

آیا امنیت خزانه داری به صورت پیش فرض وجود دارد؟

چکیده

زنجیره حوادثی که منجر به اختلاف نظر بین کاخ سفید و کنگره بر روی موضوع افزایش سقف بدهی فدرال از اکتبر سال 1995 تا مارس 1996 شد، موجب ایجاد امنیت در خزانه‌داری به صورت پیش فرض گردید. ما اثر زنجیره رویدادها در گسترش سودمندی از اوراق تجاری به اسناد خزانه‌داری را بررسی کردیم و گسترش عملکرد سه یا شش ماهه‌ای را برای کاهش دوره حوادث یافتیم. نتایج تغییراتی را پیشنهاد می‌کند که بر طبق آن هر تجارتي موظف به تحمل خطر حاصل از ایجاد امنیت در خزانه‌داری است. هیچ‌گونه شواهدی در مورد این حوادث وجود ندارد که نشان حوادث حاصله بر روی نرخ لایحه‌ها در طول دوره رخداد حوادث تأثیر تقویتی دارند.

1. مقدمه

کارهای پیشین از T-bilfs ایالات متحده به عنوان یک پروکسی برای دارایی آزاد از ریسک¹ به صورت پیش فرض و برای مدت طولانی استفاده می‌کند. زیرا دولت فدرال می‌تواند نرخ مالیات را برای بدهی‌ها افزایش دهد. همانند عقیده Kamara (1994, p. 416)، امنیت خزانه‌داری، به عنوان یک خدمت استاندارد برای برگرداندن تقریباً تمام مالیات و قراردادهای است (در واقع برگردانده شدن تمامی مالیات را تضمین می‌کند). به هر حال، بودجه بین قوه مقننه و اجرایی در 1995-1996 به بن بست برخورد کرده و موجب رخداد سؤالاتی برای هر دو شد: آیا T-biils می‌توانند به عنوان نماینده‌ای برای دارایی بدون ریسک باشند؟ در نوامبر 1995، وزارت خزانه‌داری ایالات به صورت پیش فرض

¹ Risk-free

امنیت خزانه‌داری را مطرح کرد. این اتفاق در زمانی رخ داد که کاخ سفید در خبری اعلام کرد، مجدداً در 9 نوامبر که "(امنیت خزانه‌داری) به طور پیش‌فرض افزایش خواهد یافت". این اطلاعیه که در ژورنال *Wa//Street (WSJ)* و تمام روزنامه‌های مهم روز بعد منتشر شد، یک رویداد در تاریخ خزانه‌داری بود. اطلاعیه از طرف ایالات‌متحده صادر گردیده بود و منجر به بدهی ایالات‌متحده نتیجه زنجیره حوادثی بود که رئیس‌جمهور و کنگره موفق به توافق در مورد سقف بدهی فدرال شدند. این حوادث شامل امتناع توسط سخنگوی کاخ سفید، *Newt Gingrich* و افزایش سقف بدهی‌های فدرال در عبور از لایحه بودجه ارائه‌شده توسط کنگره *GOP* می‌شد که توسط وزیر خزانه‌داری با نام "extraordinm'y steps" برای جلوگیری از حوادث پیش‌فرض ارائه شود. این اطلاعیه در مورد بدهی خزانه‌داری یک هشدار توسط *Standard & Poors* بود که موجب ایجاد بن بست اعتبار *J,S* در بازار جهانی شد. هشدار *Standard & Poors* توسط یک اطلاعیه دیگر از *Rubin* دنبال شد. اطلاعیه دوم در مورد جلوگیری از رخداد بدهی خزانه‌داری در حدود 387 میلیارد دلار و کاهش اعتبار رتبه بود. در نهایت بن بست حاصله به پایان رسید و بدهی دولت فدرال بلافاصله موجب ایجاد امنیت خزانه‌داری در اوراق بهادار گردید. توالی اتفاقات در ژورنال *WSJ* و به طور جزئی تر در قسمت ضمیمه گزارش شده‌اند.

در این مقاله ما در جهت پاسخ به سؤال زیر تلاش می‌کنیم: آیا بازار به طور پیش‌فرض در مورد خزانه‌داری طرحی دارد و در زمان قبل و بعد از رخداد زنجیره حوادث چه کرد؟ ما گسترش عملکرد بین کاغذ تجاری و اسناد خزانه‌داری را بررسی کرده و به میزان قابل توجهی اتفاقات پیش از رخداد حوادث را کنترل کردیم. نتایج نشانگر تغییر پیش‌فرض *T-bills* در طول دوره زمانی است. ما همچنین افزایش در عملکرد *T-bills* را در طول مدت زمان کنترل و پس از آن را برای افزایش نرخ تورم و نرخ بهره‌وری جنبش‌ها و شرایط بازار تأیید کردیم. به هر حال، هیچ‌گونه شواهدی برای پایداری بودن اثر حوادث در نرخ *T-bills* وجود ندارد.

