



体育产业政策的发布对资本市场的普遍有效性研究

陈卓,陈林华

摘要: 为了了解我国体育产业政策的发布对资本市场的有效性,选取了5个近几年发布的体育产业政策,以体育为主营业务的A股上市公司为研究对象,采用事件研究法考察这些政策发布前后体育类股市的反应情况,实证后发现市场对不同政策的反应是不同的,而且并非所有体育产业政策的发布都会对体育产业股票市场产生显著的冲击。并结合国内专家的研究,进一步分析产生这种情况的原因以及作用机理,最后给出相应的结论以及启示。

关键词: 体育产业;政策;收益率;股市

中图分类号:G80-05 文献标志码:A 文章编号:1006-1207(2018)02-0062-07

DOI:10.12064/ssr.20180207

Is the publication of the sports industry policy universal effective in the capital market?

CHEN zhuo, CHEN Linhua

(School of sports science and engineering, East China University of Science and Technology, Shanghai 200237, China)

Abstract: In order to understand the effectiveness of the publication of China's sport industry policies to the capital market, the article selects 5 policies issued recently and an A-share Chinese company whose main business is sport as the subject. By the method of event study, the response of the sport industry market before and after the issue of the policies was observed. It is discovered after the empirical study that the response of the market to the different policies is different. And not all the publication of the sport industry policies will generate a notable impact on the stock market of sport industry. Based on the research achievements of the domestic experts, the article further analyzes the cause and mechanism of the case and comes to the corresponding conclusion and inspiration.

Key Words: sport industry; policy; yield; stock market

近年来,随着国民经济的不断快速发展,健康已越来越为人们所重视,全民健身计划也上升为国家战略。政府一方面极力支持体育产业的全面发展;另一方面,也不断为增加体育消费,扩大内需而努力。消费升级推动健康娱乐等高质量现代服务需求崛起,体育产业作为现代服务业的重要内容之一,面临着很好的发展机遇。根据国家统计局和国家体育总局联合发布的统计数据显示:2015年我国体育产业总产值为1.7万亿元,增加值为5384亿元,占同期国内生产总值的比重为0.8%,远低于欧美发达国家同时期的体育产业比值(占GDP约3%~4%)。在

2014年10月20日,国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》(国发46号文件),从多个角度明确指出全民健身上升为国家战略,体育产业作为绿色、朝阳产业扶持,该文件发布让我国各个省、市、自治区纷纷将注意力聚焦在体育产业的发展上,并将其作为新的经济增长点进行培养。国发46号文件发布至今,国家体育总局、发改委、文化部、财政部、新闻出版广电总局、旅游局、统计局已出台包括《体育总局关于全面清理不利于体育产业发展有关规定的通知》《中央集中彩票公益金支持体育事业专项资金管理办法》《体育总局办公厅

收稿日期:2018-01-08

基金项目:教育部人文社会科学研究青年项目(13JYC890007);2017年上海市体育社会科学研究重点课题(TYSKYJ2017007)。

第一作者简介:陈卓,男,甘肃临洮人,在读硕士研究生。主要研究方向:体育产业经济学。E-mail:samc.chen@foxmail.com。

作者单位:华东理工大学体育科学与工程学院,上海200237。



关于进一步清理规范赛事收费的通知》在内的 15 份配套文件、《中国冰雪运动发展规划(2016—2025 年)》《中国足球中长期发展规划(2016—2050 年)重点任务分工》《体育产业发展“十三五”规划》《“健康中国 2030”规划纲要》等一系列助推体育产业本体、相关及外围产业协同发展的政策。其中 2016 年 7 月 13 日国家体育总局发布的《体育产业发展“十三五”规划》,明确提出了体育产业五大发展目标和八大体育相关重大产业,制定了体育产业规模超 3 万亿、产业增加值占 GDP 1%以及体育消费额占人均可支配收入超 2.5%的目标。这些政策的效果到底怎么样?本文将从体育资本市场中股市对不同政策反应程度的角度为政策效果提供答案。

