmérés azt is vizsgálta, hogy a kockázati tőke képes-e helyettesíteni a fiatal cégek forrásai között a hitelt (MFB [2019]). A cégméret torzító hatását kiszűrve, mikrovállalkozásokra szűkítve az elemzést, a fiatalabb mikrocégek felé haladva egyrészt a hitelkérelmükkel elbátortalanodó cégek aránya emelkedő trendet mutat (ami egybecseng a korábban tárgyalt nemzetközi kutatási eredményekkel), másrészt ugyancsak nő a kockázati tőke iránt érdeklődő cégek aránya (akárcsak Írországbán – Lawless és szerzőtársai [2014]). Az eredmények azt sugallják, hogy minél fiatalabbak a cégek, annál inkább a hiteltől a tőke felé fordulnak, azaz számukra e két különböző finanszírozási forrás egymás alternatíváit jelenti (4. ábra).

4. ábra

Hitelkérelmükkel elbizonytalanodó, illetve kockázati tőke-bevonását tervező mikrocégek aránya



Forrás: MFB [2019] alapján saját szerkesztés.

Ezt azonban egy másik összevetés árnyalja. A hitelkérelmüket önkéntesen korlátozó vállalatokra koncentrálva a figyelmet, a felmérés szerint az elbizonytalanodó mikrocégek csoportjában a legfiatalabb (2016–2018 között alapított) vállalkozások körében szignifikánsan nem nagyobb a kockázati tőke bevonását tervező cégek aránya, mint az idősebb vállalatok esetében, ami azt jelenti, hogy az elbizonytalanodó cégekben belül a fiatalabb cégek szempontjából a tőke nem jelent nagyobb prioritást, mint az idősebbek számára. A két eredmény együttesen úgy interpretálható, hogy a néhány éves hazai vállalkozásokon belül két alcsoport is elkülöníthető, és míg

egyesek inkább elbizonytalanodnak a hitelkérelem beadásával, addig mások inkább nyitottabbak a kockázati tőkével szemben, miközben az átfedés a két csoport között szignifikánsan nem nagyobb, mint az idősebb cégek esetében.

Összegzés

A hiteligényüket önkéntesen korlátozó vállalatok vizsgálatának első nagyobb hulláma alapvetően az angolszász és a nyugat-európai országokra koncentrált az ezredforduló környékén, mivel ott álltak leginkább rendelkezésre széles körű, több esetben is idősoros adatok a vállalatokról. A kutatások regionális kiszélesedése ezt követően indult meg. Ahogyan azonban az *OECD* [2016] elemzése is felhívja rá a figyelmet, az eredmények nemzetközi összehasonlítását nehezíti, hogy viszonylag kevés az azonos típusú és módszertannal gyűjtött adatsor.²² Az elmúlt években egyre több tanulmány nyal bővült a szakirodalom, azonban összességében mégis relatíve kevés az akadémiai mélységű elemzés (lásd például *Drakos–Tsekrekos* [2015]).

Az eddigi kutatások viszonylag szűk területre vonatkoztak, és jellemzően arra irányultak, hogy milyen az elbizonytalanodott kérelmezők profilja. Ennek az egyik oka, hogy – mint arra *Wernli–Dietrich* [2018] felhívja a figyelmet – a legtöbb empirikus munka egyrészt az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed, az Európai Központi Bank és a Világbank adatbázisait használja fel,²³ azaz eleve determinálva van a vizsgálatok mozgásteret. Másrészt a kérdőívek, amelyek alapján a tanulmányok feltérképezték az elbizonytalanodást, jellemzően nem tartalmaztak olyan kérdéseket, amelyek a banki hitelbírálat során klasszikusan felmerülnek (például bevételek múltbéli és jövőben várható alakulása, foglalkoztatottak számának változása, exportarány).