Moody به این سؤال که به طور پیش‌فرض خزانه‌داری ممکن است سقف بدهی را به طور قابل توجهی افزایش دهد، در سال 1995-1996، پاسخ داد: پیش از این هرگز قانون‌گذاران از "ایمان و اعتبار کامل" و تعهدات دولت ثانویه بر سیاست‌های مالی بحث نکرده بودند. همچنین او اشاره کرد که سؤال اصلی در مورد این است که آیا سقف بدهی در

آینده به جنجال تبدیل خواهد شد یا خیر و آیا نظارت بر بحث اساسی ایجادشده پیرامون دولت فدرال برای تعیین اعتبار تعهدات می‌تواند اختلافات سیاسی جدیدی را به وجود آورد. می‌توانید این واقعیت را که سقف بدهی دولت محدود است پذیرفته و افزایش مالیات را به عنوان دلیلی برای ایجاد امنیت اوراق خزانه تلقی کنید. نتایج نشان می‌دهند که هر سؤالی به خوبی پاسخ داده شده است.

ادامه مقاله به شرح زیر سازمان‌دهی شده است: زنجیره حوادث و فرضیه‌هایی از این حوادث در بخش دوم بحث شده است. بخش سوم، نشانگر شواهد تجربی بر روی امنیت اوراق خزانه‌داری است. همچنین ما در بخش چهارم نتیجه‌گیری را ارائه کرده‌ایم.

2. زنجیره حوادث

زنجیره حوادث در اکتبر 1995 در ایالات متحده شروع شد. زمانی که سخنگوی کاخ سفید Ncwt Gingrich، با افزایش سقف بدهی در تاریخ 17 اکتبر موافقت کرد، اما روز بعد به دلیل شک و تردید جدی در حمایت از طرف اطرافیان و جمهوری خواهان از تصمیم خود بازگشت. در این مرحله، به طور پیش‌فرض خزانه‌داری آزاد نبود. تنها یک احتمال دور از ذهن و حتی محال برای انجام این کار دیده می‌شد و آن پیش‌بینی جدیت مسئله و مذاکره طولانی بین کنگره و رئیس‌جمهور بود که منجر به توافق می‌شد. بنابراین، فرض کنید رویداد 1 و 2، تأثیر قابل‌توجهی بر روی عملکرد وزارت خزانه‌داری ندارند. چرا که بازار و جنگ حاصل از حوادث بر روی بازار پیش‌بینی نشده است.

رویداد 3 در نوامبر سال 1995 رخ داد. زمانی که هر دوی رئیس‌جمهور و سخنگوی کاخ سفید اعتراف کردند که به هیچ توافقی نرسیده‌اند. بلافاصله، وزیر خزانه‌داری که مسئولیت انجام مراحل "extraordinary steps" را دارد، وارد عمل شد تا از رخداد این اتفاق جلوگیری کند. این اولین عکس‌العمل عمومی برای داشتن امنیت در خزانه‌داری بود. ما فرض می‌کنیم که رویداد 3 نشانگر یک احتمال خوب برای داشتن امنیت خزانه‌داری به صورت پیش‌فرض است. بنابراین انتظار می‌رود که عملکرد وزارت خزانه‌داری افزایش یافته و گسترش عملکرد در گذر از کاغذ تجاری به T-bills در مقایسه با رقبا بهتر گردد.

رویداد اصلی در زنجیره حوادث، حوادث 4-8 بود که بین 7 نوامبر تا 15 نوامبر سال 1995 رخ دادند. در این زمان، تاریخ خزانه‌داری به طور پیش‌فرض دگرگون شد. رویداد 4 در زمان 7 نوامبر، موجب شد تا رئیس‌جمهور حق وتو را برای داشتن امنیت در خزانه‌داری و همچنین رویداد 5 در تاریخ 9 نوامبر در کاخ سفید اعلام کند. به دنبال آن در 10 نوامبر، Standard & Poor، امنیت اوراق را در خزانه‌داری به طور پیش‌فرض بیان کرد. حوادث دیگر شامل دریافت حق وتو از رئیس‌جمهور و افزایش سقف بدهی برای جلوگیری از رویداد هفتم (13 نوامبر) و خاموش کردن دولت فدرال (رویداد 8 در 14 نوامبر) بود. بر اساس جدیت این وقایع، ما فرض می‌کنیم که پرداخت حق بیمه و مالیات برای کاهش رقابت بین مقالات تجاری و T-bills است.

رویداد 9 در 22 ژانویه رخ داد. زمانی که وزیر اعلام کرد که وزارت خزانه‌داری از گزینه‌های پیش‌فرض برای جلوگیری از این رویدادها استفاده خواهد کرد. اعلام وزیر خزانه‌داری بلافاصله موجب تصمیم در 24 ژانویه سال 1996 توسط ایالات‌متحده خزانه‌داری در مورد جمع و جور کردن شرایط و روشن ساختن وضعیت بدهی‌ها گردید. تصمیم، روشن ساختن مطالعات انجام‌شده و بررسی تأثیر قیمت اوراق بهادار (Holthausen and Leftwich (1986)) بر روی خزانه‌داری است. ما فرض می‌کنیم که رویداد 9 و 10 یک احتمال هستند و انتظار ما از کاهش در گسترش عملکرد از کاغذ تجاری تا T-bills را برآورده می‌سازند.