1 相关研究综述

目前我国评价体育产业政策效果的研究相对较少。这主要是由我国体育产业发展程度较为低下和体育产业数据统计工作滞后等造成的。易剑东通过对一些地方体育局的调查数据分析,结合史密斯模型和专家访谈法构建评价指标,利用层次分析法和模糊评价法对体育产业政策发布的有效性进行综合评价,发现我国体育产业政策的总体效力较好,但还须加强执行能力和政策宣传力度^[1]。林建君利用体育产业及相关产业的统计数据,以投入产出法评价体系为框架,得出东部、西部和中部地区在体育产业下属的子产业,具有产业政策超前发展优势^[2]。王裕雄利用事件研究法对国发 46 号文件的发布效果进行了实证分析,结果表明该政策的发布对大部分体育类上市公司的股价有着明显的影响^[3]。但他对体育类上市公司选取过于宽泛,而且方法粗糙,另外未能进一步地说明政策对股市的影响情况。朱启莹同样采用事件研究法,研究发现,2014 年 9 月 2 日召开的国务院常务会议(该会议提出要大力发展体育产业)和国发 46 号文件的发布对体育产业资本市场具有一定的冲击,整体体育产业环境对产业政策的发布反应积极^[4]。但是在该研究中,只考察了一个政策文本发布对体育产业资本市场的影响情况,且国发 46 号文件对于体育的发展而言,是一件跨时代且具有里程碑意义的大事。因此单独对国发 46 号文件进行评价是不具有普遍说服力的。当然,也有一部分学者认为近几年来政府发布的体育产业政策本身存在着很大的问题。陈晓峰通过文献资料法和内容分析法研究,认为我国现今体育产业政策仍存在内核系统呈现整体力量薄弱、内部结构失衡、需求型政策工具缺失、供给型政策工具不足和环境型政策工具

过溢等一些相对突出的问题。这些问题的存在都会阻碍体育产业政策的落地和实施^[5]。陈晓峰在肯定当前体育产业政策的一些优点之后,指出仍然存在政策价值取向较多弊端、政策主体单一性过于突出、政策工具保障效用不足以及政策环境支撑性作用较弱等问题^[6]。

2 政策分析

2014 年 10 月国务院发布 46 号文件,成为中国体育产业发展的一个重大转折点。这个政策的发布甚至可以写入中国体育史。它的特殊意义在于第一次把中国体育产业放在了如此高的位置,同时它也是新中国成立以来第一个由国务院颁布的有关促进体育消费的文件。五棵松场馆运营方、华熙国际文体公司总经理国今娇回忆说,2014 年以前体育产业非常的平静。该政策的出台对上市公司来说,无疑是一个前所未有的巨大政策利好。自此以后,政府开始频繁发布关于促进体育产业及体育产业子产业和交叉产业政策。发展初期的体育产业在股票形态上明显展现出“政策市”的特点。本研究通过对 2014 年 10 月—2017 年 1 月之间国家发布的关于助推体育产业的政策进行检索和整理之后,筛选出如下 5 个体育产业类政策(表 1)。

表 1 政策发布一览表

Table I List of the Policies Issued

发布日期	市场情况	发文机构	政策名称
2014.10.20	牛市	国务院	《加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2015.11.19	熊市	国务院办公厅	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》
2016.6.23	震荡	国务院	《全民健身计划(2016—2020 年)》
2016.7.13	震荡	国家体育总局	《体育产业发展“十三五”规划》
2016.10.25	震荡	中共中央、国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》

国发 46 号文件主要内容是:(1)转变政府职能、取消不合理的各类相关行政审批权,政府部门要为各类赛事的举办提供服务,积极推进各类体育事务从政府包办逐渐向社会承担的过渡工作;(2)鼓励社会资本进入体育产业,培育各类体育单位与体育中介组织,打造企业文化品牌,鼓励企业进行市场开发;(3)利用各地区区位优势打造区域特色体育产业和建立体育产业集群,抓好潜力产业,以三大球为切入点,同时鼓励冰雪运动等特色项目。(4)拓展体育产业业态,鼓励体育产业挖掘相关产业以及外围产业。(5)充分利用现有设施,合理布局,实现体育场馆及相关设施全覆盖,大力发展休闲健身项目、丰富体育



