



Széchenyi István Egyetem
Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola

Kovács Gábor

Önkormányzati kötvények: a helyi önkormányzatok tőkepiaci finanszírozása

Doktori értekezés tézisei

Konzulens: Dr. Lados Mihály, CSc.

Győr,
2007. szeptember

A kutatási téma jelentősége és időszerűsége

A kilencvenes éveket követően, a gazdasági transzformáció lezárultával a hazai önkormányzati rendszernek is új kihívásoknak és elvárásoknak kellett megfelelnie. A szubnacionális szint szereplőinek az ország európai uniós csatlakozása révén ma már egy *gyökeresen megváltozott nemzetközi helyzetben* kell helytállniuk. A jelen talán egyik legfontosabb feladatuként a forrásszegény önkormányzatoknak elsődlegesen *forrásfelszívó- és forrásbevonó képességüket kellene javítaniuk* ahhoz, hogy képesek legyenek biztosítani a fejlesztések megvalósításához szükséges pénzeszközöket (Kopányi-Vigvári 2003). A külső források felhasználásának egyik módja a kölcsönforrások igénybevétele, ebbe a csoportba sorolható az önkormányzati kötvények kibocsátása révén történő forrásszerzés is.

Az elmúlt bő két évtizedben jelentős változások történtek a gazdaságilag fejlett országok önkormányzati finanszírozásában, ezen belül is elsősorban a hitelfinanszírozás területén. A legmarkánsabb változásokra koncentrálva elmondható, hogy a külső kölcsönforrás-bevonásnak elsősorban *kockázati jellegében és mértékében* fedezhetők fel eltérések az előző időszakhoz képest (Vigvári 2005). Az önkormányzatok komolyabban csupán a kilencvenes évek környékén kezdtek el érdeklődni a tőkepiaci finanszírozás iránt, erre az időszakra tehető az Amerikai Egyesült Államok szubnacionális tőkepiacának megélénkülése is. A korábban domináns szerepet játszó banki és takarékpénztári hitelekkel szembeni térnyerés kulcsfontosságú eleme volt a *pénzügyi dereguláció és a kedvező makrogazdasági környezet* is, mely következtében számos önkormányzat már a nemzetközi tőkepiacon is megjelent.

Az értékpapír-alapú finanszírozás alkalmazása egyébként nem újkeletű a magyarországi önkormányzatok gyakorlatában sem. Már a 19. század végén találkozhattunk községi, vármegyei kötvényekkel; majd egy hosszabb, kényszerű szünet után, még a rendszerváltás előtt, újra feltűntek ezek az értékpapírok, úgynevezett *kommunális kötvények* formájában. Hosszú idő után, az 1990-es évek elején bocsátottak ki újra a települések már a piacgazdaság keretei között is funkcionáló, klasszikus értelemben vett önkormányzati kötvényeket. Az évtized közepének „*kötvény-boom*”-ját követően azonban, néhány sikeres, illetve balsikerű kibocsátás után a kötvény jó pár évre szinte teljesen eltűnt az önkormányzati fejlesztések finanszírozási eszköztárából.

Melyek tehát azok a tényezők, jelenségek, melyek *indokolják a téma újabb és egyben mélyebb vizsgálatát* is? Az önkormányzati szektor forrásbevonási képességének fokozása létfontosságú feltétele annak, hogy helyi szinten biztosíthatók legyenek a szükséges fejlesztési források. A szubnacionális szint tőkeabszorpciós kapacitásának növelése az európai uniós támogatási lehetőségek tükrében is kiemelt jelentőséggel bír. A közszolgáltatások

hatékonyságának javulásában ugyancsak fontos szerepet játszhatnak a külső szereplők által – kifejezetten üzleti alapon – rendelkezésre bocsátott és ezért szigorúan monitoringolt források. A kölcsönforrások magasabb költségét ugyanakkor ellensúlyozhatja a beruházások elhalasztódásának társadalmi költsége, a hitelfinanszírozás terheinek intergenerációs megosztása, illetve a hitelfelvétel esetleges stabilizációs funkciója is. Az önkormányzati kötvények kibocsátása vonzó alternatívát jelenthet a helyi fejlesztések finanszírozása során a banki, vagy központi beruházási hitelekkel szemben is, növelvén ezzel az önkormányzatok finanszírozási mozgásterét.

A kötvényfinanszírozás számos olyan értékes, egyedi tulajdonsággal bír, melyek közvetlenül a kötvény értékpapír jellegéből következnek. A kötvény piacképessége miatt számos piaci szereplő megtakarításainak összegyűjtését és a helyi fejlesztések szolgáltatába állítását is lehetővé teszi. Forgalomképessége által ráadásul a banki hitelekhez képest általában rugalmasabb, testre szabottabb törlesztési konstrukciók, pénzáramlás-típusok alakíthatók ki. A kötvények nyilvános kibocsátása révén ugyanakkor lehetőség nyílt – kihasználva az esetleges lokális kötődések erejét – akár a piaci feltételekhez képest kedvezőbb forrásköltségű pénzeszközök fejlesztési célra történő összegyűjtésére és felhasználására is.

Kutatásom aktualitását elsődlegesen az adja, hogy a kilencvenes évek közepéhez viszonyítva napjainkra jelentős változás történt számos, az önkormányzatok finanszírozását közvetlenül, vagy közvetetten érintő külső és belső feltételben. Mivel ezek a változások véleményem szerint összességében pozitívnak mondhatók, úgy gondolom, hogy a 21. század elejére végre kialakultak azok a piacgazdasági keretek, szabályozási rendszerek, melyek révén a kötvényfinanszírozás ismét reális alternatívaként vehető figyelembe.

A külső feltételek kedvező alakulásának egyik eleme az önkormányzati hitelfinanszírozás központi szabályozásának kialakulása, valamint a kilencvenes évek közepére tehető megszilárdulása volt. Az első lépést az „önkormányzati csődtörvény”¹ megalkotása és az önkormányzatok hitelfelvételének központi korlátozása jelentette. Közvetetten segítette az önkormányzati beruházások értékpapír alapú finanszírozását az új tőkepiaci törvény² hatályba lépése is, mivel a kötvénykibocsátás során – a többi kibocsátóhoz képest – kedvezményes, különleges elbánásban részesítette az önkormányzatokat.

A belső feltételek javulása alatt elsősorban az önkormányzati gazdálkodás és menedzsment minőségével kapcsolatos, összességében kedvezőnek tekinthető változásokat értem. A tőkepiaci finanszírozási lehetőségek bővülésével – és lassú, de töretlennek tekinthető – magyarországi elterjedésük révén a települések is egyre több tapasztalattal és ismerettel rendelkeznek az

¹ 1996. évi XXV. törvény a helyi önkormányzatok adósságrendezési eljárásáról.

² 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról.

értékpapír-alapú finanszírozással kapcsolatban. Az önkormányzati gazdálkodás irányításában is egyre több olyan, alaposabb pénzügyi ismeretekkel rendelkező vezető jut szerephez, aki már bátrabban és szakszerűbben nyúl a piaci alapú finanszírozás eszköztárához.