Az elbizonytalanodásra ható tényezőket tekintve több megállapításban is konszenzus kezd kialakulni (például a vállalatok kora, mérete, ágazati besorolása), míg néhány kérdéskörben (például a bankrendszer koncentrációjának jelentősége) szélsőségesebbek az álláspontok. Grafikus megközelítést alkalmazva, mi is foglalkoztunk a pénzügyi szereplők számának elbizonytalanodásra gyakorolt szerepével. Megállapításunk szerint a pénzintézetek által a kamatokba beépített monopol-kamatfelár és az információs kamatfelár együttesen szabja meg a hitelkamatok szintjét és ezáltal a hitelre szoruló cégek körében az elbátortalanodás mértékét. A hitelkeresletet önkéntesen visszafogó cégek jelentette piac méretére vonatkozó különböző becslésekben nagy változékonyság figyelhető meg, ráadásul az elemzések

²² Az európai összehasonlítást segíti, ahogy az *OECD* [2016] is elismeri, hogy az Európai Központi Bank 2009 óta gyűjt idevonatkozó adatokat vállalati felmérései során, amelyekben az elmúlt hat hónapban folytatott hiteligénylésre kérdez rá az intézmény. Az eredmények megbízhatóságát azonban valamelyest megkérdőjelezi – és az ilyen jellegű kutatás gyenge pontja –, hogy például Magyarország esetében csupán nagyjából 200 vállalat szerepel a felmérésben.

²³ A Fed esetén a Survey of Small Business Finances (SSBF), a Világbank kapcsán a World Bank Enterprise Surveys (WBES) képezi az említett adatsorokat. Ezekhez az utóbbi években kezd felzárkózni az EBRD Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS) elemzése, valamint az Európai Központi Bank és az Európai Bizottság Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) felmérése.

időpontja markánsan befolyásolja az eredményeket, mivel a gazdasági válságok növelik az érintett vállalatok számát.

A tanulmányban az információs aszimmetria, a gazdasági fejlettség, valamint a *startup* cégek irányából közelítettünk az elbizonytalanodó hitelkereslethez, a három dimenzió olykor egymással is összefüggött. A választott szempontok a jelenség hazai vizsgálatához is megfelelő alapot adnak, illetve rávilágítanak a téma fontosságára. Az 1989 után indult kapitalista felzárkózási folyamat, a huzamosabb ideig relatíve szigorú monetáris politika, valamint a 2008-as válságban való érintettség következtében is Magyarország azon gazdaságok közé tartozik, ahol az információs aszimmetria relatíve nagyfokú a hitelpiacon, és gyakori az elbizonytalanodás a banki kölcsönre szoruló vállalatok körében, amire az erre vonatkozó eddigi kutatások is többé-kevésbé rámutattak. Az innovációval kapcsolatos nemzetközi eredmények is felhívják a figyelmet az elbátortalanodó hiteligénylők kiemelt jelentőségére Magyarországon: új, innovatív ötletek megvalósítását kitűző cégek közül a konzervatívabb vállalatok számára a hitelpiac jelenti a megcélzott forrásbevonás elsődleges terepét (aminek kiszolgálása a bankszektor alkalmazkodóképességétől függ), és csupán a forradalmi újításokban gondolkodó cégek számára merül fel potenciális alternatívaként a kockázatitőke-piac.

Ez az összefoglaló tanulmány a vállalatokra koncentrál, azonban a jelenség nemcsak ezt a szegmenst érinti. Az elbizonytalanodó szereplők hitelpiacra való visszacsábítására egyre több, különböző beavatkozási lehetőséget felvillantó felvetés fogalmazódott meg, amelyek segíthetnek visszaszorítani a hitelkereslet önkéntes elfojtását. A jövőben várhatóan az egyes intézkedések hatékonyságával foglalkozó elemzések jelentik a kutatások egyik következő állomását. Hozzátehetjük azonban, hogy az erőforrások szűkössége miatt és az optimális forrásallokációra való törekvés szempontjából a felmerülő javaslatok közül azoktól várható érdemi eredmény, amelyek (döntően) az életképes vállalatok hitelpiaci aktivitásának adnak impulzust, ugyanis jövedelemtermelő képességük csak ezeknek a cégeknek erős, így a jelenleg a hitelpiacon kívül rekedt cégek közül ezek a vállalatok képesek egy későbbi hitelfelvételt követően talpon maradni, és tudnak megfelelő lendületet adni a gazdasági növekedésnek. Ezzel szemben az életképtelen vállalkozások hitelfelvételi kedvét fokozó intézkedések nem tekinthetők sikeresnek, mivel egyrészt csökkentik a hitelezési csatornák áteresztőképességét (a megnövekedett kereslet következtében kevesebb életképes cég jut, ráadásul lassabban, forráshoz), másrészt az életképtelen vállalkozások egy része a banki szűrőn vélhetően így is átjutna (azaz hitelt kapna), azonban rosszabb kilátásaik miatt nagy eséllyel jutnának csődbe, harmadrészt pedig mérséklék az életképes vállalatok körében a hitelhez jutással kapcsolatos optimizmust, így mindent összevetve: a rossz forrásallokáció fékezne a gazdasági növekedést.

