

学校编码：10384  
学号：17520101151196

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

钓鱼岛事件、日资概念与证券市场反应

The Diaoyu Islands Event, Japanese-funded Concept Stocks  
and Stock Market Reaction

朱 婷

指导教师姓名：杜兴强教授

专业名称：会计学

论文提交日期：2013年4月

论文答辩时间：2013年6月

学位授予日期：2013年6月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2013年4月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外，该学位论文为( )课题(组)的研究成果，获得( )课题(组)经费或实验室的资助，在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人(签名): 朱婷

2013 年 4 月 21 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

(        )1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

(        )2. 不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人(签名)：朱婷

2013 年 4 月 21 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘 要

自 2012 年 4 月以来，因日本“购买”钓鱼岛事件引起的钓鱼岛问题引发了国际舆论的广泛关注。作为一起突发性社会政治事件，它的不可预测性提供了一个研究资本市场对突发事件及由此激发的投资者爱国情绪的反应的机会。

本文首先对社会突发事件与资本市场反应相关的文献作了简单的回顾；然后对钓鱼岛事件的发生背景和发展经过进行了概述，并对本文研究所依据的市场有效假说和行为金融学理论作了介绍；在此基础上运用事件研究法，以中国爆发全国性示威游行运动的 2012 年 9 月 15 日作为事件日，研究了 A 股股票市场上有日资持股的上市公司的市场反应。

本文的研究结果表明：

(1) 在事件日前后较短的时间窗口内，日资持股上市公司的股票出现了明显为负的市场反应；

(2) 日资持股比例越高的公司，其市场反应越强烈。

由此，我们得出初步结论，在钓鱼岛事件中证券市场的投资者的投资决策确实受到了爱国情绪的影响，投资者进行决策时存在着不理性行为。

**关键词：**钓鱼岛事件；市场反应；事件研究法

## ABSTRACT

The dispute on the Diaoyu Islands has attracted worldwide attention since April,2012, when the Tokyo Metropolitan Government announced the plan of purchasing the Diaoyu Islands. As an unanticipated socially political event, the Diaoyu Islands event provides us an opportunity to study the capital market reaction to unanticipated social events and the motivated emotion of patriotism of the investors.

Firstly, the dissertation reviews the studies on the unanticipated social events and capital market reaction. Secondly the dissertation briefs the overview of the Diaoyu Islands event and introduces the founding theories of the study, which consist of Efficient Market Hypothesis and behavioral finance theory. Based on above, this dissertation selects those A-share companies listed in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange, which have capital funded by Japanese investors as observations and adopts the event study methodology to study the stock market reaction to the the Diaoyu Islands event. The dissertation selects 15 September,2012 as the event day, when the demonstration against Japan happened almost all around China.

The empirical results in the dissertation indicate that:

(1) In a narrow short event, the performances of stocks of the observations with capital funded by Japanese show significant negative response to the Diaoyu Islands event.

(2) As the companies' capital invested in by Japanese investors increases, the stock return decreases.

**Key Words:** the Diaoyu Islands event; Stock market response; Event study

# 目 录

<b>第一章 引言</b> .....	<b>1</b>
1.1 事件概览与研究背景 .....	1
1.2 研究思路与结构安排 .....	2
1.3 研究意义 .....	3
<b>第二章 相关研究综述</b> .....	<b>5</b>
2.1 社会突发事件与资本市场反应 .....	5
2.1.1 国外的研究 .....	5
2.1.2 国内的研究 .....	7
2.2 武装冲突与资本市场反应 .....	8
2.3 政治气氛与资本市场反应 .....	10
2.4 投资者情绪与资本市场反应 .....	10
2.5 事件研究法 .....	11
2.5.1 事件研究法的原理 .....	12
2.5.2 事件研究法在国外的应用 .....	15
2.5.3 事件研究法在国内的应用 .....	16
2.5.4 事件研究法中的特殊检验 .....	16
<b>第三章 事件描述与理论分析</b> .....	<b>18</b>
3.1 事件描述 .....	18
3.1.1 历史根源 .....	18
3.1.2 事件回顾 .....	19
3.1.3 动因分析 .....	21
3.2 有效市场理论 .....	22
3.2.1 EMH 的理论基础 .....	23
3.2.2 EMH 的经验检验 .....	24