در 28 مارس 1996، کنگره، بدهی فدرال را تصویب کرد (رویداد 11) و سپس حذف اوراق بهادار از اعتبار کشورها توسط Moody در 29 مارس 1996 (رویداد 12) مطرح شد. با رخداد این رویدادهای نهایی، ما فرض می‌کنیم که احتمال رسیدن به هدف پیش‌فرض کردن امنیت ممکن بود.

3. شواهد تجربی

A. مقایسه میانگین عملکرد توزیع بین حادثه و دوره‌های پیش از حادثه

برای بررسی احتمال ایجاد امنیت در خزانه‌داری، ما عملکرد SP را بین دوره زمانی رخداد حوادث و دوره پیش از حوادث بررسی کردیم. گسترش عملکرد به عنوان تفاوتی ایجادشده در عملکرد بین اوراق تجاری باکیفیت بالا (امتیاز

AA و یا بالاتر) و T-bills به وجود آمد. به عبارت دیگر، گسترش سه یا شش ماهه به ترتیب توسط (CP 3 -TB3) و (CP6 - TB6) محاسبه گردید. به طوری که CP3 و CP6 اوراق تجاری گسترش سه یا شش ماهه بودند و TB3 و TB6، به ترتیب اوراق T-bills سه و یا شش ماهه بودند. تفاوت در عملکرد اوراق تجاری و T-bills پس از کنترل بلوغ، نشان‌دهنده خطر موجود در دنیای تجارت با توجه به وقایع رخ داده و افزایش میزان T-bills است. بنابراین گسترش عملکرد بین تجارت و امنیت همچنان مهم است و جای سؤال دارد. به عبارت دیگر، اگر T-bills به طور پیش‌فرض و با توجه به وقایع رخ داده پیشروی کند، T-bills و اسناد تجاری دارای بازده بهتری نسبت به قبل خواهند بود. در نتیجه عملکرد اوراق تجاری و T-bills در طول رخداد رویدادهای مطرح‌شده بیشتر خواهد بود. در این مطالعه از داده‌های روزانه برای بررسی گسترش عملکرد استفاده کرده‌ایم. پیش از رخداد رویدادها، مطالعات ما حدود 112 روز را قبل از 17 اکتبر 1994 تحت پوشش دارد که دقیقاً یک سال قبل از رخداد رویدادها است تا 1 آوریل 1995. با استفاده از ارقام موجود در تقویم، یک سال پیش از رخداد حوادث و همچنین در طی رخداد حوادث، ما از اثرات اتفاقات موجود در تقویم کاستیم. در این مطالعه ما برای اولین بار متوسط گسترش عملکرد را در دوره پیش از رویداد و پس از آن بررسی کردیم و سپس معنای رویدادها را توصیف کردیم.

داده‌ها برای بازده روزانه اوراق تجاری و T-bills از بانک فدرال شیکاگو گرفته شدند. همچنین حوادث موجود در مطالعات از WSJ جمع‌آوری شدند. برای بررسی تأثیر زنجیره تأمین، ما ابتدا حوادث شخصی موجود در هر گروه را بر اساس تقریب تاریخ‌های تقویم و شباهت آن با امنیت خزانه بفریب کردیم. ما سپس هر گروه از حوادث را با رویداد پیش از آن مقایسه کردیم. برای مثال، رویداد 1 و 2 به ترتیب در 17 و 18 اکتبر 1995 رخ داد و فرض کنید که تأثیر آن‌ها در گسترش عملکرد همانند ادغام رویدادهای 1 و 2 بوده است. ما نتایج تجربی را برای گسترش عملکرد در جدول 1 نشان داده‌ایم.

به نظر می‌رسد که آغاز بن بست بین کاخ سفید و کنگره تجاری، به اندازه کافی جدی بود که منجر به ایجاد امنیت در اوراق بالقوه خزانه‌داری گردد. به عنوان بن بست ایجادشده، بحران بودجه برای مدت طولانی شروع به ایجاد حق بیمه برای T-bills کرد.

جدول 1. آزمایش‌هایی برای بررسی تفاوت گسترش عملکرد بین گروه رویدادها و میانگین دوره‌های قبلی و T-bills

های سه و شش ماهه

TABLE 1
Tests for the Differences in Yield Spread between Each Event Group and the Mean of the Pre-Event Period for the Three- and Six-Month T-Bills

Event Group ^a	Expected Effect on Yield Spread	Event Group's Mean Three-Month Spread and t-Value	Event Group's Mean Six-Month Spread and t-Value
Events 1 and 2 (10/17/95 to 10/19/95)	No Negative Impact	0.56 (5.31**)	0.38 (1.77)
Event 3 (11/1/95 and 11/2/95)	Decrease	0.46 (-0.06)	0.43 (0.09)
Events 4-8 (11/7/95 to 11/15/95)	Significant Decrease	0.35 (-10.72**)	0.32 (-4.80**)
Events 9 and 10 (1/22/96 to 1/25/96)	Significant Decrease	0.38 (-10.05**)	0.27 (-8.31**)
Events 11 and 12 (3/28/96 to 4/1/96)	Increase	0.35 (-5.43**)	0.32 (-5.39**)

هر ستون نشانگر گروه رویداد و تاریخ پوشش آن و همچنین تأثیر آن و میانگین گسترش در آزمایش‌های مختلف انجام شده می‌باشد. خلاصه‌ای از این حوادث در قسمت ضمیمه و به ترتیب در سطوح 0.05 و 0.01 آمده است. گسترش عملکرد سه یا شش ماهه، دارای انحراف استاندارد برابر با 0.11 برای شش ماهه و با میانگین حدود 0.37 و انحراف استاندارد 0.07 می‌باشد.