赛事活动。(6)鼓励日常健身活动,推动场馆设施利用并加强体育文化宣传。国发46号文件的特殊历史意义在于:其第一次把中国体育产业放在了如此之高的位置,同时它也是新中国成立以来第一个由国务院颁布的有关加快体育产业发展和促进体育消费的文件,这为游离多年的体育产业在这场时代热潮中找到了自己的担当与定位。另外,该文件全方位为体育产业的未来发展指明了方向以及发展目标,并给予全面的政策支持。最大的亮点是到2025年要达到体育产业规模超过5万亿和经常参加体育锻炼的人口达到5亿的目标。对于这样一个具有里程碑意义的政策而言,市场的反应肯定会非常激烈。

2015年11月19日,国务院办公厅发布《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》(以下简称意见),该意见指出重点发展贴近服务人民群众生活、需求潜力大、带动作用强的生活性服务领域,推动生活消费方式由生存型、传统型、物质型向发展型、现代型、服务型转变,促进和带动其他生活性服务业领域发展。要建立健全九大种类服务,其中之一就是体育服务。意见指出,要大力推动群众体育与竞技体育协同发展,促进体育市场繁荣有序,加速形成门类齐全、结构合理的体育服务体系。以足球、篮球、排球三大球为切入点,加快发展普及性广、关注度高、市场空间大的运动项目。同时要培育一批符合市场规律、具有竞争力的体育产业基地。鼓励体育优势企业、优势品牌和优势项目“走出去”。总结意见后发现,体育产业只是宏大发展目标中的一小块,并且还只是体育核心产业即服务业层面。就目前而言,我国体育类上市公司中,大部分属于体育制造业领域。因此,该意见在体育资本市场的反应应该不大。

2016年6月23日,国务院发布《全民健身计划(2016—2020年)》(以下简称国发37号文)提出实施全民健身计划是国家的重要发展战略。文件的主要内容:(1)要大力弘扬体育文化,促进人的全面发展,将体育文化深度融入体育健身的全周期全过程,营造全民爱健身的良好氛围。(2)激发市场活力。因地制宜,大力发展各类体育运动项目,为社会提供全面的、丰富多彩的体育产品供给。(3)大力支持体育场馆设施建设并进一步盘活存量资源。(4)充分发挥全民健身的体育核心产业、相关产业及外围产业的推动作用。(5)搭建全民健身国际交流平台,加强国际间的互动交流,进而提升国家形象和增强国家软实力。(6)全民健身要充分考虑地区、人群因素,推动公共体育服务均等化、重点化。可以看出,该文件主要围绕“全民健身”这个核心词汇而展开,而且文

末要求县级以上政府要做好监督检查工作,定期开展第三方评估和满意度调查。说明该文的发布主要目的在于提高群众身体素质。对于拉动体育消费和促进体育产业,文件中并没有给出具体操作,仅是一些纲要性意见,所以体育资本市场应该是一个反应平平的状态。

2016年7月13日,国家体育总局发布《体育产业发展“十三五”规划》,该文件指出,虽然“十二五”期间,我国体育产业取得较大的发展,但仍然面临着产业发展水平较低、产业结构不合理、市场主体活力和创造力不强以及产品有效供给不足等一系列问题。在此背景下,该文件针对性地提出:(1)要完善市场体系、激发市场活力以及打造服务平台。(2)要大力培育体育骨干企业、扶持中小微企业以及培育体育社会组织。(3)要调整产业结构、完善产业布局、加强体育产业示范引领并促进体育产业与其他产业之间的融合。(4)要加强体育场地建设和促进体育市场供给,积极推动“互联网+体育”。(5)要大力挖掘体育消费潜力并完善体育消费政策,并以体育产业中的八大行业培育为重点扶持行业。总结后发现,该文件的发布对体育产业未来5年的发展方向做了广而全的覆盖,从当前情况、总体要求、发展目标、主要任务以及主要措施方面都给予明确的说明。该文的发布应该会在体育资本市场达到一石激起千层浪的效果。