Hivatkozások

AMRHAR, A.–OUBDI, L. [2019]: Company self-rationing: The case of the Souss-Massa region. *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 9. No. 6. 155–179. o. http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%209_6_9.pdf.

- ARROW, K. J. [1973]: The Theory of Discrimination. Megjelent: *Ashenfelter, O.–Rees, A.* (szerk.): *Discrimination in Labor Markets*. Princeton University Press, Princeton, 3–34. o.
- BALLA ANDREA [2006]: Tőkeszerkezeti döntések – empirikus elemzés a magyar feldolgozóipari vállalatokról 1992–2001 között. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 7–8. sz. 681–700. o. <http://epa.niif.hu/00000/00017/00128/pdf/07mhballa.pdf>.
- BALOG ÁDÁM [2018]: A KKV-szegmens hitelezési folyamatainak elemzése a hitelgaranciák tükrében, az Európai Unióban. *Hitelintézeti Szemle*, 17. évf. 1. sz. 62–82. o. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-17-1-t3-balog.pdf>.
- BELLIER, A.–SAYEH, W.–SERVE, S. [2012]: What lies behind credit rationing? A survey of the literature. Thema Working Paper, No. 2012-39, Université de Cergy Pontoise, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2144801>.
- BERGER, A.–COWAN, A.–FRAME, S. [2009]: The Surprising Use of Credit Scoring in Small Business Lending by Community Banks and the Attendant Effects on Credit Availability and Risk. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, 2009/9. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70607/1/595211356.pdf>.
- BETZ, F.–RAVASAN, F. R. [2016]: Collateral Regimes and Missing Job Creation in the MENA Region. EIB Working Papers, 2016/03. http://www.eib.org/attachments/efs/economics_working_paper_2016_03_en.pdf.
- BIGSTEN, A.–COLLIER, P.–DERCON, S.–FAFCHAMPS, M.–GAUTHIER, B.–GUNNING, J. W.–ODURO, A.–OOSTENDORP, R.–PATILLO, C.–SÖDERBOM, M.–TEAL, F.–ZEUFACK, A. [2003]: Credit Constraints in Manufacturing Enterprises in Africa. *Journal of African Economies*, Vol. 12. No. 1. 104–125. o. <https://doi.org/10.1093/jae/12.1.104>.
- BLANCHFLOWER, D. G.–LEVINE, P. B.–ZIMMERMAN, D. J. [2003]: Discrimination in the Small-Business Credit Market. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85. No. 4. 930–943. o. <https://doi.org/10.1162/003465303772815835>.
- BLUMBERG, B. J.–LETTERIE, W. [2008]: Business Starters and Credit Rationing. *Small Business Economics*, Vol. 30. No. 2. 187–200. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-006-9030-1>.
- BODNÁR KATALIN–KOVALSZKY ZSOLT–KREISZNÉ HUDÁK EMESE [2014]: A válságokból történő kilábalás és a hitelezés kapcsolata. *Hitelintézeti Szemle*, 13. évf. 4. sz. 57–85. o. <http://www.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/3-bodnar-et-al-2.pdf>.
- BROWN, M.–ONGENA, S.–POPOV, A.–YESIN, P. [2012]: Who needs credit and who gets credit in Eastern Europe? ECB Working Paper, No. 1421. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1421.pdf>.
- BROWN, R.–LEE, N. [2017]: Reluctant borrowers? Examining the demand and supply of finance for high growth SMEs in the UK. ICAS, Edinburgh, <https://www.icas.com/technical-resources/examining-the-demand-and-supply-of-finance-for-high-growth-smes-in-the-uk>.
- CALVO, G.–IZQUERDO, A.–TALVI, E. [2006]: Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets. *American Economic Review*, Vol. 96. 405–410. o. <https://doi.org/10.1257/000282806777211856>.
- CANTON, E.–GRILO, I.–MONTEAGUDO, J.–VAN DER ZWAN, P. [2013]: Perceived credit constraints in the European Union. *Small Business Economics*, Vol. 41. No. 3. 701–715. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9451-y>.
- CAVALLUZZO, K. S.–CAVALLUZZO, L. C.–WOLKEN, J. D. [2002]: Competition, Small Business Financing, and Discrimination: Evidence from a New Survey. *The Journal of Business*, Vol. 75. No. 4. 641–679. o. <https://doi.org/10.1086/341638>.
- CENTRAL BANK OF IRELAND [2018]: SME Market Report. Augusztus, <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/sme-market-reports/sme-market-report-2018.pdf?sfvrsn=6>.