نتایج در جدول 1 نشان می‌دهند که میانگین توزیع حوادث 1 و 2 دارای افزایش عملکرد در T-bills نمی‌باشند. در حقیقت، میانگین توزیع گروه حوادث 1 و 2 بزرگ‌تر از میانگین پیش حوادث برای هر دوی دستورالعمل‌های سه و شش ماهه هستند. گروه حوادث به معنی گسترش عملکرد 0.56 (برای سه ماهه) و 0.38 (برای شش ماهه) در مقایسه با توزیع 0.50 (برای سه ماهه) و 0.37 (برای شش ماهه) و افزایشی به ترتیب در حدود 0.01 و 0.10 است. به نظر می‌رسد نتایج این فرضیات، تأثیر منفی بر گسترش عملکرد ندارند و آن‌ها به طور مستقیم بر روی امنیت اوراق بهادار تأثیر دارند.

تأثیر اعلام رویداد 3 به نظر ناچیز می‌رسد. با این حال زمانی که رویدادهای موفق و پیش رویداد آن‌ها را باهم مقایسه می‌کنیم، کاملاً واضح است که رویداد 3 برای تغییر بازار با توجه به T-bills بیشتر تأثیر داشته است.

عملکرد سه و شش ماهه برای گسترش رویداد 4-8 و رویداد 9 و 10 به میزان قابل توجهی تأثیر داشته است. همان طور که در جدول 1 نشان داده شده است، مقادیر t -value برای آزمایش تفاوت عملکرد بین رویداد 4-8 و رویداد 9 و 10 و پیش رویدادها استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهند که اطلاعات در مورد این رویدادها منجر به کاهش عملکرد آنها شده است.

نتایج در جدول 1 نشانگر تفاوت در عملکرد سه و شش ماهه بین دوره وقایع 11 و 12 و پیش رویداد سطح 0.01 است و اینکه این وقایع تأثیر منفی بر روی سقف بدهی اعلام شده توسط کنگره و اوراق بهادار خزانه‌داری اعتباری دارند. تفاوت بین عملکرد در دوره‌های اطراف رویداد 11 و 12 و پیش رویدادها، نشانگر وجود یک دوره طولانی مدت برای تهیه اعتبار اوراق بهادار است.

در نتیجه نتایج در جدول 1 نشان داده شده‌اند و مراحل اولیه به طور جدی در 1 نوامبر (شروع رویداد 3) بر روی اوراق بهادار اعمال شدند. این روند پس از اتمام کنگره بر روی سقف بدهی خزانه‌داری و اوراق بهادار خزانه‌داری و افزایش اعتبار آن تأثیر گذارد.

برای آزمایش کردن پایداری نتایج فوق از یک پارامتر برای بررسی تأثیر زنجیره حوادث در گسترش عملکرد استفاده کرده‌ایم. همچنین ما تفاوت بین گسترش هر رویداد و متوسط گسترش عملکرد را در طول هر دوره و پیش از رخداد رویدادها بررسی کردیم. ما انتظار داریم که در صورت عدم وجود T-bills تعدادی از نشانه‌های مثبت و منفی در گسترش عملکرد خود را نشان دهند. ما آزمایش‌ها را برای پنج گروه از حوادث و برای 115 تجارت از 17 اکتبر 1995 تا آوریل 1996 انجام دادیم و نتایج در بر روی عملکرد سه و شش ماهه در پانل A و B از جدول 2 نمایش دادیم.

نتایج در جدول 2 نشان‌دهنده تفاوت گسترش عملکرد برای رویدادهای 4-8 و رویداد 9 و 10 است. نتایج پانل A جدول 2 نشانگر گسترش عملکرد این رویدادها می‌باشد. نتایج آزمایش در مورد اوراق بهادار شش ماهه در جدول 2 و پانل B و A نشانگر عملکرد رویدادهای فوق است که به طور قابل توجهی بر روی اوراق بهادار خزانه‌داری تأثیر دارند. نتایج جدول 2 با نتایج حاصل از جدول 1 سازگاری دارند.