2016年10月25日,中共中央、国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》,该文件以“共建共享、全民健康”为主题,旨在提高人们健康水平、加快体育健康产业和健康事业建设以及建立健全促进健康的制度体系。其主要内容可分为以下几个方面:(1)要利用健康教育将健康理念融入到人民生活中去,使人民拥有良好的健康行为和身体素质。(2)要加快和强化医疗服务全覆盖,并且利用商业保险、医疗保险等体系完善健康保障。(3)要大力改善环境、食品药品安全、安全生产和职业环境等方面工作,从而建设一个良好的健康环境。(4)大力发展健康产业、建设休闲运动产业。(5)深化体制改革、推动科技创新、人才培养、信息化服务体系、健康法制建设和加大国际交流。该文件最大的亮点是将健康纳入经济社会发展全局,这对于推动经济社会发展方式转变、改善百姓生活具有重要意义。从体育产业的角度来看,大健康产业蕴含的市场潜力不可估量,其上下游产业链以及相关产业必将受到很大的推动,因此该文件发布应该会对体育类资本市场造成不小的震动。

3 事件研究法与数据来源

3.1 事件研究法的建立

为了发现导致收益率波动异常的原因, Brown 和 Fama 提出了事件研究法^[7,8], 它的原理十分简单: 找到在某一时期所发生的某个事件, 研究该事件前后股票收益率的变动情况, 从而解释事件对于股票收益率的影响和股票对于事件的反应程度。收益率代表波动, 所以收益率越大表示波动越大。

建立事件研究法要在研究时间范围内寻找事件, 这样就能确定一个事件期, 一个完整的事件期包括估计期、事前检验期和事后检验期 3 个部分, 事前检验期和事后检验期并称为估计窗。将事件发生的日期标记为 T , 则令事前检验期为 $T-T_1$, 令事后检验期为 T_2-T , 令估计期为 T_1-T_0 。估计期的长度一般视具体研究而定, 本文选取估计期的长度为 30 个交易日, 选取该长度一是为了避免在对后面进行期望异常收益率时回归方差的误差平方和过大, 二是本文在回归分析时, 发现 R 方均大于 0.9, 这对于计算期望正常收益率来讲十分有利。选取事前检验期和事后检验期的长度均为 10, 即估计窗的范围为 $[-10, 10]$, 即从事件发生之日起前 10 个交易日和后 10 个交易日, 共计 21 个股票交易日。本研究使用的事件分析法的具体情况如图 1 所示。

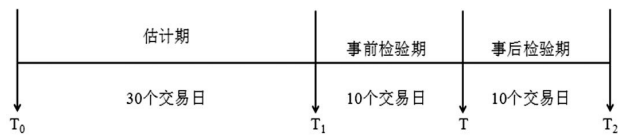


图 1 事件期示意图

Figure 1 Diagram of the Event Period

第一步: 收集估计期 T_0-T_1 共 30 个交易日的股票价格和市场指数(沪、深指数), 然后计算出它们对应的收益率, 记为 $r_{m,t}$ 和 $r_{i,t}$ 。计算公式分别为 $r_{m,t}=(P_{m,t}-P_{m,t-1})/P_{m,t-1}$ 和 $r_{i,t}=(I_{i,t}-I_{i,t-1})/I_{i,t-1}$, 其中 $r_{m,t}$ 代表第 i 个公司在第 t 日的股票收益率, $r_{i,t}$ 代表上证综指或者深证成指在第 t 日的收益率。本文为了数据更加平稳和平滑, 在这里计算股票的连续复利收益率和市场指数连续复利收益率, 计算公式分别为 $R_{m,t}=\ln(r_{m,t}+1)$ 和 $R_{i,t}=\ln(r_{i,t}+1)$ 。