3.3 行为金融 .....	25
3.3.1 行为金融的理论体系.....	25
3.3.2 行为金融学的经验研究.....	26
3.4 过度反应 .....	28
<b>第四章 研究设计 .....</b>	<b>33</b>
4.1 研究假设 .....	33
4.2 研究方法 .....	34
4.2.1 事件日和事件窗口的选取.....	35
4.2.2 正常收益率估计模型的选择.....	35
4.3 样本选择与数据来源 .....	36
4.3.1 研究样本的选取.....	36
4.3.2 对照组样本的选取.....	36
4.4 变量设计与模型设定 .....	37
<b>第五章 实证结果与分析 .....</b>	<b>40</b>
5.1 CAR 的单变量 t 检验 .....	40
5.2 变量的相关性分析 .....	41
5.3 主要变量的描述性统计与分析 .....	42
5.4 多元回归分析 .....	42
5.5 稳健性检验 .....	44
<b>第六章 研究结论与研究局限 .....</b>	<b>52</b>
6.1 研究结论 .....	52
6.2 研究局限 .....	53
<b>参考文献 .....</b>	<b>54</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>59</b>



# Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Review of the event and Research Background .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Research issues and arrangement .....</b>	<b>2</b>
<b>1.3 Research significance of this dissertation .....</b>	<b>3</b>
<b>Chapter 2 Review of Literature.....</b>	<b>5</b>
<b>2.1 Unanticipated social events and capital market reaction.....</b>	<b>5</b>
2.1.1 Foreign study .....	5
2.1.2 Domestic study.....	7
<b>2.2 Violent conflicts and capital market reaction .....</b>	<b>8</b>
<b>2.3 Political atmosphere and capital market reaction .....</b>	<b>10</b>
<b>2.4 Emotion of investor and capital market reaction .....</b>	<b>10</b>
<b>2.5 Event Study Method .....</b>	<b>11</b>
2.5.1 Principle of Event Study .....	12
2.5.2 Foreign study of application of Event Study .....	15
2.5.3 Domestic study of application of Event Study .....	16
2.5.4 Particular test among Event Study.....	16
<b>Chapter 3 Description of the event and Theoretical Analysis.....</b>	<b>18</b>
<b>3.1 Description of the event.....</b>	<b>18</b>
3.1.1 Historical source .....	18
3.1.2 Event overview .....	18
3.1.3 Analysis of motivation.....	21
<b>3.2 Efficient Market Hypothesis .....</b>	<b>22</b>
3.2.1 Theoretical foundation of EMH.....	23
3.2.2 Empirical study of EMH.....	24

<b>3.3 Behavioral finance theory .....</b>	<b>25</b>
3.3.1 Structure of behavioral finance .....	25
3.3.2 Empirical study of behavioral finance .....	26
<b>3.4 Overreaction.....</b>	<b>27</b>
<b>Chapter 4 Research Design.....</b>	<b>33</b>
<b>4.1 Research Hypothesis.....</b>	<b>33</b>
<b>4.2 Research Method .....</b>	<b>34</b>
4.2.1 Selection of the event day and the event window.....	35
4.2.2 Selection of the estimation model of normal return.....	35
<b>4.3 Research Sample and Source of data.....</b>	<b>36</b>
4.3.1 Selection of research sample.....	36
4.3.2 Selection of controlling sample.....	36
<b>4.4 Variable Design and Model Design .....</b>	<b>37</b>
<b>Chapter 5 Empirical Result and Analysis .....</b>	<b>40</b>
<b>5.1 Univariate t-test of CAR.....</b>	<b>40</b>
<b>5.2 Correlation Analysis .....</b>	<b>41</b>
<b>5.3 Descriptive Statistics and Analysis .....</b>	<b>42</b>
<b>5.4 Multivariate Regression Analysis.....</b>	<b>42</b>
<b>5.5 Robust Test.....</b>	<b>44</b>
<b>Chapter 6 Research Conclusion and Limitation .....</b>	<b>52</b>
<b>6.1 Research Conclusion.....</b>	<b>52</b>
<b>6.2 Research Limitation .....</b>	<b>53</b>
<b>Reference .....</b>	<b>54</b>
<b>Acknowledgments .....</b>	<b>59</b>