همچنین ما اثر عملکرد اوراق بهادار را بر روی رویدادها بررسی کردیم. اگر زنجیره حوادث تنها بر روی عملکرد T-bills تأثیر داشته باشند، انتظار داریم که رویدادها دارای عملکرد بهتری باشند. ما همچنین احتمال اینکه آیا یک اثر پایدار پس از رویداد وجود دارد یا خیر را نیز آزمایش کرده و نتایج آن را ارائه نمودیم. پس رویدادها معمولاً دوره شش ماهه (از 2 آوریل 1996 تا 3 اکتبر 1996) را تحت تأثیر قرار می‌دهند. ما بار دیگر عملکرد بین دوره‌های را بررسی کرده و نتایج را در پانل A جدول 3 ارائه کرده‌ایم.

نتایج ارائه‌شده در جدول 3 و پانل A، برای عملکرد سه ماهه است و نشانگر دوره رویدادی 0.40 است. این نتایج تأیید می‌کنند که زنجیره حوادث موجب پایداری عملکرد سه ماهه می‌گردند. زیرا میانگین post-event برای دوره شش ماهه حدود 0.35 و برای دوره سه ماهه حدود 0.36 است و آن‌ها تفاوت قابل توجهی با همدیگر ندارند (مقداری حدود -1.05). نتایج نشانگر این است که زنجیره حوادث باعث افزایش عملکرد شش ماهه خواهند شد.

همچنین ما زنجیره حوادث و میزان پایداری بازدهی وزارت خزانه‌داری را با استفاده از پارامترهایی بررسی کردیم. ما تفاوت بین عملکرد روزانه هر حادثه و میانگین دوره زمانی T-bill را بررسی کردیم. پس ما انتظار داشتیم که همان نتایج جدول 3 و پانل B ظاهر گردند.

همچنین ما نتایج فوق را در شکل 2 و برای دوره سه و شش ماهه بر روی اوراق بهادار نشان داده‌ایم. در شکل 1، پانل A، عملکرد دوره رویدادها از 17 اکتبر 1995 تا 1 آوریل 1996 نشان داده شده‌اند. برای مقایسه عملکرد پانل A، اعداد و مقایسه بین آن‌ها را نشان می‌دهد. نتایج با نتایج جدول 1 و نتایج مورد انتظار مطابقت داشتند.

در شکل 1، پانل B، گسترش عملکرد برای دوره رویدادها از 2 آوریل 1996 تا 3 اکتبر 1996 با میانگین 0.43 نشان داده شده‌اند. جدول‌ها سال‌های گذشته را نیز پوشش می‌دهند. پانل B، نشانگر گسترش عملکرد روزانه و میانگین توزیع رویدادها است. نتایج با نتایج جدول 3 که پایداری را نشان می‌دهند، مطابقت دارد.

در شکل 2، پانل A، گسترش عملکرد روزانه برای اوراق بهادار شش ماهه نشان داده شده است. اگرچه برخی از دوره رویدادها نشانگر متوسط 0.37 است.

پانل B از نمودار 2، نشانگر گسترش روزانه عملکرد از 2 آوریل 1996 تا 3 اکتبر 1996 و مقایسه میانگین 0.36 است. نتایج در جدول 3 نشانگر عملکرد T-bills است.

جدول 2. آزمون علامت غیرپارامتری در گسترش عملکرد در هر گروه از رویدادها، (از 17 اکتبر 1995 تا 1 آوریل

1996) و متوسط گسترش در طول دوره پیش از رویدادها

TABLE 2
Non-Parametric Sign Test for Differences in the Yield Spread between Each Event Group, the Entire Event Period of 115 Days (from October 17, 1995 to April 1, 1996) and the Mean Spread during the Pre-Event Period

Event Group	Hypothesis	N	No. Pos.	No. Neg.	Z-Statistic
<i>Panel A. Three-Month Spread</i>					
Events 1 and 2	$p^* = q^* = 0.5$	3	3 (100%)	0 (0%)	1.73
Event 3	$p^* = q^* = 0.5$	2	0 (0%)	2 (100%)	1.41
Events 4-8	$p^* = q^* = 0.5$	7	0 (0%)	7 (100%)	-2.65*
Events 9 and 10	$p^* = q^* = 0.5$	4	0 (0%)	4 (100%)	-2.00*
Events 11 and 12	$p^* = q^* = 0.5$	3	0 (0%)	3 (100%)	-1.73
For the 115 days	$p^* = q^* = 0.5$	115	19 (16.52%)	96 (83.58%)	-7.18**
<i>Panel B. Six-Month Spread</i>					
Events 1 and 2	$p^* = q^* = 0.5$	3	3 (100%)	0 (0%)	1.73
Event 3	$p^* = q^* = 0.5$	2	2 (100%)	0 (0%)	1.41
Events 4-8	$p^* = q^* = 0.5$	7	0 (0%)	7 (100%)	-2.65*
Events 9 and 10	$p^* = q^* = 0.5$	4	0 (0%)	4 (100%)	-2.00*
Events 11 and 12	$p^* = q^* = 0.5$	3	0 (0%)	3 (100%)	-1.73
For the 115 days	$p^* = q^* = 0.5$	115	17 (16.52%)	98 (83.58%)	-7.55**

Based on the signs of the differences, we examine if the numbers of positive and negative signs are

ستون‌ها نشانگر گروه حوادث و تاریخ رخداد آن‌ها هستند. تأثیر توزیع گروه حوادث و میانگین گروه حوادث نشان داده شده‌اند. T-statistics برای آزمایش بررسی تفاوت بین گروه حوادث و میانگین توزیع حوادث در طول دوره مقایسه حوادث استفاده شده است.