A kínálati oldalt, azaz az önkormányzatokat érintő kedvező változásokon túl a *kötvények iránti kereslet megélénkülését* is számos pozitív jel kísérte. A század elejére kiszámíthatóbbá vált a hazai pénzügyi piacok működése és a kilencvenes évek közepéhez képest jelentősen csökkent a hitel alapú finanszírozás forrásköltsége is, kialakult a hazai tőkepiacok szabályozási rendszere és megjelentek a nemzetközi intézményi befektetők. Az önkormányzatok hitelfinanszírozásának átfogó és részletes központi szabályozása, valamint a korábban már említett, az önkormányzatok adósságrendezési eljárásáról szóló törvény hatályba lépése pedig megteremtette az alapot a kötvényvásárlás, mint potenciális befektetési forma kockázatának a külső befektetők részéről történő megítélhetősége, értékelése felé.

A kutatási célok részletes kifejtése

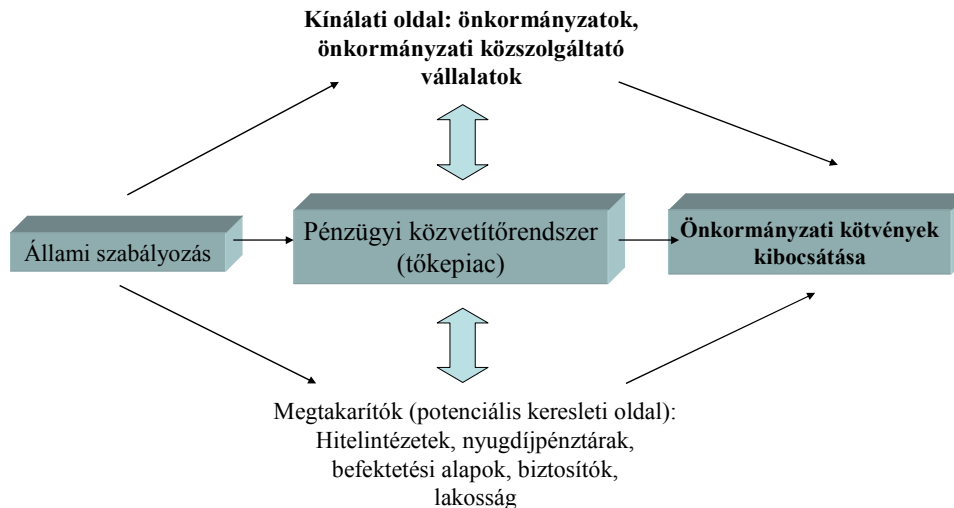
A helyi fejlesztések önkormányzati kötvények kibocsátása által történő finanszírozása során a szereplők (érintettek) három fő csoportja különíthető el. *Kínálati oldal* alatt értem a kötvények potenciális kibocsátóit, azaz a szubnacionális szint szereplőit, tehát elsődlegesen a települési önkormányzatokat. A *keresleti oldal* azok a megtakarítók, befektetők jelentik, akik hajlandóak a kötvények megvásárlására. A modell harmadik szereplője pedig a *központi kormányzat*. Mivel az önkormányzatok az államháztartási rendszer részei, a potenciális keresleti oldal legjelentősebb képviselői, az intézményi befektetők pedig a profitorientált versenyszféra szereplői, ezért a kínálati és keresleti oldal vizsgálata során alapvetően más megközelítésmódot kell alkalmazni. Ennek megfelelően tehát logikus és egyben megvalósítható a két oldal részben szeparált elemzése.

Disszertációm kereteit és lehetőségeit azonban messze meghaladná mind a kínálati, mind pedig a keresleti oldal egyidejű és egyben kellő részletességű vizsgálata. Ennek megfelelően, a kínálati és keresleti oldal közötti kapcsolatot természetesen szem előtt tartva, kutatásom céljaként a magyarországi települések kötvényfinanszírozásának *elsődlegesen a kínálati oldal nézőpontjából* való elemzését választottam. Ez alatt többek között azt értem, hogy elsődlegesen azokat a külső és belső feltételeket vizsgálom, melyek a magyarországi helyi önkormányzatok kötvénykibocsátási lehetőségeit közvetlenül határozzák meg. A kutatás célja tehát az önkormányzati kötvényfinanszírozás *elméleti modelljének* megalkotása, a jelenlegi *magyarországi*

gyakorlat kritikai elemzése, illetve a jövőre vonatkozó lehetőségek és kockázatok feltárása - elsődlegesen a kínálati oldal szereplőinek nézőpontjából.

1. ÁBRA

Az önkormányzati kötvényfinanszírozás szereplőinek kapcsolatrendszer



Forrás: Saját szerkesztés

Ennek megfelelően az *elméleti-módszertani rész* keretként szolgál a disszertáció további fejezeteiben bemutatandó empirikus felmérések eredményeinek elemzéséhez, a magyarországi helyzet értékeléséhez. A kutatás célja tehát a témához kapcsolódó elméleti háttér kialakításával egy olyan általános modell felállítása, mely segítségével leírható és megérthető a kötvényfinanszírozásban részt vevő szereplők – az önkormányzatok, a központi kormányzat, a pénzügyi közvetítőrendszer, illetve részben a megtakarítók – interakcióik, kapcsolatrendszerük is.

A *kutatási célok második csoportja* magában foglalja a kötvényfinanszírozás jelenlegi magyarországi külső és belső feltételeinek vizsgálatát. Külső környezet alatt elsődlegesen a központi kormányzat által meghatározott – mind az önkormányzatok hitelfinanszírozását, mind pedig a kötvény, mint értékpapír kibocsátását szabályozó kereteket értem. A belső feltételek közé sorolom a potenciális kibocsátók megfelelő informáltságát, szakmai felkészültségét, illetve motiváltságát. A vizsgálat célja tehát az önkormányzatok kötvényfinanszírozással kapcsolatos attitűdjének felmérése is, azaz azoknak a nem feltétlen racionális, szubjektív tényezőknek a meghatározása, melyek gátjai lehetnek a kötvénykibocsátás révén történő forrásbevonásnak.

A *kutatási célok közül a harmadik csoport* a kötvényfinanszírozás magyarországi *jövőbeli lehetőségeinek* vizsgálatát foglalja magában. Ezzel kapcsolatosan célul tűzöm ki a magyarországi önkormányzatok kötvénykibocsátási hajlandóságának felmérését, illetve azoknak a külső és belső

tényezőknek – ide sorolva az esetleges szabályozási problémákat is – a meghatározását, melyek korlátai, gátjai lehetnek a kötvények elterjedésének.

Összefoglalva tehát, a kutatás célja a kínálati oldal vonatkozásában *az önkormányzati kötvényfinanszírozás elméleti modelljének megalkotása; a jelenlegi magyarországi gyakorlat, illetve külső és belső feltételek kritikus elemzése, ezek alapján a kötvények hazai alkalmazhatóságának megítélése, valamint a jövőre vonatkozó feltételezések és megoldási javaslatok megfogalmazása.*

A disszertáció felépítése

A kutatás korábban kifejtett célkitűzései értelmében a disszertáció *elméleti, módszertani részeket és önálló empirikus kutatásokat* is magában foglal. A disszertáció *első fejezetében* meghatározásra kerültek a kutatás céljai, szó esett a kutatási téma vizsgálatának jelentőségéről és aktualitásáról. Kitértem a vizsgálat módszerére, lépéseire, illetve kifejtettem kutatási céljaimmal kapcsolatos hipotéziseimet is.