## 第一章 引言

### 1.1 事件概览与研究背景

中日关于钓鱼岛主权的争端历史由来已久，但近年来呈现出愈演愈烈的态势。2012年4月，日本东京都方面抛出“购岛”计划，东京都知事石原慎太郎称东京都政府与岛屿“所有者”栗原家族已经达成收购的基本协议，钓鱼岛主权归属争端再一次发酵。同年7月6日，日本野田政府发表言论表示要将钓鱼岛本岛、南小岛、北小岛三岛“国有化”，并向此前宣称要“购岛”的石原慎太郎传达了钓鱼岛“国有化”的方针。至此，日本中央政府以公开姿态介入钓鱼岛事件。7月24日，日本首相野田佳彦称争取到2013年4月完成钓鱼岛“国有化”，使得钓鱼岛事态进一步扩大。2012年9月10日，日本政府宣布以20.5亿日元的价格“购买”钓鱼岛及其附属的南小岛和北小岛，实施所谓的“国有化”。9月11日，日本政府正式签署了钓鱼岛“买卖”合同，宣告“国有化”，使中日围绕钓鱼岛主权这一问题的矛盾彻底激化。

随着钓鱼岛争端的不断升级，中国政府和人民对于日方的挑衅行为做出了强烈的回应和抗议。2012年9月10日，中国政府发布了关于钓鱼岛及其附属岛屿领海基点基线的声明。9月14日，中国海监船舶编队首次抵达钓鱼岛执行巡航任务。9月16日，中国海监船首次进入钓鱼岛12海里领海范围。到了2012年10月，中国海监船在钓鱼岛的巡航趋于常态化。这次钓鱼岛事态发展势头之快远远超出了人们的预期，电视、报纸及网络等各路媒体纷纷对该事件进行了专题报道和研究，仅《人民日报》从2012年4月到9月针对钓鱼岛事件就发布了三十多篇报道。

争端的不断升级和媒体舆论的引导使国内民众的爱国情绪不断膨胀和蔓延，从2012年8月15日香港爱国人士的登岛“保钓”行为、随后的抵制日货和打砸抢行为到9月中旬蔓延到全国各地的示威游行运动，这一系列激烈的理性或非理性的行动成为国内民众表达爱国情感的方式。除了示威游行之外，国内民众表达

爱国情绪的另一种更为直接的方式就是抵制日货。出于质朴的正义感和本能的抵御心理抵制日货，成为国内民众下意识又不自觉的首选措施。

作为反映国民经济晴雨表的证券市场，在这次钓鱼岛事件中也受到了一些影响，特别是有日资概念公司的股票受到了较为明显的冲击。

据 Wind 资讯金融终端统计，在钓鱼岛争端事态较为严重的 2012 年 9 月中旬，如下两类日资概念公司的表现明显弱于大盘：一类是有日资参股的上市公司，另一类是产品和服务大量面向日本市场的上市公司。第一类公司以大型的中日合资汽车公司为代表，由于事件发生后国内相关政策出现了一些微调，使公司面临的生产经营环境的不确定性增加，政策层面的经营风险增加。第二类公司从行业看主要集中在电子软件行业，由于受到中日关系紧张的影响，公司产品的销售有可能受到双方贸易纠纷的不利影响，从而对其经营业绩产生影响。

上述分析是从公司经营风险方面考量钓鱼岛事件对相关公司的影响，该事件具有一定的信息含量，但信息含量并不高。股票市场的投资者在日常生活中的身份即是普通民众，他们的爱国情绪与其他民众一样也被这起突发事件激活并强化，这种强烈的爱国情绪是否又会对其投资决策产生影响呢？

众多有关市场有效性的研究表明，股票市场不仅会对具体准确的信息产生反应，也会对模糊信息甚至不具有信息含量的事件做出反应。本文对钓鱼岛事件展开事件研究，通过对 A 股股票市场上日资概念公司的股票表现进行分析来探究投资者的爱国情绪是否会引起一定的证券市场反应。

## 1.2 研究思路与结构安排

本文以有效市场理论与行为金融学作为理论背景，运用事件研究法对钓鱼岛事件对我国股票市场的影响进行研究。具体来说，本文以 A 股市场上具有日资参股背景的公司作为研究样本，以钓鱼岛事件发生后国内多个城市爆发大规模游行运动的 2012 年 9 月 15 日为事件日，通过对样本公司累计超常收益 (Cumulated Abnormal Return, CAR) 的分析来探究钓鱼岛事件中国内投资者是否理性这一问