- CHAKRAVARTY, S.–XIANG, M. [2013]: The international evidence on discouraged small businesses. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 20. No. C. 63–82. o. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2012.09.001>.
- CHALA, A. T.–FORSSBÆCK, J. [2017]: Does Collateral Reduce Loan-Size Credit Rationing? Survey Evidence. *Doktori disszertáció*. 155–220. o. http://portal.research.lu.se/portal/files/33048179/Essays_on_Banking_and_Corporate_Finance.pdf.
- CHANDLER, V. [2010]: An Interpretation of Discouraged Borrowers Based on Relationship Lending. Working Paper, Small Business and Tourism Branch. Public Works and Government Services, Kanada, Ottawa, [https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/vwapj/Interpretation_Borrowers-Emprunteurs_Aug-Aout2010_eng.pdf/\\$FILE/Interpretation_Borrowers-Emprunteurs_Aug-Aout2010_eng.pdf](https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/vwapj/Interpretation_Borrowers-Emprunteurs_Aug-Aout2010_eng.pdf/$FILE/Interpretation_Borrowers-Emprunteurs_Aug-Aout2010_eng.pdf).
- CHRISTENSEN, J. L.–HAIN, D. S. [2014]: Scared away? Discouraged borrowers and capital market information. DRUID Society Conference, 2014. CBS, København, június 16–18. https://conference.druid.dk/acc_papers/ugm9tep44k4djni4u7xo1sksx3tn.pdf.
- CIEPLY, S.–DEJARDIN, M. [2010]: Entrepreneurship Finance in France: The Persistent Role of Banks. Megjelent: *Bonnet, J.–de Lema, D. G. P.–Van Auken, H. E.* (szerk.): *The Entrepreneurial Society: How to fill the Gap between Knowledge and Innovation*. Edward Elgar, Cheltenham, 104–119. o.
- CIVELEK, M.–DURŞUN, I.–RAHMAN, I. [2018]: How perceptions of bank financing constraints differ among characteristics of SMEs: Evidence from Turkey. *Review of Socio-Economic Perspectives*, Vol. 3. No. 1. 13–27. o. <https://doi.org/10.19275/RSEP046>.
- COLE, R.–DIETRICH, A. [2014]: SME Credit Availability Around the World: Evidence from the World Bank's Enterprise Survey. Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2043624>.
- COLE, R.–SOKOLYK, T. [2016]: Who needs credit and who gets credit? Evidence from the surveys of small business finances. *Journal of Financial Stability*, Vol. 24. 40–60. o. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfs.2016.04.002>.
- COWLING, M.–LIU, W.–LEDGER, A. [2012]: Small business financing in the UK before and during the current financial crisis. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, Vol. 30. No. 7. 778–800. o. <https://doi.org/10.1177/0266242611435516>.
- COWLING, M.–LIU, W.–MINNITI, M.–ZHANG, N. [2016]: UK credit and discouragement during GFC. *Small Business Economics*, Vol. 47. No. 4. 1049–1074. o. <https://doi.org/10.1177/0266242611435516>.
- CSUBÁK TIBOR KRISZTIÁN [2008]: A magyar kkv-hitelezés tendenciáinak áttekintése a 2001–2007 közötti időszakban. Megjelent: *Bartók István–Simon Judit* (szerk.): *60 éves a Közgáz Jubileumi Konferencia* kötet. Gazdálkodástudományi Kar – Aula, Budapest, 55–65. o.
- DE MEZA, D.–WEBB, D. C. [1987]: Too Much Investment. A Problem of Asymmetric Information. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102. No. 2. 281–292. o. <https://doi.org/10.2307/1885064>.
- DIAGNE, A. [1999]: Determinants of household access to and participation in formal and informal credit markets in Malawi. IFPRI FCND Discussion Paper, No. 67. <http://ebrary.ifpri.org/utils/getfile/collection/p15738coll2/id/125743/filename/125774.pdf>.
- DRAKOS, K.–TSEKREKOS, A. [2015]: Discouraged Bank Borrowers: A Real Options Perspective. Conference paper, 19th annual Real Options Conference, Athén, 2015. június 17–20. <http://realoptions.org/openconf2015/data/papers/64.pdf>.
- EBRD–EIB–WORLD BANK [2016]: What is holding back the private sector in MENA? Evidence from the MENA enterprise survey. London–Luxembourg–Washington, DC, <https://doi.org/10.1596/24738>.