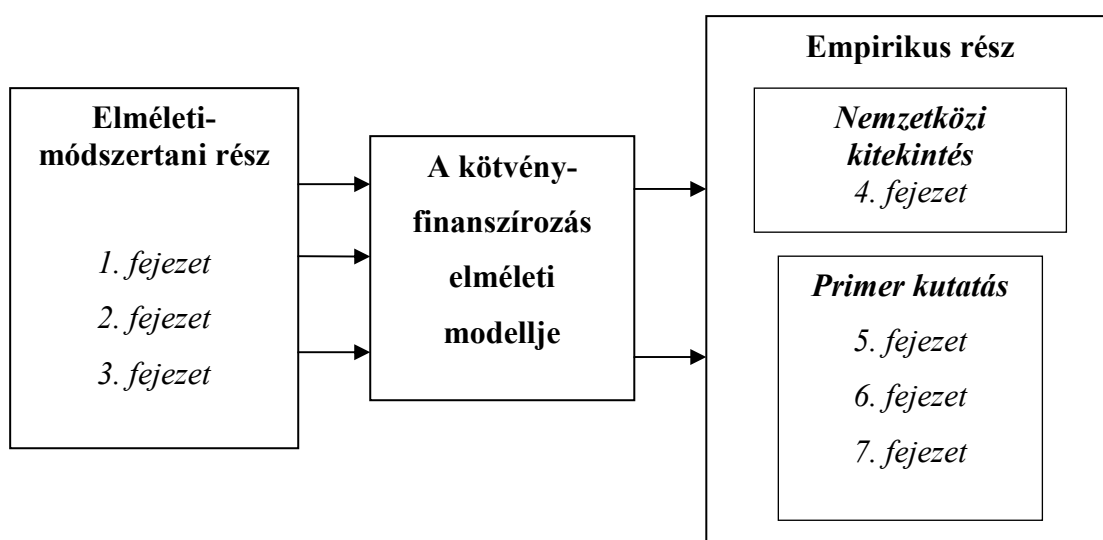
Az elméleti-módszertani blokk első részeként a *második fejezetben* meghatároztam a további vizsgálat szempontjából elengedhetetlen alapfogalmakat, többek között az önkormányzati kötvény definícióját is. A disszertáció ezen fejezetében elsőként *a kötvény értékpapír jellegéből következő tulajdonságait* vizsgáltam, illetve kitértem fontosabb elméleti alaptípusaira, a kötvények lehetséges klasszifikációjára is. A fejezet második felében *a kötvényt, mint az önkormányzati beruházások finanszírozásának egyik alternatíváját* vettem részletesebb vizsgálat alá. Meghatároztam ennek a pénzügyi eszköznek a helyét és funkcióját az önkormányzati finanszírozási források között, részletesen bemutattam és kifejtettem a hitelfinanszírozásnak (melynek a kötvénykibocsátás is lehetséges eszköze) a folyó finanszírozással szembeni lehetséges előnyeit és hátrányait. Egy elemzési szinttel tovább lépve, ugyanígy összevettem a kötvénykibocsátás lehetőségét más külső kölcsönforrás-bevonási technikákkal is.

A *harmadik fejezetben* a kínálati oldalnak, azaz *a helyi önkormányzatoknak* a kötvényfinanszírozás folyamata során érintett harmadik fontos szereplővel, *a központi kormányzattal való kapcsolatrendszerét vizsgáltam*, ezen belül is elsődlegesen a hitelfinanszírozás központi szabályozására koncentrálna. Elsőként bemutattam és értékeltem azokat a fontosabb közgazdasági összefüggéseket és szabályokat, melyek mentén meghatározható a kötvényfinanszírozás alkalmazásának egyfajta optimálisnak tartott módja. Ezután kitértem az állami szabályozás szükségessége mellett, illetve ellene szóló érvekre, valamint részletesen

bemutattam a lehetséges szabályozási modelleket és a beavatkozás potenciális eszköztárát is. Mivel az önkormányzatok finanszírozási mozgásterét a központi szabályozás mellett a piaci erők is korlátozhatják, szó esett ezen mechanizmusok működésének fontosabb összefüggéseiről is.

2. ÁBRA

A disszertáció felépítése



Forrás: Saját szerkesztés

A disszertáció első három elméleti fejezetét követően *a további négy fejezet empirikus kutatásokat és elemzéseket foglal magában. A negyedik fejezetben nemzetközi kitekintést és összehasonlítást végeztem az egyes országok helyi önkormányzati rendszerének kötvényfinanszírozásával kapcsolatosan. Ennek során az Amerika Egyesült Államoktól indulva, a nyugat-európai országok gyakorlatán át – a legnagyobb teret a közép-kelet-európai térség országainak szentelve – történt a vizsgálat. A fejezet második felében sor került a kelet-közép-európai országok önkormányzati hitel- és tőkepiacainak kialakulására és fejlődésére vonatkozó hipotézisem tesztelésére is.*

Az ötödik fejezetben – a korábban felépített elméleti modell alapján - felmértem és értékeltem a magyarországi önkormányzatok kötvényfinanszírozásának jelenlegi külső feltételeit. Részletesen kitértem az önkormányzati kötvény fogalmának hazai szabályozási, jogi megközelítésű tartalmára, illetve meghatároztam és egyben értékeltem a kötvényre, mint értékpapírra vonatkozó szabályozási előírásokat és korlátokat. Ezt követően a kötvénynek, mint az önkormányzati hitelfinanszírozás eszközének jelenlegi központi szabályozását vontam részletesebb vizsgálat alá, ezzel kapcsolatos hipotézisemet tesztelendő. A fejezet második felében kitértem a kötvényfinanszírozás piaci korlátaira és elhelyeztem – funkcióját és jelentőségét

illetően – az önkormányzati kötvénypiacot a hazai tőkepiaci rendszeren belül. Sor került a *kötvénykibocsátás méretgazdaságossági határának meghatározására* és kapcsolódó hipotézisem tesztelésére is.

A disszertáció következő, *hatodik fejezetében az elmúlt évek hazai önkormányzati kötvénykibocsátásait mutattam be és elemeztem* – tesztelendő a kutatás negyedik, az önkormányzati kötvényfinanszírozás magyarországi gyakorlatára vonatkozó hipotézisét. Az elméleti részben bemutatott szempontrendszer alapján összegyűjtöttem és rendszereztem az egyes kibocsátások jellemzőit, megpróbáltam tipikus mintákat beazonosítani és feltártam a főbb jellegzetességeket. A fejezet második felében pedig – a vizsgált kibocsátások tapasztalatai alapján – sor került a kötvény, mint önkormányzati forrásszerző eszköz magyarországi alkalmazhatóságának értékelésére is.