题，为重大突发事件对我国股票市场是否及如何产生影响提供一些经验证据。

本文共分为六个部分，基本安排如下：

第一部分引言，介绍了本文的研究事件与背景、研究思路与结构安排以及研究意义等；

第二部分对研究资本市场反应的相关文献进行了回顾，简单综述了社会突发事件与资本市场、武装冲突与资本市场、政治气氛与资本市场及投资者情绪与资本市场方面的研究；

第三部分对本文所研究的钓鱼岛事件进行了详细描述，同时介绍了本文的理论基础，包括有效市场假说、行为金融学理论和过度反应理论等；

第四部分是本文的研究设计，提出了本文的研究假设，介绍了研究模型以及样本选择标准和数据来源；

第五部分是实证结果与分析，就本文提出的两个假设进行了实证检验，对检验结果进行了说明和分析；

第六部分是研究结论和研究局限，对本文的研究结论做了总结，并指出研究所存在的局限。

### 1.3 研究意义

作为一起涉及主权争端的政治事件，2012年的钓鱼岛事件激发了国内人民的爱国热情，引发了声势浩大的抵制日货和示威游行运动，对社会经济生活造成了一定影响。证券市场是经济的晴雨表，经常会受到各种政治经济事件的影响。钓鱼岛事件属于社会突发事件的范畴，并且由于涉及到中日两国的领土主权问题而具有较强的政治色彩。一方面，此事件若是未能得到及时而有效的解决，可能对中日两国未来的经济交往产生一些负面影响，短期内可能会改变一些公司的经营环境，使那些对日本依赖度较大的公司所面临的经营风险增加，从而可能对其生产经营造成负面影响。钓鱼岛事件使中日关系恶化趋势增加，但我国政府并未

针对该事件出台对日的经济制裁政策，所以钓鱼岛事件对微观主体的影响是间接的。另外，公司作为持续经营的主体，其经营会受到多重因素影响，所处的政策环境只是其中的因素之一。所以，哪怕钓鱼岛事件确实会对相关公司的盈利前景产生影响，但影响程度是有限的，并且外部投资者由于信息不对称难以具体量化这种影响。因此，从经济学角度看，钓鱼岛事件的发生增加了日资公司的经营风险，但无法做出“这些公司的价值短期内会下降”的结论；另一方面，投资者受其爱国情绪的影响可能会增强他们对有日资持股上市公司的股票的厌恶度，这种反应是不理性的。本文选取国内民众受爱国情绪驱动而进行的游行运动声势和规模最为浩大的 2012 年 9 月 15 日作为中心事件日，探究 A 股市场上有日资持股公司的股票对该事件的反应。

本文从突发事件这一角度展开的事件研究与一般的事件研究文献相比，具有如下几个特点：第一，本文研究的中心事件不可预测性强，因此该事件所包含的信息含量提前泄露的可能性较低；第二，本文研究的钓鱼岛事件涉及到的上市公司样本量较少，样本收集和筛选工作基本由手工完成，对事件期窗口内同时发生其他重大事件的样本剔除工作进行得较为完全，保证了样本的“清洁”。

本文的创新之处在于首次从股票市场反应这一角度研究钓鱼岛事件的经济后果。研究结果表明，钓鱼岛事件中民众的爱国情绪会反映在其投资决策中，在较短的时间窗口内，受到投资者的爱国情绪和行为影响的日资概念公司的股票出现了显著为负的累计超额收益，从而为资本市场中与投资者情绪相关的非理性投资行为的存在性的研究提供一些经验证据。

本文有一些不足之处，由于所研究的公司钓鱼岛事件爆发后的会计业绩数据尚不可得，故本文只对钓鱼岛事件的市场反应进行了研究，而未对该事件对日资概念公司会计业绩的影响进行研究。

## 第二章 相关研究综述

### 2.1 社会突发事件与资本市场反应

突发事件又叫不可预期事件 (Unexpected Emergency), 一般会对相关个体、团体或国家的生产、生活产生一定的影响。社会突发事件则是涉及范围更广、对人们生产生活影响力度更强的社会性事件, 较为典型的是发生在 2001 年的“9.11”事件。经济学将这种突发事件称之为典型的暂时性外生冲击 (Temporary External Shock) (张晓生, 2007)<sup>①</sup>。证券市场作为经济的晴雨表, 可以用来衡量社会突发事件对经济的影响程度。近些年来, 有关社会突发事件对资本市场反应的影响的研究受到的关注越来越多。