- EC [2016]: Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Country report. European Commission, adatbázis, <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/24385>.
- EC [2017a]: Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Country data. European Commission, <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/26624>.
- EC [2017b]: Survey on the access to finance of enterprises (SAFE) Analytical Report. European Commission, <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/26641>.
- ECB [2018]: Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area. April to September 2018. European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/stats/accesstofinancesofenterprises/pdf/ecb.safe201811.en.pdf?bf53eb74719f11c22cad859edf60452c>.
- FED [2017]: Small Business Credit Survey. Report on Employer Firms, 2016. április, <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/smallbusiness/2016/SBCS-Report-Employer-Firms-2016.pdf>.
- FED [2018]: Small Business Credit Survey. Report on Employer Firms, 2017. május, <https://www.fedsmallbusiness.org/medialibrary/fedsmallbusiness/files/2018/sbcs-employer-firms-report.pdf>.
- FED [2019]: Small Business Credit Survey. Report on Employer Firms, 2018. <https://www.fedsmallbusiness.org/medialibrary/fedsmallbusiness/files/2019/sbcs-employer-firms-report.pdf>.
- FERRANDO, A.–GRIESSHABER, N. [2011]: Financing obstacles among euro area firms. Who suffers the most? ECB Working Paper, No. 1293. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1293.pdf>.
- FERRANDO, A.–MULIER, K. [2015]: The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area. ECB Working Paper, No. 1842. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1842.en.pdf?619f3288440cf4d1d463ebcd036ddca7>.
- FINEGAN, T. A. [1981]: Discouraged Workers and Economic Fluctuations. *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 35. No. 1. 88–102. o. <https://doi.org/10.2307/2523144>.
- FRASER, S. [2009]: Small Firms in the Credit Crisis: Evidence from the UK Survey of SME Finances. Economic and Social Research Council, RES-177-25-0007. https://warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/research/ei/latest/small_firms_in_the_credit_crisis_v3test.pdf.
- FRASER, S. [2014]: Back to borrowing? Perspectives on the ‘arc of discouragement’. ERC White Paper, No. 8. <https://www.enterpriseresearch.ac.uk/wp-content/uploads/2014/03/White-Paper-8-Discouragement-Stuart-Fraser-Executive-Summary-March-2014.pdf>.
- FREEL, M.–CARTER, S.–TAGG, S.–MASON, C. [2010]: The latent demand for bank debt: characterizing “discouraged borrowers”. *Small Business Economics*, Vol. 38. No. 4. 399–418. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9283-6>.
- GAMA, A. P. M.–DUARTE, F. D.–ESPERANCA, J. P. [2017]: Why discouraged borrowers exist? An empirical (re)examination from less developed countries. *Emerging Markets Review*, Vol. 33. 19–41. o. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.003>.
- GERLACH-KRISTEN, P.–O’CONNELL, B.–O’TOOLE, C. [2013]: SME Credit Constraints and Macroeconomic Effects. ESRA Working Paper, No. 467. <https://www.esri.ie/pubs/WP467.pdf>.
- HAN, L.–FRASER, S.–STOREY, D. J. [2009]: Are good or bad borrowers discouraged from applying for loans? Evidence from US small business credit markets. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33. No. 2. 415–424. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.08.014>.
- HANEDAR, E. Y.–ALTUNBAS, Y.–BAZZANA, F. [2014]: Why Do SMEs Use Informal Credit? A Comparison between Countries. *Journal of Financial Management Markets and Institutions*, Vol. 2. No. 1. 65–86. o. <https://www.rivisteweb.it/download/article/10.12831/77237>.
- HASHI, I.–TOCI, V. Z. [2010]: Financing Constraints, Credit, Rationing, and Financing Obstacles: Evidence from Firm Level Data in South Eastern Europe. *Economic and Business Review*, Vol. 12. No. 1. 29–60. o. https://doi.org/10.1057/9780230302211_4.

- HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G.–RAMÓN-LLORENS, M. C.–KOETER-KANT, J. [2014]: A demand approach to borrower discouragement: empirical analysis in a bank-based economy. XXII Finance Forum, Zaragoza, november 20–21. http://22financeforum.unizar.es/wp-content/uploads/2014/11/22financeforum_submission_64_A-demand-approach.pdf.
- HOLTON, S.–MCCANN, F. [2012]: Irish SME credit supply and demand: comparisons across surveys and countries. Central Bank of Ireland Economic Letters, No. 8. <https://centralbank.ie/docs/default-source/publications/economic-letters/economic-letter---vol-2012-no-8.pdf?sfvrsn=8>.
- HUTTON, W.–NIGHTINGALE, P. [2011]: The discouraged economy. Big Innovation Centre, London, https://www.biginnovationcentre.com/wp-content/uploads/2019/07/BIC_THE-DISCOURAGED-ECONOMY_08.09.2011.pdf.
- JAFFEE, D. M.–RUSSELL, T. [1976]: Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 90. No. 4. 651–666. o. <https://doi.org/10.2307/1885327>.
- JÁNOSSY FERENC [1966]: A gazdasági fejlődés trendvonalai és a helyreállítási periódusok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- JAPPELLI, T. [1990]: Who is Credit Constrained in the US Economy? The Quarterly Journal of Economics, Vol. 105. No. 1. 219–234. o. <https://doi.org/10.2307/2937826>.
- JORGENSEN, D. W. [2001]: Information technology and the US economy. American Economic Review, Vol. 91. No. 1. 1–32. o. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.1>.
- KÁLLAY LÁSZLÓ [2005]: A tranzakciós költségek: optimum, méretgazdaságosság, egyensúly. PhD-értekezés. Szegedi Tudományegyetem, Szeged.
- KINGHAN, C.–NEWMAN, C.–O'TOOLE, C. [2018]: Capital allocation, credit access, and firm growth in Viet Nam. WIDER Working Paper, No. 67. <https://www.esri.ie/pubs/OPEA166.pdf>.
- KON, Y.–STOREY, D. J. [2003]: A Theory of Discouraged Borrowers. Small Business Economics, Vol. 21. No. 1. 17–49. o. <https://doi.org/10.1023/A:1024447603600>.
- KOSZTOPULOSZ ANDRÉÁSZ [2006]: A bankszektor és az informális kockázatitőke-piac. Megjelent: *Botos Katalin* (szerk.): A bankszektor és stakeholderei. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei. Generál Nyomda, Szeged, 206–231. o.
- KRAMER-EIS, H.–LANG, F. [2014]: Guidelines for SME Access to Finance Market Assessments. EIF Working Paper, No. 22. http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_22_gafma_april14_fv.pdf.
- LAWLESS, M.–O'TOOLE, C. M.–LAMBERT, D. [2014]: Financing SMEs in recovery: Evidence for Irish policy options. Economic and Social Research Institute (ESRI), <https://www.esri.ie/system/files?file=media/file-uploads/2015-07/BKMNEXT276.pdf>.
- LEE, N. [2014]: Thin markets, the finance gap and regional economic decline: Financing innovative firms in peripheral regions. https://www.uis.no/getfile.php/13181731/Conferences/RIP2014/Publish_RIP2014%20ID1401%20Lee.pdf.
- LEON, F. [2015]: Bank Competition and Credit Constraints in Developing Countries: New Evidence. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01017777v2>.
- LEVENSON, A. R.–WILLARD, K. L. [2000]: Do firms get the financing they want? Measuring credit rationing experienced by small businesses in the U.S. Small Business Economics, Vol. 14. No. 2. 83–94. o. <https://doi.org/10.1023/A:1008196002780>.
- LUCEY, B.–VIDAL, J. S.–MAC AN BHAIRD, C.–GURDGIEV, C. [2012]: What determines the decision to apply for credit? Evidence for Eurozone SMEs. IIS Discussion Paper, No. 415. <https://econpapers.repec.org/paper/iisdisp/iisdp415.htm>.
- MAC AN BHAIRD, C.–LUCEY, B.–VIDAL, J. S. [2016]: Discouraged borrowers: Evidence for Eurozone SMEs. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 44. No. C. 46–55. o. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.04.009>.