^a تاریخ خای تقویمی برای هر گروه. خلاصه رویدادها در ضمیمه A.

* و ** نشانگر i-statistic در سطوح 0.05 و 0.01.

میانگین گسترش عملکرد برای دوره مقایسه سه و شش ماهه (مثل ابزار محک) حدود 0.50 است و انحراف استاندارد حدود 0.11 است. برای توزیع عملکرد شش ماهه، ابزار محک استفاده شده و میانگین 0.37 و انحراف استاندارد 0.07 به دست آمد.

جدول 3. آزمایش‌ها اثر پایداری

TABLE 3
Tests for Sustained Effect

<i>Panel A. t-Tests for Sustained Effect</i>		Three-Month Spread (%)	Six-Month Spread (%)
Pre-event mean (N = 128)		0.43 (0.06)	0.36 (0.06)
Post-event mean (N = 129)		0.40 (0.06)	0.35 (0.06)
t-value		-3.24**	-1.05

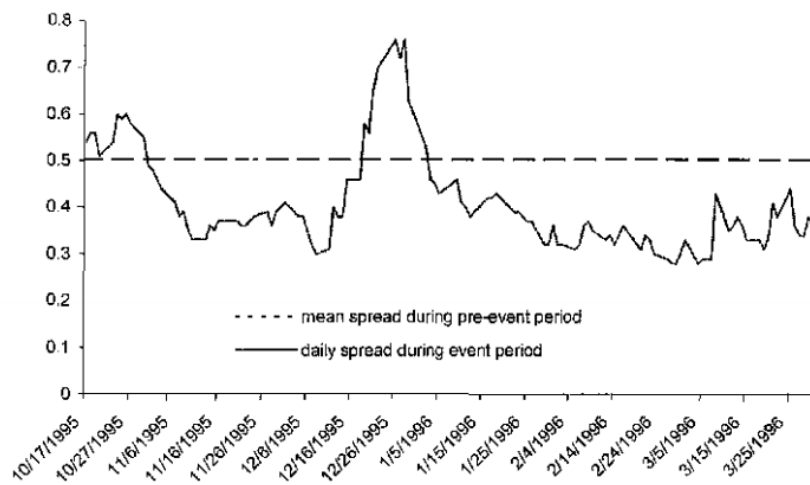
<i>Panel B. Sign Test for Sustained Effect</i>		N	No. Pos.	No. Neg.	Z-Statistic
Three-month securities	$p^* = q^* = 0.5$	129	60 (46.5%)	69 (53.5%)	-0.79
Six-month securities	$p^* = q^* = 0.5$	129	64 (49.6%)	65 (50.4%)	-0.09

در پانل A، ما میانگین توزیع عملکرد را برای دوره پیش از رویدادها (از 04/02/96 تا 10/03/96) با میانگین توزیع عملکرد برای دوره پس از رویدادها (از 04/3/95 تا 10/03/95) برای هر دو دوره سه و شش ماهه بررسی کرده‌ایم. انحراف استاندارد اعداد نیز محاسبه شده است. در پانل B، ما تفاوت بین توزیع عملکرد را برای هر دوره از پیش رویداد تا پس رویداد را (دوره شش ماهه از 04/02/96 تا 10/03/96) بررسی کرده و نشان دادیم.

** نشانگر مقدار در سطح 0.01

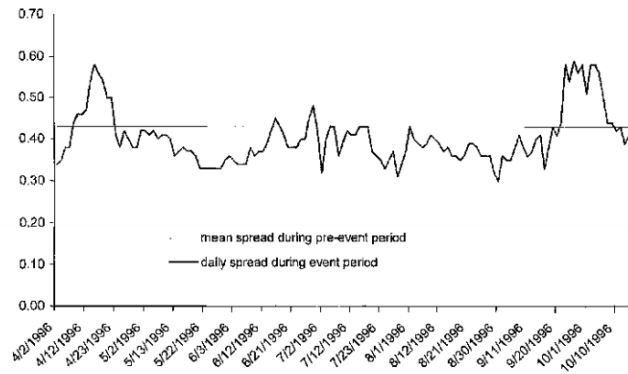
FIGURE 1
Three-Month Instruments

Panel A. Daily yield spread during event period (10/17/95 to 4/1/96) vs. the mean yield spread during the pre-event comparison period (10/17/94 to 4/1/95)



شکل 1. دستورات سه ماهه

پانل A، توزیع عملکرد در طول دوره (10/17/95 تا 4/1/96) و میانگین مقایسه دوره‌ها (10/17/94 تا 4/1/95)