#### 2.1.1 国外的研究

一般研究表明, 重大的社会突发事件如战争、恐怖袭击和飞机坠机事件等都会对资本市场和资产价格产生影响 (Choudhry, 1995; Frey & Kucher, 2000, 2001; Amihud & Wohl, 2004; Massimo & Eliana, 2005; Schneider & Troeger, 2006; Massimo & Eliana, 2007)。国外关于社会突发事件对资本市场影响的研究文献主要集中在恐怖袭击和武装冲突的股价效应上, 究其原因, 主要是欧美的部分国家在二十世纪及二十一世纪初的这段时期因政治局势不稳或其他社会原因发生了一些性质较为恶劣的恐怖袭击和暴力冲突事件, 为社会突发事件与资本市场的研究提供了较好的素材。

以 2001 年 9 月的美国“9.11”恐怖袭击案作为对象的事件研究成为近十年来该领域的研究热点之一。D.A.Carter and Siems. T. (2002)<sup>②</sup>发现, “9.11”事件对航空股股价产生了显著的负向影响。当然, 除了“9.11”恐怖袭击研究外, 也有学者对二十世纪以来发生的同种性质的事件进行了梳理和研究。Chen, A., and

<sup>①</sup> 张晓生. 突发事件对股市影响的实证分析——以 2003 年禽流感影响股市为例[J]. 世界经济情况, 2007 (1): 43-46.

<sup>②</sup> D.A.Carter and Betty J. Simkins. Do markets react Rationally? The effect of the September 11<sup>th</sup> Tragedy on Airline Stock Returns.2002.

Siems. T. (2003)<sup>①</sup>运用事件研究法对自 1915 年开始的 14 起恐怖或军事袭击事件对美国和全球股票市场的影响进行了研究, 研究表明, 美国股市对突发社会政治事件的市场抵抗能力有所提高, 部分原因可能是自二十世纪以来美国不断完善其银行和金融系统以为资本市场提供充足的流动性, 在一定程度上保持了资本市场的稳定、减缓了突发事件造成的市场恐慌。Massimo and Eliana (2005)<sup>②</sup>运用事件研究法研究了 1974 至 2004 年间爆发的 112 起武装冲突事件对包含股票、大宗商品、期货及贵金属等金融产品市场的影响, 发现其中的绝大多数事件对股票市场指数都有着显著影响, 从市场反应的方向来看, 事件发生国的股票市场与全球股票市场相比更有可能出现正向的反应, 究其原因主要有两个方面, 其一是由于武装冲突爆发激发了事件发生国国民的团结意识, 这种意识转化为对股票市场的支持行为; 另一方面则是投资者认为冲突的爆发表明事情出现了进展, 最坏的时刻已经过去, 因而冲突爆发被视作“好消息”。除了这些关于恐怖事件和武装冲突事件对股票市场整体的影响的研究之外, 也有学者在公司层面进行相关事件研究。Abadie and Gardeazabal (2003) 以巴斯克祖国与自由权 (Euskadi Ta Askatasuna, 简称 ETA) 宣布停火为中心事件, 对发生在巴斯克地区的武装冲突进行了事件研究, 发现只有在巴斯克地区有经营活动的公司的股票受到停火事件的影响, 产生了显著的正向反应。Massimo and Eliana (2007)<sup>③</sup>研究了安哥拉内战宣布结束这一事件的股价效应, 发现在该国享有优惠待遇的钻石采掘公司股票出现了显著为负的反应。

除此之外, 也有学者研究了坠机事件、突发自然灾害等对股票市场的影响, W. Brian Barrett et al. (1987) 研究了自 1962 年 1 月至 1985 年 12 月间发生的 78 起重大坠机事件的股价效应, 研究结果支持了股价对未预期事件会迅速作出反应这一假设。R. P. Lamb (1995) 研究了发生于 1992 年的安德鲁飓风对财产保险公

---

<sup>①</sup> Chen, A., and Siems. T. The effect of terrorism on global capital markets[J]. *European Journal of Political Economy* Vol. 20 (2004) 349-366

<sup>②</sup> Massimo and Eliana. The Economic Effect of Violent Conflict: Evidence from asset market reactions[J]. Working Paper. 2005.

<sup>③</sup> Guidolin and La Ferrara. Diamonds are forever, Wars are not: Is Conflict bad for private firms?[J]. *The American Economic Review*, 2007, 12: 1978-93.



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库