第二步: 计算期望正常收益率。利用市场模型法 (Market Model) 计算期望正常收益率, 数据的选取是事件分析法所定的估计期中包含的数据。以该期的股票价格收益率为因变量, 该只股票对应的市场指数收益率为自变量, 进行回归分析。得到回归模型为 $R_{i,t}=\alpha_i+\beta_i R_{m,t}+\varepsilon_{i,t}$, 它的前提假设是: 残差项是零均

值和同方差的。那么期望正常收益率为 $E[R_{i,t}|R_{m,t}] = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$ 。

第三步: 计算异常收益率和累计异常收益率。异常收益率的计算公式为 $AR_{i,t}=R_{i,t}-E[R_{i,t}|R_{m,t}]$, 在这里要说明的是, 减去期望正常收益率 $R_{i,t}$ 的是估计窗包含数据的期望正常收益率。然后在给定的 H 时间段内, 计算累计异常收益率为 $CAR_i(t,t+H)=\sum_{h=0}^H AR_{i,t+h}$ 。本研究中, 采用诸多上市公司为样本, 故而计算平均异常收益率和累计平均异常收益率, 分别记为 \overline{AR}_i 和 $\overline{CAR}_i(t,t+H)$ 。

计算公式分别为 $\overline{AR}_i = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N AR_{n,t}$ 和 $\overline{CAR}_i(t,t+H) = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N CAR_{n,t,t+H}$ 。

第四步: 构建 J 统计量进行假设检验。为了检验上面的结果究竟是由股价随机波动引起的, 还是事件发生引起的, 就要对结果作显著性统计检验。其中原假设 H_0 : 累计异常收益率 (或异常收益率) 的均值为 0, 即政策事件的发布对股市异常收益率或者累计异常收益率的影响是不显著的。考虑本研究的样本情况属于小样本, 所以采用袁显平小样本条件下的标准化方法, 构造统计量如下 (该统计量服从标准正态分布), 其中 L_1 是估计期的长度^[9]。

$$J = \left[\frac{N(L_1-4)}{L_1-2} \right]^{\frac{1}{2}} \overline{SCAR}(t_1, t_2)$$

$$\overline{SCAR}(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{CAR_i(t_1, t_2)}{[\sigma_i^2(t_1, t_2)]^{\frac{1}{2}}}$$

3.2 数据来源

本文以上海、深圳证券交易所挂牌的全部在平安证券编制的体育板块上市股票为计算范围, 由于体育产业板块中有相当一部分公司在业务上只是涉足体育, 主营业务并不是体育相关类产业 (据不完全统计, 该类公司已达 67 家之多), 所以这些公司的股价不能有效反映体育产业股票领域中的具体情况政策对体育产业板块股价波动的具体影响, 而且股价异常波动也会影响计算结果。因此经过手动筛选之后, 选取主营业务为体育产业的上市公司, 在 A 股上市的体育公司有 7 个 (表 2)。

4 实证研究

本研究在给出的计量数据如表 3 和表 4 所示, 分别是 6 个事件对应的平均异常收益率和平均累计异常收益率和它们对应统计量的检验结果。值得说明的是, 由于股市中存在大量的不确定性, 同时为了本研究结论的准确性, 本文对显著性水平设置为 5%。