A *hetedik fejezetben* elsőként a magyarországi önkormányzatok kötvényfinanszírozásának *belső feltételeit* teszteltem. Megvizsgáltam és értékeltem az önkormányzatok hitel- és kötvényfinanszírozással kapcsolatos szakmai ismereteit, illetve külső kölcsönforrás bevonással szembeni attitűdjét és ellenőriztem kutatásom ide tartozó, ötödik hipotézisének helyességét is. A fejezet második felében pedig – a disszertáció utolsó, hatodik hipotézisét tesztelendő – megpróbáltam következtetéseket levonni a szubnacionális szereplők jövőbeli *kötvénykibocsátási hajlandóságáról, valamint a kötvények révén történő forrásszerzés piaci lehetőségeit* illetően. A fejezet végén ismertettem azokat a változtatásokat, melyek véleményem szerint szükségesek ahhoz, hogy az önkormányzati kötvény értékpapír-jellegéből következő pozitív tulajdonságai is érvényesülhessenek a finanszírozás során.

A disszertáció utolsó nagyobb gondolati egységében az önkormányzati kötvényfinanszírozás korábban felépített *elméleti modelljét* kíséreltem meg feltölteni *empirikus tartalommal*, bemutatva a korábban feltárt legfontosabb összefüggéseket és jellegzetességeket. *Összefoglaltam* a kutatás általam leglényegesebbnek tartott megállapításait és következtetéseit is. A fejezet – és egyben a disszertáció – zárásaként pedig megpróbáltam rávilágítani az elemzés esetleges korlátaira, illetve felvázoltam néhány a témához kapcsolódó – véleményem szerint – további vizsgálatra érdemes kutatási irányt.

A vizsgálat keretei, az elméleti modell

Az önkormányzati kötvényfinanszírozás elméleti hátterének, illetve magyarországi gyakorlatának bemutatásával kapcsolatban korábban már született néhány tanulmány, elemzés és könyv, ezek azonban elsősorban globálisan magával az önkormányzati finanszírozás problematikájával

foglalkoztak, és csak érintőlegesen tértek ki a kötvények alkalmazhatóságára. A kilencvenes évek elején – messze a teljesség igénye nélkül – *Jókay Károly, Lados Mihály, Péteri Gábor, Szmecsa György* és *Vigvári András* neve emelhető ki elsősorban. Az évtized második felében – bár elsődlegesen az önkormányzatok hitelfinanszírozásán belül a banki forrásokra koncentrálva – már több kapcsolódó irodalom is fellelhető, többek között *Balás Gábor, Barati Izabella, Bernáth Klára, Hegedüs József* és *Vigvári András* tollából. Nemzetközi szinten elsősorban *Bernard Dafflon, Mila Freire, Richard Musgrave, John Petersen*, Közép-Kelet-Európában pedig *Pavel Swianiewitz* neve említendő meg. A 21. század elejére azonban – néhány eseti kivételtől eltekintve – az önkormányzati kötvényfinanszírozás elméletének és problematikájának elemzése – a kötvényekkel együtt – szinte teljesen eltűnt a hazai szakirodalomból.

Mindez egyben tehát azt is jelenti, hogy ez idáig még nem született olyan nagyobb lélegzetvételű, a fontosabb elméleti összefüggéseket is kellő részletességgel bemutató tanulmány, mely a piaccgazdasági keretek között is helytálló elméleti rendszert állított volna fel az önkormányzatok kötvényfinanszírozásával kapcsolatban és egyben a magyarországi önkormányzati és tőkepiaci rendszeren belül is alkalmazható lett volna. Ennek megfelelően disszertációm elméleti részében – *egyfajta hiánypótló jelleggel* – megkíséreltem, hogy az eddigi hazai szakirodalom eredményeit továbbgondolva, valamint a nemzetközi modellek és tapasztalatok megfelelő adaptálásával ezeknek az elvárásoknak eleget tegyek.

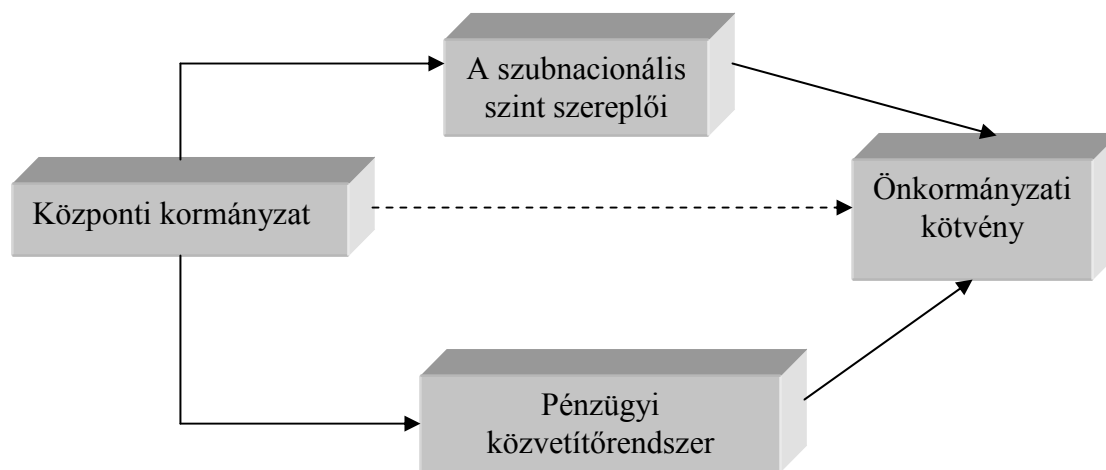
A kutatás egyik célja a kínálati oldal vonatkozásában a kötvényfinanszírozás elméleti kereteinek megalkotása volt. Ennek megfelelően a finanszírozásban érintett szereplők közül elsősorban a *központi kormányzat, a helyi önkormányzatok és a pénzügyi közvetítőrendszer kapcsolatrendszere* bírt kiemelt jelentőséggel. Az első feladat tehát *a modell szereplőinek pontos identifikációja* volt. A kutatás során aztán az induló struktúra és szerepek később tovább szofisztikálódtak az önkormányzati kötvény fogalmának pontosítása révén. Ennek megfelelően más szubnacionális szintek és – bizonyos feltételek fennállása esetén – az önkormányzati szolgáltató vállalatok kibocsátásai is a vizsgálat alanyaivá váltak. A szereplők közötti kapcsolatok, interakció „eredménye” pedig maga az önkormányzati kötvény, mint a folyamat „végterméke”.

A modell egyes szereplőinek definiálása után megvizsgáltam *a közöttük lévő kapcsolatrendszert, interakciókat* is. A központi kormányzatnak – megfelelő hatáskör esetén – akár még lehetősége nyílhat a közvetlen beavatkozásra is a kibocsátásról való döntésbe, mégpedig a forrásszerzés ezen formájának engedélyezése vagy éppen elutasítása révén. Ezzel párhuzamosan szabályozhatja a kötvénykibocsátás, illetve a kötvény, mint önkormányzati forrásszerző értékpapír jellemzőit is. *A központi kontroll leggyakoribb területe* a finanszírozásba bevonható hitelforrások

nagyságával, a fedezetként felajánlható eszközökkel, pénzáramlással, a kötvény futamidejével, illetve az így szerzett pénzeszközök felhasználási módjával kapcsolatos. Ezen paraméterek közül azonban csupán a lejáratidő hossza és a felajánlható biztosítékok köre jelenik meg közvetlenül a kötvény, mint értékpapír piacképességét befolyásoló faktorok között.