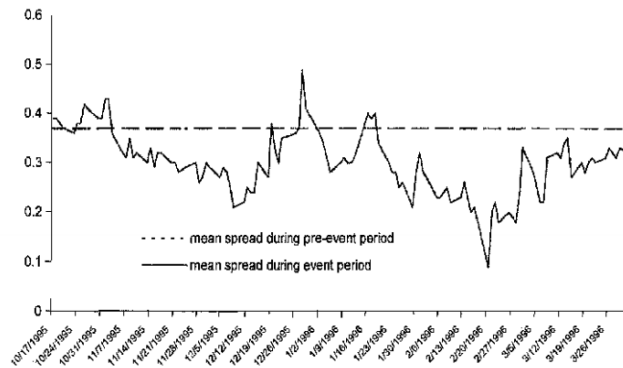


پانل B، نشانگر توزیع عملکرد بین (4/2/96 تا 10/3/96) در برابر میانگین توزیع عملکرد در دوره (4/2/95 تا 10/3/95)

(10/3/95)

FIGURE 2
Six-Month Instruments

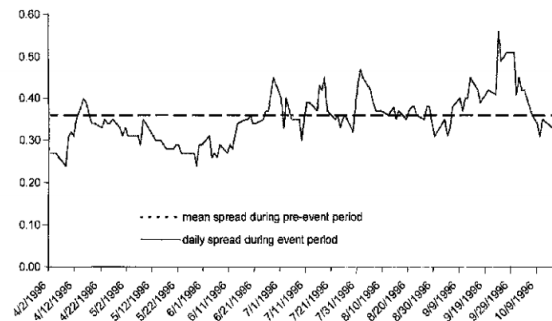
Panel A. Daily yield spread during event period (10/17/95 to 4/1/96) vs. the mean yield spread during the pre-event comparison period (10/17/94 to 4/1/95)



شکل 2. دستورات شش ماهه

پانل A، توزیع عملکرد حوادث (از 10/17/95 تا 4/1/96) در برابر میانگین توزیع از (10/17/94 تا 4/1/95)

پانل B، عملکرد حوادث در (4/2/96 تا 10/3/96) در برابر میانگین توزیع از (4/2/95 تا 10/3/95)



B. گسترش عملکرد و حوادث پیش فرض: تجزیه و تحلیل رگرسیون

در این بخش ما تأثیر حوادث را بر روی خزانه‌داری مورد بررسی قرار می‌دهیم. Bernanke (1990) گزارش کرد که توزیع عملکرد بین اوراق تجاری و T-bills به هم مرتبط هستند و بر روی همدیگر تأثیر دارند. علاوه بر این، Morris and Walter (1993) خطر احتمالی همانند تفاوت بین نرخ CD و T-bills را گزارش کردند. ما از مقدار وزن دار برگشتی در کشور نیویورک و آمریکا با نام NYSE-AMEX استفاده کرده‌ایم. ما از قیمت روزانه طلا به عنوان یک پروکسی برای تورم بر حسب دلار اروپا بهره گرفتیم. معادله رگرسیون خطی تخمینی ما به این صورت است:

$$(1) \text{ YIELD SPREAD} = \beta_0 + \beta_1 \text{NYSE-AMEX} + \beta_2 \text{EURODOLLAR} \\ + \beta_3 \text{GOLD} + \beta_4 \text{EVENTS}_{1-2} \\ + \beta_5 \text{EVENT}_{3} + \beta_6 \text{EVENTS}_{4-8} \\ + \beta_7 \text{EVENTS}_{9-10} + \beta_8 \text{EVENTS}_{11-12}.$$

متغیرهای وابسته در رگرسیون بر اساس دوره عملکرد سه و شش ماهه هستند. متغیرهای مستقل برای کنترل معادله استفاده شده‌اند. متغیرهای موجود برای رویدادهای 4-8 و رویداد 9 و 10 و 12، متغیرهای ساختگی بودند که ارزش آن‌ها در طول یک روز مورد استفاده قرار گرفته است.

داده‌های بازده سهام بر حسب دلار اروپایی هستند. داده‌ها به صورت روزانه جمع‌آوری گردیده‌اند و معادلات رگرسیون برای طول یک دوره 348 روزه از 1 مه 1995 تا 16 سپتامبر 1996 دو حدود پنج ماه از شروع دوره حوادث محاسبه شده است. نتایج رگرسیون OLS در جدول 4 نشان داده شده است. از آنجا که باقی‌مانده رگرسیون نشان‌دهنده هر

دوی autocorrelation و heteroscedasticity است. روش همبستگی (1987) در جدول 4 نشان داده شده است. برای همه متغیرها، تنظیمات t-statistic که نشان‌دهنده ضریب OLS است محاسبه شده است. نتایج رگرسیون OLS در جدول 4 آمده است که رویداد 1-2 در آن دارای ضریب قابل توجهی در حدود 0.12 هستند و همچنین t-value آن‌ها حدود 2.78 است. رویداد 3 دارای ضریب 0.03 است که کاملاً با مطالب ارائه شده در بخش 3 مطابقت دارد. عملکرد سه ماهه رویدادهای 4-8 بررسی گردیده و ضریب منفی در آن‌ها نشانگر شروع عملیات خزانه‌داری از رویداد 8ام است. ضریب متغیرهای ساختگی بر حسب دلار اروپایی هستند. نتایج رگرسیون خطی OLS شش ماهه نشانگر ضریب 1.87 و 0.14 است. متغیر ساختگی برای رویدادهای اصلی دارای ضریب منفی -0.02 است و این نتایج با نتایج حاصل از عملکرد سه ماهه متفاوت است.