表 2 样本公司情况一览表

Table II Information of the Sample Firms

公司名称	股票代码	交易市场	公司及主营业务情况
中体产业	600158	深市	中体产业主要经营体育用品的生产、加工、销售；体育场馆、设施的投资、开发、经营；承办体育比赛；体育运动产品的生产、销售；体育运动设施的建设、经营；体育俱乐部的投资、经营；体育健身项目的开发、经营；体育专业人才的培训；体育信息咨询。
贵人鸟	603555	深市	贵人鸟股份有限公司是运动鞋、服装品牌企业，主要从事运动鞋、运动服装的研发、设计、生产和销售。运动鞋及运动服装分为“专业运动”和“运动休闲”两大系列。
信隆健康	002105	沪市	信隆健康专业从事自行车车把、立管、坐垫管、避震前叉等自行车零配件及体育运动健身康复器材的研发、生产及销售。
三夫户外	002780	沪市	该公司主要经营户外运动用品的设计、技术开发。组织体育活动、销售文化体育用品、办公用品、针纺织品、服装、鞋帽、户外装备等。
青岛双星	000599	沪市	该公司是全国规模最大的制鞋企业集团。“双星”商标首批被认定为“中国驰名商标”；双星牌运动鞋连续 10 年夺得同类商品市场销售第一。
探路者	300005	沪市	该公司主要投资研究、设计、开发、销售帐篷、睡袋、登山器材、服装、鞋帽、背包及羽绒制品等。
莱茵体育	000558	沪市	该公司的主营业务主要集中在实业投资，体育活动的组织、策划、体育场馆的设计、施工、管理及设备安装，体育用品的研发与销售，化工原料（不含化学危险品和易制毒品）的销售，体育经纪代理业务，知识产权代理（除专利代理）。

数据来源：平安证券网站。

表 3 平均异常收益率和累计异常收益率

Table III Average Abnormal Returns and Cumulative Abnormal Returns

类型 时间 t	2014 年 10 月		2015 年 11 月		2016 年 6 月		2016 年 7 月		2016 年 10 月	
	AR (%)	CAR (%)	AR (%)	CAR (%)	AR (%)	CAR (%)	AR (%)	CAR (%)	AR (%)	CAR (%)
10	1.11	-0.89	-1.14	-1.14	0.81	0.81	-1.97**	-1.97	0.05	0.05
9	0.22	1.33	-0.60	-1.73	-0.50	0.31	0.57	-1.40	0.16	0.21
8	-1.27	0.06	-2.46*	-4.20	-2.31	-2.00	-1.12	-2.52	-0.64	-0.43
7	1.99*	2.05	4.63**	0.44	-0.13	-2.13	-2.13**	-4.65	0.81	0.39
6	1.09	3.14	0.54	0.98	-0.14	-2.27	-0.17	-4.81	0.62	1.01
5	0.78	3.92	0.52	1.50	-0.91	-3.17	0.17	-4.64	0.08	1.09
4	-0.51	3.41	-2.71*	-1.21	0.67	-2.51	-1.08	-5.72	-1.75**	-0.65
3	-0.22	3.18	1.09	-0.11	-0.36	-2.87	0.54	-5.18	1.30*	0.64
2	-1.05	2.13	1.30	1.18	-0.33	-3.21	-0.91	-6.09	0.44	1.08
1	3.04**	5.17	1.21	2.39	1.20*	-2.01	-2.59**	-8.69	-1.33*	-0.24
0	0.64	5.81	-0.60	1.78	0.71	-1.30	0.76	-7.92	-0.21	-0.46
1	3.27**	9.07	1.55	3.33	0.54	-0.76	2.00**	-5.93	3.05***	2.59
2	6.39***	15.47	1.23	4.57	-0.27	-1.03	-0.50	-6.42	-0.13	2.46
3	-1.43	14.03	-2.21*	2.36	1.13*	0.09	0.81	-5.61	-0.71	1.75
4	-2.17*	11.86	-0.81	1.55	-1.76**	-1.67	4.61***	-1.00	1.18*	2.93
5	4.13***	15.99	-0.04	1.51	0.61	-1.06	-0.63	-1.64	-0.10	2.84
6	-0.75	15.25	2.08	3.59	-1.04	-2.10	-0.62	-2.26	-1.45*	1.39
7	-0.07	15.18	-0.09	3.50	-1.66**	-3.76	1.21	-1.05	-0.56	0.83
8	-2.82**	12.36	2.53	6.03	0.02	-3.74	-0.05	-1.10	0.56	1.38
9	-1.77	10.59	-5.64**	0.39	0.30	-3.44	-1.84*	-2.94	-0.44	0.94
10	-0.35	10.24	1.10	1.49	0.21	-3.23	0.38	-2.53	0.22	1.16