- MÁDI JUDIT–SZABÓ ZSOLT [2017]: MFB Periszkóp. 2017. október. https://www.mfb.hu/backend/documents/MFB_Periszkop_2017_oktober.pdf.
- MFB [2018]: Vállalati beruházások, magyarországi hitelgap. MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés. Kézirat. 2018. augusztus 16.
- MFB [2019]: 2018. őszi MFB-INDIKÁTOR vállalati felmérés. Kézirat. 2019. március 25.
- MIJID, N. [2015]: Why are female small business owners in the United States less likely to apply for bank loans than their male counterparts? *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, Vol. 27. No. 2. 229–249. o. <http://dx.doi.org/10.1080/08276331.2015.1012937>.
- MOL-GÓMEZ-VÁZQUEZ, A.–HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G.–KOETER-KANT, J. [2018a]: Bank market power and the intensity of borrower discouragement: analysis of SMEs across developed and developing European countries. *Small Business Economics*, Vol. 53. No. 1. 211–225. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0056-y>.
- MOL-GÓMEZ-VÁZQUEZ, A.–HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G.–RAMON-LLORENS, M. C. [2018b]: Borrower discouragement in a bank-based economy: Empirical evidence for Spanish SMEs. *Universia Business Review*, 144–162. o. <http://dx.doi.org/10.3232/UBR.2018.V15.N1.04>.
- MORO, A.–UDELL, G. F.–MARESCH, D.–FERRANDO, A. [2018]: Does employment protection legislation affect credit access? Evidence from Europe. ECB Working Paper, No. 2063. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2063.en.pdf?48788aab306721c19cd8b38841b87042>.
- NAEGELS, V.–D’ESPALLIER, B.–MORI, N. [2020]: Perceived problems with collateral: The value of informal networking. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 65. 32–45. o. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.09.008>.
- OECD [2016]: Financing SMEs and Entrepreneurs 2016. An OECD Scoreboard. https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2016_fin_sme_ent-2016-en.
- OMAR, R.–HUSSIN, W. N. W. [2016]: Bank Loan Application: A Profile of Discouraged Malaysian SMEs. *Information*, Vol. 19. No. 8. 3075–3080. o. <http://www.information-iii.org/PDF/1908A/1908A-05.pdf>.
- POPOV, A. [2013]: Monetary Policy, Bank Capital and Credit Supply: A Role for Discouraged and Informally Rejected Firms. ECB Working Paper, No. 1593. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1593.pdf?6007151469d4de26c5628e244d18231a>.
- PRESBITERO, A. F.–RABELLOTTI, R. [2016]: The Determinants of Firm Access to Credit in Latin America: Micro Characteristics and Market Structure. *Economic Notes*, Vol. 45. No. 3. 445–472. o. <https://doi.org/10.1111/ecno.12069>.
- ROBINSON, M. S. [2001]: The microfinance revolution. Sustainable finance for the poor. World Bank, Washington, D. C., <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/28956>.
- ROSTAMKALAEI, A. [2017]: Discouraged borrowers aftermath of financial crisis: A UK study. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 24. No. 2. 394–410. o. <https://doi.org/10.1108/jsbed-09-2016-0137>.
- ROSTAMKALAEI, A.–NITANI, M.–RIDING, A. [2018]: Borrower discouragement: the role of informal turndowns. *Small Business Economics*, Springer US, közlésre befogadva, <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0086-5>.
- SIEDSCHLAG, I.–O’TOOLE, C.–MURPHY, G.–O’CONNELL [2014]: Access to External Financing and Firm Growth. Background study for the European Competitiveness Report, 2014. ESRI, <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/8786/attachments/1/translations/en/renditions/pdf>.
- SÓVÁGÓ SÁNDOR [2011]: Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. MNB-Tanulmányok, 94. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt94.pdf>.