جدول 4. تجزیه و تحلیل رگرسیون در عملکرد سه و شش ماهه

	Coefficient	OLS t-Statistics	Newey-West t-Statistics
<i>Panel A. Three-Month Spread</i>			
INTERCEPT	0.36	0.90	0.98
NYSE-AMEX	0.16	0.25	0.27
EURODOLLAR	0.09	4.40**	3.82**
GOLD	-0.00	-1.48	-1.75
EVENTS1-2	0.12	2.78**	12.66**
EVENTS3	0.03	0.61	3.13**
EVENTS4-8	-0.07	-2.62**	-6.55**
EVENTS9-10	0.01	0.29	1.21
EVENTS11-12	-0.03	-0.62	-2.56**
R^2 (N = 347)	0.18		
<i>Panel B. Six-Month Spread</i>			
INTERCEPT	0.21	-0.62	-0.48
NYSE-AMEX	1.87	4.30**	3.59**
EURODOLLAR	0.14	8.25**	6.01**
GOLD	-0.00	-0.97	-0.77
EVENTS1-2	0.03	0.91	5.03**
EVENTS3	0.06	1.67	8.98**
EVENTS4-8	-0.02	1.41	-4.45**
EVENTS9-10	0.00	0.07	0.15
EVENTS11-12	0.02	0.81	2.88**
R^2 (N = 347)	0.44		

متغیرهای مستقل عبارت‌اند از: NYSE-AMEX که نشانگر مقدار وزن دار برگشتی از بودجه نیویورک و آمریکا بر حسب دلار در طی عملکرد سه و شش ماهه هستند. قیمت روزانه طلا نیز نشان داده شده است. رویداد 1-2، 3 و 4-8، 9 و 10 و 11-12 متغیرهایی با مقدار 1 هستند. *، ** مقادیر به ترتیب نشانگر 0.05 و 0.01 هستند.

به طور کلی رویداد 4-8 نشانگر احتمال رخداد امنیت پیش فرض در خزانه‌داری و اوراق بهادار است. نتایج دستورات شش ماهه تفاوت زیادی را در نمودار ایجاد نکرده است.

واقعیت این است که تأثیر این وقایع در سه ماهه اول عمیق تر بوده است. اما بازار جهانی همچنان نگران بحران بودجه در آینده نزدیک بود. به همین دلیل بررسی عملکرد شش ماهه مطرح گردیده و انجام شد. در بین این یافته که پیرامون بررسی این دوره‌ها به وجود آمده است، جانسون (1967) استدلال می‌کند که به طور پیش فرض بدهی‌های هر کشوری را می‌توان با پرداخت وام بدون سقف پرداخت حل نمود. دلیل دیگر داشتن عملکرد سه و شش ماهه در T-bills است که (Kamara 1997) «(1998) نرخ T-hill را مطرح و بررسی کرد.

4. نتیجه‌گیری

این مقاله شواهدی را برای وزارت خزانه‌داری جمع‌آوری کرده و بررسی می‌کند که از تاریخ 1995 تا 1996 را تحت پوشش قرار می‌دهد. این تاریخ زمانی است که ایالات متحده و کنگره، لایحه بودجه کشورها را مطرح و تأیید نمودند. تأثیر آن بر روی عملکرد سه و شش ماهه کاملاً آشکار است. اما آیا این به این معناست که "در حالت کلی قیمت‌ها به صورت پیش فرض تحت کنترل هستند؟" یا خطر رخداد بدهی بالاتر با انجام این رویدادها وجود دارد. نتایج ما با مطالعات قبلی از Kamra (1998) و Zevney and Marcus (1989) مقایسه شدند و نتایج در قالب شکل و نمودار ارائه گردید.

Appendix

This is a brief summary of reports related to the potential default of U.S. Treasury securities in the *Wall Street Journal*. Dates are the dates on which announcements were made; the *WSJ* published these announcements on the following business day.

October 17, 1995 (Event 1)

U.S. House Speaker Newt Gingrich offers to support an increase in debt limit through November 14.

October 18, 1995 (Event 2)

Gingrich backs off from boosting the Treasury's debt ceiling.

November 1, 1995 (Event 3)

The Treasury says it will have to take "extraordinary steps" to avoid default. No agreement is reached between the U.S. Congress and the President on the federal debt ceiling.

November 7, 1995 (Event 4)

Treasury Secretary Rubin recommends a Presidential veto of the GOP plan on the debt ceiling. Treasury Undersecretary Hawke complains that the GOP bill will put the U.S. in imminent danger of default.

November 9, 1995 (Event 5)

The White House is set for a shutdown of the federal government. The GOP debt limit bill draws a veto threat. "Default is becoming increasingly likely," White House Spokesman Mike McCurry says.