注：*** 表示 1% 的水平下显著，** 表示 5% 的水平下显著，* 表示 10% 的水平下显著。

从表 3 可以看出，2014 年 10 月 20 号，国发 46 号文件发布的前一个交易日，收益达到了 3.04%，有显著异常波动。在发布当天虽然收益率依旧为正值，但是波动不是很明显。政策发布后的 10 个交易日中，有 6 个交易日有显著异常波动，而且均为正向

波动。从表 4 对不同时间段的累计平均异常收益率进行检验之后发现，累计波动均显著异常。从不同事件窗来看，[-5, -5]事件窗和[0, 5]事件窗对政策发布的短期影响更加强烈。从累计平均异常收益率来看，短期过后，事件的影响开始慢慢降低，但是影响依旧



表 4 累计平均异常收益率检验表

Table IV Checklist of the Cumulative Average Abnormal Returns

类型 时间 t	2014 年 10 月		2015 年 11 月		2016 年 6 月		2016 年 7 月		2016 年 10 月	
	CAR(%)	J 统计量	CAR(%)	J 统计量	CAR(%)	J 统计量	CAR(%)	J 统计量	CAR(%)	J 统计量
[-10,10]	10.24	8.12***	1.49	1.05	-3.23	4.61**	-2.53	3.27**	1.16	2.013*
[-5,5]	12.87	9.87***	0.53	0.37	1.23	1.76*	3.18	4.11***	1.82	3.16**
[-1,1]	6.95	5.33***	2.16	1.91*	2.45	3.5**	0.17	0.22	1.51	2.62**
[-10,0]	5.82	4.47***	1.78	1.25	-1.29	1.84*	-7.93	10.26***	-0.47	0.82
[0,5]	10.83	8.31***	-0.88	0.61	0.96	1.37	7.05	9.7***	3.08	5.34***
[0,10]	5.07	3.88**	-0.9	0.63	-1.44	2.04*	6.13	7.93***	1.41	2.44**

注:*** 表示 1%的水平下显著,** 表示 5%的水平下显著,* 表示 10%的水平下显著。

较大。从事前检验期来看,股市对该文件已有反应,期间异常收益率的降低应该是有主力操控。

2015 年 11 月虽然发布关于《加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》,但是其中着重提到了要加快发展体育产业。从表 3 来看,体育股市对该文件的发布当天以及事后一天反应较

为平缓,从表 4 来看,只有[-1,1]事件窗的累计平均异常收益率是显著不为 0 的,说明事件发生前后的极短期内股市依旧出现了反应,但是后续反应消失。从图 2 来看,其累计平均异常收益率在窗口期的波动非常平稳。说明市场对该政策的反应较为平缓。