3. ÁBRA

A központi szabályozás szerepe a kötvényfinanszírozás során



Forrás: Saját szerkesztés

A központi kormányzat, a korábban említett beavatkozási lehetőségeken kívül még közvetetten – *a tőkepiac működésének kontrollja* révén – is korlátozhatja az önkormányzatok lehetőségeit, mozgásterét. A kialakítandó intézményi, jogszabályi keretek legfontosabb funkciója az, hogy biztosítsák a pénzügyi közvetítőrendszer megfelelő működését, a keresleti és kínálati oldal szereplőinek hatékony kommunikációját. Különösen meghatározó tényező ezzel kapcsolatosan a potenciális kötvényvásárlók, azaz a befektetők információs szükségletének kielégítése és ezáltal a kötvényfinanszírozás megítélt kockázatának és ebből eredően forrásköltségének a csökkentése. Többek között ezt a célt szolgálják az intézményesült kockázatkezelési megoldások is. A pénzügyi közvetítőrendszer szabályozásának kifejezetten a kínálati oldalt érintő megnyilvánulása a kötvénnyel, mint értékpapírral kapcsolatos előírások formájában jelentkezik, ami konkrétan a *forgalmazási eljárás* és a kibocsátást követő *információs szolgáltatási kötelezettség* terén nyilvánul meg.

Az eddigiek során az önkormányzati fejlesztések kötvények kibocsátása révén történő finanszírozásának *külső feltételeit*, mozgásterét modelleztem. Nem szabad ugyanakkor

elfelejtkezni arról sem, hogy a potenciális szubnacionális kibocsátók még kifejezetten kedvező külső körülmények esetén sem feltétlenül fognak élni a kötvények révén történő forrásszerzés lehetőségével. Ennek oka a *kibocsátás ún. belső feltételei* között keresendő. Ez alatt egyrészt azt értem, hogy az önkormányzatok nem biztos, hogy rendelkeznek a megfelelő információval ahhoz, hogy megfelelő döntést hozhassanak a kötvénykibocsátásról, azaz már a döntési mechanizmusba bekerülő adatok minősége sem megfelelő. Másrészt az is veszélyforrást jelenthet, hogy a potenciális kibocsátók – megfelelő szakmai tudás hiányában – még tökéletes informáltság esetén sem lesznek képesek reálisan értékelni a kötvényfinanszírozás esetleges előnyeit, illetve hátrányait, azaz ha egyáltalán fel is merül a lehetősége, esetlegesen akkor is téves döntést hozhatnak a kibocsátással kapcsolatban.

Előzetes hipotézisek

A kutatás korábban részletesen kifejtett céljaihoz kapcsolódó, a bemutatott általános elméleti modell működésének magyarországi sajátosságaira, illetve a szereplők kapcsolatrendszerére vonatkozó hipotéziseim a következők voltak:

H1. A gazdasági transzformáció azonos periódusában járó közép-kelet-európai országok önkormányzati hitel- és tőkepiacának kialakulása azonos szakaszokkal, problémákkal és megoldási kísérletekkel írható le.

H2. Bár a 21. század elejére Magyarországon kialakultak az intézményi keretek, illetve a szabályozási eszközrendszer a helyi önkormányzatok kötvényfinanszírozásával kapcsolatosan, a szabályozás jelenlegi formájában nem alkalmas arra, hogy eleget tegyen az Európai Unióhoz való csatlakozás okozta kihívásoknak.

H3. A magyarországi önkormányzati kötvénypiac fejlődésének egyik meghatározó gátja a piac elhanyagolható mérete és a kötvények alacsony fokú likviditása.

H4. A megváltozott külső körülmények ellenére a helyi önkormányzatok kötvényfinanszírozásának gyakorlata még napjainkban is az elmúlt évtizedben megfigyelhető sémát követi és közgazdasági jellemzőit tekintve gyakorlatilag alig különbözik a banki hitelfelvételtől.

H5. A mai magyarországi települési önkormányzatok többsége nemcsak hogy rendkívül alacsony szintű ismeretekkel rendelkezik a hitelfinanszírozás és ezen belül a kötvényfinanszírozás közgazdasági törvényszerűségeivel kapcsolatosan, hanem a valós helyzethez képest irreálisan negatívan, pesszimistán is ítéli meg a kötvénykibocsátás jelenlegi magyarországi feltételeit.

H6. Bár az elkövetkező években várhatóan egyre több magyarországi települési önkormányzat is élni fog a kötvénykibocsátás általi forrásszerzés lehetőségével, ahhoz, hogy a kötvénynek értékpapír jellegéből következő összes pozitív tulajdonsága, előnye is érvényesülni tudjon, az önkormányzati kötvénypiac szervezettségét, működését illetően számos változtatásra van szükség.

Az empirikus vizsgálat módszere

A jelenlegi magyarországi gyakorlat megismerése és hipotéziseim tesztelése *empirikus felmérések* és *szekunder adatok* elemzése segítségével történt. A kutatás alapvetően két irányba fókuszált: egyrészt annak megértésére helyezte a hangsúlyt, hogy az egyes önkormányzatok eddig *miért nem* éltek a kötvényfinanszírozás lehetőségével, másrészt azon önkormányzatok gyakorlatának bemutatására koncentrált, akik *már bocsátottak ki* kötvényt. Mivel a felállított hipotézisek – az utolsó kivételével – gyakorlatilag *egymástól teljesen függetlenül is tesztelhetők*, az egyes állítások, hipotézis-csoportok vizsgálata során más és más megközelítésmódot, elemzési eszközrendszert alkalmaztam.

A közép-kelet-európai országok önkormányzati kötvénypiacainak kialakulására és fejlődésére vonatkozó *első kutatási hipotézisem* teszteléséhez összehasonlítottam a vizsgált országok kötvényfinanszírozásának gyakorlatát, megpróbálva közös mintákat és jellegzetességeket beazonosítani. Mivel *második hipotézisem* az önkormányzatok hitelfinanszírozási mozgásterére és az értékpapír-kibocsátásukat meghatározó szabályozási keretekre vonatkozott, elsőként mindenképpen szükség volt a konkrét *magyarországi előírások és korlátok* meghatározására, feltérképezésére. A szabályozási környezet kritikus értékeléséhez felhasználtam a disszertáció harmadik fejezetében szereplő, a helyi önkormányzatok kötvényfinanszírozásának kereteit tárgyaló elméleti rész megállapításait, illetve a negyedik fejezet nemzetközi kitekintésében bemutatott országok szabályozási gyakorlatát is. A kutatás *harmadik hipotézisének vizsgálatához* szükséges volt az önkormányzati kötvénypiac szerepének és jelentőségének meghatározására a hazai tőkepiaci rendszeren belül, felhasználva a különböző értékpapír-kibocsátásokra, illetve forgalmazásukra vonatkozó kereskedési adatokat, valamint vizsgálva az elemzési periódus alatt történt fontosabb tőkepiaci változásokat és a jövőre vonatkozó várható tendenciákat is.