- STATNIK, J.–VU, T. L. G. [2019]: Does Corruption Impact the Demand of Bank Credit? A Study of Discouraged Borrowers in Asian Developing Countries. Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3369672>.
- STIGLITZ, J. E.–WEISS, A. [1981]: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Vol. 71. No. 3. 393–410. o. <https://www.jstor.org/stable/1802787>.
- TANG, Y.–DENG, C.–MORO, A. [2016]: Firm-bank trusting relationship and discouraged borrowers. *Review of Managerial Science*, Vol. 11. No. 3. 519–541. o. <https://doi.org/10.1007/s11846-016-0194-zA>.
- THOMADAKIS, A. [2015]: Determinants of credit constrained firms: evidence from Central and Eastern Europe region. *Lietuvos Bankas Working Paper*, No. 22/215. <https://www.lb.lt/en/publications/no-22-determinants-of-credit-constrained-firms-evidence-from-central-and-eastern-europe-region>.
- VOS, E.–YEH, A. J.–CARTER, S.–TAGG, S. [2007]: The happy story of small business financing. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31. No. 9. 2648–2672. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.09.011>.
- WATSON, J.–STUETZER, M.–ZOLIN, R. [2017]: Gender differences in new venture funding: Supply-side discrimination or demand-side disinclination? Megjelent: *Colette, H.–Nelson, T.–Lewis, K. V.* (szerk.): *The Routledge Companion to Global Female Entrepreneurship*. Routledge, New York, 153–164. o.
- WERNLI, A.–DIETRICH, A. [2018]: Access to finance for SMEs: Which firms are discouraged? *World Finance Conference*, Mauritius, július 25–27. https://www.world-finance-conference.com/papers_wfc/fc17b0b43a69d53b49c9dcac65e27724.pdf.
- WORLD BANK [2014]: Women in the private sector in Latin America and the Caribbean. *Enterprise surveys Latin America and the Caribbean. Series Note*, No. 4. <http://documents.worldbank.org/curated/en/776071468015022178/pdf/922810BRI0Box30vate0Sector0LAC0Note.pdf>.
- WSBI–ESBG [2015]: Financial systems in Europe and in the US: Structural differences where banks remain the main source of finance for companies. *Research Paper*, szeptember. <https://www.wsbi-esbg.org/SiteCollectionDocuments/Financial%20systems%20in%20Europe%20and%20in%20the%20US.FINAL.pdf>.
- XIANG, D.–WORTHINGTON, A. C.–HIGGS, H. [2014]: Discouraged finance seekers: An analysis of Australian small and medium-sized enterprises. *International Small Business Journal*, Vol. 33. No. 7. 689–707. o. <https://doi.org/10.1177/0266242613516138>.
- ZSÁMBOKI BALÁZS [2002]: A prudenciális szabályozás hatása a bankok prociklikus viselkedésére. Megjelent: *Horváth Edit–Mérő Katalin–Zsámboki Balázs: Tanulmányok a bankszektor tevékenységének prociklikusságáról*. MNB Műhelytanulmány, 23. 9–50. o.