A kutatás *negyedik hipotézise* a korábban már kötvényt kibocsátó önkormányzatokkal kapcsolatosan tartalmazott megállapításokat. Az elemzési időtáv kiválasztásakor a felső korlát – a jövőre vonatkozó következtetések levonásának igénye miatt – automatikusan adódott, azaz a vizsgálat időpontja, 2006 lett. Az intervallum kezdőpontjaként a 2002-es évet választottam, lévén ekkor lépett életbe az új tőkepiaci törvény és a kötvényről szóló kormányrendelet is ettől az időponttól volt hatályos. *A vizsgált sokaság* tehát magában foglalta a *2002-2006 között történt összes magyarországi kötvénykibocsátást*. A kutatás korábban részletesen kifejtett céljainak vizsgálata érdekében a sokaságot *teljeskörűen* figyeltem meg, azaz a 2002-2006 időszakban történt összes magyarországi önkormányzati kötvénykibocsátás elemzésre került. A megfigyelés

és adatgyűjtés elsődlegesen *mélyinterjúk* segítségével történt. Az interjúk alanyai az adott önkormányzat, illetve kibocsátó azon – általában vezető beosztású – alkalmazottai voltak, akik közvetlenül is részt vettek a kibocsátási folyamatban. Az esetek nagy részében – a további információ-szerzés érdekében – a kibocsátó más munkatársai is segítettek a munkámat. A mélyinterjúk kiindulópontként egy előzetesen, a kutatás céljainak megfelelően kialakított szerkezetet követtek, mely struktúrától való kisebb eltérésekre természetesen lehetőség volt, amennyiben olyan információ merült fel, mely ezt indokoltá tette. A mélyinterjúk segítségével nyert információkat alátámasztotta és *kiegészítette még* a kibocsátóktól kapott egyéb dokumentumok, határozati javaslatok, határozatok, belső döntés-előkészítő feljegyzések, a nyilvánosság számára szánt tájékoztató anyagok, illetve az értékpapír-kibocsátás hivatalos dokumentációjának tanulmányozása is.

A disszertáció *ötödik hipotézise* a kötvényfinanszírozás jelenlegi magyarországi – belső és külső – feltételeire vonatkozik. A vizsgálandó sokaság tehát az összes magyarországi helyi önkormányzatot magában foglalta. A megfigyelésre *országos reprezentatív kérdőíves felmérés* keretében került sor, a *megfigyelés egységei* a helyi települési önkormányzatok voltak. A mintába került települések kiválasztása során a *településnagyság* (népességszám), illetve a *régióhoz tartozás szerinti reprezentativitás* biztosítására törekedtem. A népességszám mérésére egy hét kategóriát elkülönítő, a Központi Statisztikai Hivatal által is használt, ordinális mérési skálájú változót alkalmaztam, míg a régióbeosztás során a hét hazai közigazgatási régiót vettem alapul. Az elemzés során használt statisztikai módszerek alkalmazási feltételeit, illetve későbbi következtetésem szignifikanciáját biztosítandó, egy *308 elemű minta* került kiválasztásra. A teljes mintanagyság első lépésként – a településszám alapján – a *régiók között* került felosztásra. Ezek után, az adott régió népességkategória szerinti eloszlását figyelembe véve, *egyszerű véletlen mintavétel* segítségével kerültek kiválasztásra a megkérdezésre kerülő települések. A kérdőívek megfelelő kitöltését minden esetben *kérdőbiztos* koordinálta. Mivel eredményeim mintabeli adatokon alapultak, a megfelelő következtetések levonása céljából *intervallumbecslést* és *hipotézisvizsgálati módszereket* alkalmaztam. A változók közötti összefüggések tesztelésére többek között a *főkomponens analízis* és a *regressziószámítás módszerét* is igénybe vettem.

A disszertáció utolsó, az önkormányzatok jövőbeli kötvénykibocsátási hajlandóságára és piaci lehetőségeire vonatkozó *hatodik hipotézisének tesztelése során* támaszkodtam néhány korábbi hipotézisemmel kapcsolatos megállapításomra is. Vizsgálatom során elsődlegesen abból indultam ki, hogy a *potenciális kibocsátók csoportja alapvetően három rétegre bontható*, és ezek a kategóriák részben szeparáltan is elemezhetők. A három csoport a következő:

1. azok az önkormányzatok, melyek eddig még nem éltek a hitelfinanszírozás lehetőségével sem,
2. hitellel már rendelkező települések, melyek vagy új forrásbevonás gyanánt bocsátanak ki kötvényt, vagy lejárt hiteleiket finanszírozzák újra ezekkel az értékpapírokkal,
3. azok az önkormányzatok, melyek az elmúlt években már bocsátottak ki kötvényt.

A kötvények kibocsátása révén történő finanszírozás jövőbeli piaci lehetőségeinek felmérése során figyelembe vettem a hazai tőkepiac szerkezetét, sajátosságait és a magyarországi értékpapírpiacok speciális jellegzetességeit, majd ezeket összevettem a fejlett nyugat-európai országok gyakorlatával, megpróbálva ezáltal következtetéseket levonni a várható jövőbeli változásokról, illetve a szükséges változtatások módjáról.

A kutatás eredményei

A hat kutatási hipotézis bizonyításának lényegesebb elemei a következő tézisekben összegezhetők:

T.1. A közép-kelet-európai országok közül Csehország, Lengyelország és Magyarország önkormányzati hitel- és tőkepiacának kialakulása és fejlődése azonos szakaszokkal, problémákkal és megoldási kísérletekkel írható le. Mindez azt jelenti, hogy a gazdasági transzformáció azonos periódusában járó országok esetén – időben szinte teljesen párhuzamosan – *karakterében gyakorlatilag azonos szakaszok, fejlődési periódusok* figyelhetők meg. A rendszerváltás kezdetétől az Európai Unióhoz való csatlakozásig eltelt időszak egyértelműen három szakaszra bontható. Az *első szakasz* legfontosabb jellemzője a helyi önkormányzatok szinte elhanyagolható mértékű kölcsönforrás-bevonása, elsősorban rövid és középlejártú hitelek formájában; a bankszektor minimális érdeklődése az önkormányzati szektor iránt, illetve az első önkormányzati kötvények megjelenése a periódus végén. A *második szakasz* a külső kölcsönforrás-bevonás mértékének drasztikus emelkedésével; a kereskedelmi banki hitelek mellett a különféle környezeti alapok és hitelprogramok által nyújtott kölcsönforrások igénybe vételével és az összességében kialakulatlan, liberális központi szabályozással jellemezhető. A *harmadik*, összességében restriktív *periódus* pedig a helyi önkormányzatok kölcsönforrás-bevonására vonatkozó szabályozás szigorodásával; a gyakorlatilag a jelenben is érvényes szabályozási eszközrendszer kialakulásával; illetve ennek következtében az önkormányzatok hitelfelvételének és kötvénykibocsátási hajlandóságának jelentős csökkenésével; a hitelfinanszírozáson belül pedig az állami beruházási hitelek részarányának emelkedésével írható le.

T.2. Bár a 21. század elejére kialakultak az intézményi keretek, illetve a kapcsolódó eszközrendszer a helyi önkormányzatok kötvényfinanszírozásának szabályozásához, azok jelenlegi formájukban még *nem alkalmasak arra, hogy eleget tegyenek az Európai Unióhoz való csatlakozás okozta olyan kihívásoknak*, mint a regionalizáció, illetve a helyi közösségek önszerveződése. A törvény ugyanis éppen a régiók és a többcélú kistérségi társulások kötvénykibocsátását nem teszi lehetővé, illetve jelentősen korlátozza az önkormányzati szolgáltató vállalatok ezirányú lehetőségeit is. Mindenképpen üdvözlendő ugyanakkor, hogy a tőkepiaci szabályozás a kibocsátás során megkülönböztetetten kezeli az önkormányzatokat, megkönnyítvén ezzel az adminisztrációs terheket és kifejezve a befektetők speciális információigényét a szubnacionális kibocsátó irányába. Az önkormányzatok hitelfinanszírozásának szabályozása elsődlegesen a hitellimit korlátozó hatásán alapul, ami véleményem szerint indokolatlanul egyoldalú megközelítést jelent a problémának, *mindenképpen érdemes lenne szofisztikáltabb eszközrendszert alkalmazni*, akár a helyi önkormányzati szektor hitelfelvételének az államháztartás eladósodottságához kötésével, akár településkategóriánként eltérő határérték megszabásával. Ugyancsak indokoltnak tartom a hitellimitbe sorolt kötelezettségek eltérő súlyú kezelését. Az önkormányzati csódtörvény ugyanakkor úgy gondolom, kiváló alapot és háttérrel teremt a kötvények hitelkockázatának megítélhetőségéhez, bár önmagában nem képes pótolni a kockázatkezelés más, alternatív megoldásainak hiányát.

T.3. A magyarországi önkormányzati kötvénypiac fejlődésének egyik gátja az állampapírok erőteljes kiszorító hatása. A helyi önkormányzatok gazdálkodására, hitelfelvételére és adósságrendezésére vonatkozó szabályozás ugyanakkor elméletileg lehetővé teszi, hogy az *önkormányzati kötvény az állampapírokhoz képest más, önálló kockázati profillal rendelkező értékpapírként jelenjen meg*. Ehhez azonban mindenképpen szükséges a kockázati transzparencia; a kötvények, mint pénzügyi termékek standardizálása és a megfelelő kibocsátási volumen. Az önkormányzati kötvények által történő finanszírozás esetén *indokoltnak tartom három méretgazdaságossági határ megkülönböztetését és definiálását is*, annak megfelelően, hogy a kibocsátás során a kötvénynek, mint értékpapírnak mely közgazdasági tulajdonságai, előnyei tudnak érvényesülni. Az első méretgazdaságossági limit a kötvények és a banki hitelfelvétel között választás közgazdasági problémájával van összefüggésben, értéke becslésem szerint nyilvános kibocsátás esetén 500 millió forint. A kötvények piacképességéhez kapcsolódó, szektor szinten értelmezhető második korlát nagysága pedig véleményem szerint jelenleg 150-200 milliárd forint körül lehet. A harmadik méretgazdaságossági határ a likviditás egy további

szintjéhez köthető, mely a lejáratú transzformációval jellemezhető és definiálható. Ezen korlát értéke becslésem szerint a kötvénypiac szintjén nagyságrendileg 5000 milliárd forint körül lehet jelenleg Magyarországon.

T.4. *Bár a jövedelem- és devizakötvények elterjedésével, a kötvények pénzáramlását rugalmasabbá tevő visszahívási opciónak a kötvényszerződésekben való megjelenésével történtek változások, a hazai önkormányzati kötvényfinanszírozás gyakorlata karakterében az előző évtizedben meghonosodott sémát követi: a jellemzően középlejártú kötvények szinte kizárólag zártkörű kibocsátásúak, vásárlói hitelintézetek, a kibocsátások nagyságrendje pedig nem haladja meg a 2-3 milliárd forintot, azaz ez a fajta forrásszerzés közgazdasági jellegét tekintve alig különbözik a banki hitelfelvételtől. A kibocsátó önkormányzatok ennek ellenére pozitívan ítélik meg a kötvények révén történő külső kölcsönforrás-bevonást, aminek oka az így megvalósítható rugalmasabb pénzáramlás-konstrukció, a források egy összegben való rendelkezésre állása, illetve a relatíve alacsony tranzakciós költségek és a kibocsátással járó, elviselhető mértékű adminisztrációs terhek. Ma Magyarországon ugyanakkor a kötvényfinanszírozásban még további értékes potenciálok rejlenek, mind az önkormányzatok finanszírozási mozgásterének bővítésére – lokális források, illetve az intézményi befektetők tőkéjének bevonása révén – mind pedig a hitelfinanszírozáshoz kapcsolódó pénzügyi kockázatok kezelését illetően.*

T.5. A magyarországi helyi önkormányzatok hitel- és kötvényfinanszírozással kapcsolatos ismereteinek szintje rendkívül alacsony, a települések pénzügyi vezetőinek 30-40 százaléka gyakorlatilag semmiféle ezirányú tudással sem rendelkezik. A legkevesebb jó válasz magára a kötvényfinanszírozásra vonatkozó állítások esetén született, míg a legtöbben a hitelfelvétel beruházási cél-prioritásával voltak tisztában. Az önkormányzatok ismereteinek szintje *három tudásváltozó* segítségével írható le és jellemezhető: ezek a hitelfinanszírozás elméleti ismerete, jogi-közgazdasági ismeretek és a tőkepiaci ismeretek. A képet tovább árnyalja, hogy *a települések 12-18 százaléka ráadásul egyértelműen tévismerekkel rendelkezik* a külső kölcsönforrás-bevonással kapcsolatosan, azaz negatív előítéletek rabja. Azok az önkormányzatok pedig, melyek a közelmúltban nem kerültek kapcsolatba a kötvényfinanszírozás lehetőségével, ennek *külső feltételeit, jelenlegi magyarországi körülményeit* – mint a kapcsolódó információszolgáltatási kötelezettség, a kötvények futamideje, forrásköltsége és a tranzakciós költségek nagysága – a reálisnál jóval kedvezőtlenebbül, *indokolatlanul negatívan ítélik meg.*

T.6. Még a kötvénykibocsátás jelenlegi külső feltételeinek állandósága esetén is egyértelműen állítható, hogy *a kötvényfinanszírozást választó hazai települések aránya az elkövetkező években szignifikánsan emelkedni fog.* Ebben a növekedésben fontos szerepet kaphat, illetve közrejátszhat a korábban kötvényt kibocsátó települések kedvező tapasztalatainak ismertté válása, indikátor hatása, illetve a hitel- és kötvényfinanszírozással kapcsolatos előítéletek, negatív sztereotípiák megdőlése is. A potenciális keresleti oldalt vizsgálva ugyanakkor kijelenthető, hogy az önkormányzati kötvények csupán akkor válhatnak az intézményi befektetők – köztük is elsősorban a befektetési alapok – vásárlásainak célpontjává, amennyiben sikerül kitölteniük azt a kockázati űrt, amely jelenleg a hazai tőkepiacon a kockázati skála két szélén elhelyezkedő értékpapírtípus, az állampapírok és a részvények között fennáll. Ahhoz tehát, hogy az önkormányzati kötvénynek értékpapír mivoltából következő közgazdasági előnyei érvényesülhessenek a finanszírozás során, mindenképpen *szükségesnek tartom a régiók szintjén a települések közös és egységes fellépését a tőkepiacon;* ami az időben összehangoltan, periodikusan jelentkező nagyobb kibocsátási volumenben, a kötvények pénzáramlásának összehangolásában, standardizálásban és az egységes kockázati profilban testesülne meg.

A téziszűzetben felhasznált irodalom:

- Kopányi M.-Vigvári A. (2003): Az önkormányzati szektor forrásbevonó képességének növelésével kapcsolatos gazdaságpolitikai kérdések. -*Pénzügyi Szemle*, 48. évf., 11. sz., 1071-1088 o.
- Vigvári A. (2005): Forrásabszorpció és forrásszabályozás.- Vigvári A. (szerk.) *Félúton. Tanulmányok a helyi önkormányzatok finanszírozási rendszerének továbbfejlesztési lehetőségeiről.* Budapest, TIMP Kft. 185-206 o.

A szerzőnek a témakörben megjelent publikációi és konferencia előadásai

Publikációk

Kovács Gábor (2005a): Future Perspectives for Local Government Finance in Hungary by issuing Municipal Bonds. *Európai Kihívások III. Tudományos Konferencia tanulmánykötete*, Szegedi Tudományegyetem, Szeged, 87-92 o.

Kovács, Gábor (2005b): Financing Local Investments by Issuing Municipal Bonds. „*Átalakulási folyamatok Közép-Európában*” konferencia tanulmánykötete, Széchenyi István Egyetem, Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola, Győr, 107-113 o.

Kovács Gábor (2005c): Az önkormányzati hitel és kötvény a hazai és a nemzetközi irodalomban. *OTKA-tanulmány*. Magyar Tudományos Akadémia Regionális Kutatások Központja, Pécs.

Kovács Gábor (2006a): A helyi fejlesztések finanszírozása önkormányzati kötvénykibocsátás által. „*Kihívások és trendek a gazdaságban és a közszférában napjainkban*” konferencia CD, KHEOPS Automobil - Kutató Intézet, Mór.

Kovács Gábor (2006b): Az önkormányzati kötvénypiac kialakulása és fejlődése a kelet-közép-európai országokban: tanulságok és lehetőségek „*A magyar gazdaság versenyképessége*” konferencia tanulmánykötete, Budapesti Műszaki Egyetem, Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola, Budapest, 184-197 o.

Kovács, Gábor (2006c): Financing local governments in Hungary by issuing municipal bonds: Experiences and future prospects. „*Fiatall regionalisták V. országos konferenciája*” konferencia tanulmánykötete, (megjelenés alatt).

Kovács Gábor (2006d): Elméleti alapvetés az önkormányzati beruházások nyilvános kötvénykibocsátás útján történő finanszírozásáról, „*Tavaszi Szél 2006*” konferencia tanulmánykötete, Doktoranduszok Országos Szövetsége, Budapest, 465-468 o.

Kovács, Gábor (2006e): Financing local investments in Hungary by issuing municipal bonds. „*European Scientific Conference of PhD. Students in Brno*”, konferencia CD, University of Brno.

Kovács Gábor (2006f): Az önkormányzatok kötvénykibocsátásának állami szabályozása, mint pénzügyi stabilitásuk fenntartásának záloga. „*Pénzügyi stabilitás mikro-, mezo- és makroszinten*” konferencia tanulmánykötete, Széchenyi István Egyetem KGYGI, 101-114 o.

Kovács Gábor (2007a): Félúton. Tanulmányok a helyi önkormányzatok finanszírozási rendszerének továbbfejlesztési lehetőségeiről (recenzió). -*Tér és Társadalom* (megjelenés alatt).

Kovács Gábor (2007b): Következtetések és javaslatok a hazai önkormányzatok kötvénykibocsátás által történő finanszírozásával kapcsolatosan. „*A helyi közigazgatás korszerűsítése és kapacitásépítése képzési programok, tanácsadás és infrastrukturális fejlesztések révén*”, Magyar Közigazgatási Intézet, szakértői tanulmány (megjelenés alatt).

Kovács Gábor (2007c): Municipal Bonds in Hungary. *OTKA-tanulmány*. Magyar Tudományos Akadémia Regionális Kutatások Központja, Pécs (megjelenés alatt).

Kovács Gábor (2007d): Önkormányzati kötvénykibocsátások Magyarországon. *-Tér és Társadalom* (megjelenés alatt).

Kovács, Gábor (2007e): Financing Local Governments in Hungary by issuing Municipal Bonds: Experiences and Future Prospects. *„Leadership and Management in the Public Sector: Values, Standards and Competencies in Central and Eastern Europe”, The Network of Institutes and Schools of Public Administration in Central and Eastern Europe, Conference Proceedings* (megjelenés alatt).

Konferencia előadások

Kovács, Gábor: Future Perspectives for Local Government Finance in Hungary. *„EDAMBA 8th International Science Conference within European system in doctorands education”*. Nove Zámky, 8 April 2005.

Kovács, Gábor: Future Perspectives for Local Government Finance in Hungary by issuing Municipal Bonds *„III. Európai kihívások” konferencia, Szegedi Tudományegyetem, Szeged, 2005. november 3.*

Kovács, Gábor: Financing Local Investments by Issuing Municipal Bonds *„Átalakulási folyamatok Közép-Európában”, Széchenyi István Egyetem Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola, Győr, 2005. december 2-3.*

Kovács Gábor: Az önkormányzati kötvénypiac kialakulása és fejlődése a kelet-közép-európai országokban: tanulságok és lehetőségek. *„A magyar gazdaság versenyképessége”, Budapesti Műszaki Egyetem, Műszaki Menedzsment Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola, Budapest, 2006. február 1.*

Kovács Gábor: Elméleti alapvetés az önkormányzati beruházások nyilvános kötvénykibocsátás útján történő finanszírozásáról. *„Tavaszi Szél 2006”, a Doktoranduszok Országos Szövetsége, Kaposvár, 2006. május 4-6.*

Kovács Gábor: A helyi fejlesztések finanszírozása önkormányzati kötvénykibocsátás által. *„Kihívások és trendek a gazdaságban és a közszférában napjainkban” I. Kheops Tudományos Konferencia, Mór, 2006. május 31.*

Kovács Gábor: Az önkormányzatok kötvénykibocsátásának állami szabályozása, mint pénzügyi stabilitásuk fenntartásának záloga. *„Pénzügyi stabilitás mikro, mezo és makro szinten” Szervező: Széchenyi István Egyetem Jog- és Gazdaságtudományi Kar, Kautz Gyula Gazdaságtudományi Intézete, Győr, 2006. szeptember 21.*

Kovács, Gábor, : Municipal bonds in Hungary *„New tasks, approaches and spatial perspectives in public policy” conference, org. by International Geographical Union Commission on Geography and Public Policy, Bratislava, 19-21 October 2006.*

Gábor Kovács: Financing local governments in Hungary by issuing municipal bonds: Experiences and future prospects. *„Fiatal regionalisták V. országos konferenciája.” MTA RKK-Széchenyi István Egyetem Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola, Győr, 2006. november 10-11.*

Kovács, Gábor: Financing local investments in Hungary by issuing municipal bonds. *„European Scientific Conference of PhD Students in Brno”* org. by University of Brno, Brno, 29 November 2006.

Kovács, Gábor: Financing Local Governments in Hungary by issuing Municipal Bonds: Experiences and Future Prospects. *„Leadership and Management in the Public Sector: Values, Standards and Competencies in Central and Eastern Europe”* conference, org. by The Network of Institutes and Schools of Public Administration in Central and Eastern Europe (NISPAcee), Kiev, 17-19 May 2007.