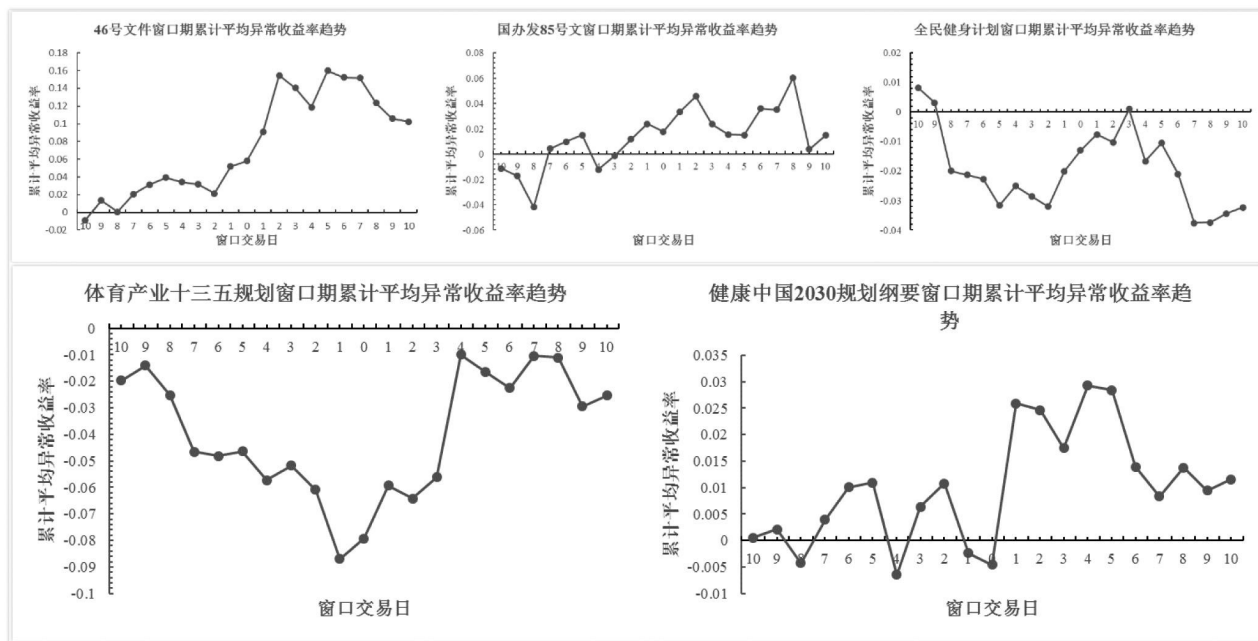


图 2 各个政策颁布前后体育类股市的累计平均异常收益率的变动

Figure 2 Changes of the Cumulative Average Abnormal Returns of the Sports Stock Market before and after the Promulgation of the Various Policies

2016 年 6 月 23 日印发《全民健身计划(2016—2020)》的通知,事件发布的前一个交易日股市异常收益率开始显著异常波动,后续 3 个交易日异常收益率均为正值,且第三个交易日异常波动显著,从表 4 来看,[-10,10]事件窗和[-1,1]事件窗的累计平均异常收益率波动在 5%的水平上显著,说明政策的发布对股市产生了一定的影响,事件窗[0,5]虽然体现了政策发布对股市的正向影响,但是从[0,10]事件窗的情况来看后续股价下跌过快。

2016 年 7 月 13 日国务院发布了《体育产业发

展“十三五”规划》,从平均异常收益率来看,事件发布日的前一个交易日异常收益率显著负向增长,而事件发生后,又开始显著正向增长,这说明政策发布消息泄露,可能有主力操控。从累计平均异常收益率的波动来看,只有[-1,1]事件窗不显著异常波动,其他都显著异常波动,从图 2 来看,在政策颁布当日前后累计平均收益率呈现出非常明显的 V 型走势。结合事后检验期来看,股价被政策利好大幅正向推动,杀跌作用明显。但是事前检验期股价下跌明显,进一步证明主力操作的可能。



2016年10月25日,国务院发布《“健康中国2030”规划纲要》,从异常收益率来看,特征与前面《体育产业发展“十三五”规划》发布时表现一致,事件发布日的前一个交易日异常收益率显著负向增长,而事件发生后,又开始显著正向增长。从表4的累计平均异常收益率上来看,事前检验期累计平均异常收益率没有显著出现异常波动,但是在其他时间段之内却显著异常波动,且均为正值,图2累计平均异常收益率的走势说明政策颁布前走势上下波动较为平稳,政策颁布之后走势大幅上升,说明事件对股市影响非常显著。

5 总结与启示

本研究通过对2014—2016年政府对体育产业采取的一系列扶持性政策出台前后相关上市公司股市反应进行研究后发现:在牛市中,能够以一定的力度正向推动股价上涨,同时在震荡市和熊市中,也能够起到一定的杀跌作用。但是从表5中能够看出,并非所有的体育产业政策的发布都会对体育类股市造成显著的影响,同时每个政策的出台对股票收益率的影响力度也有强有弱。由国务院或者国家体育总局发布,具备纯粹体育及体育产业性质,且内容宏大、具有历史意义的体育产业政策对股市的影响较大,反之则影响较小。另外,政策发布前期股市出现异常波动,这种迹象表明,体育产业政策的发布之前很可能会出现信息泄露的情况,导致体育产业的股价容易受到机构或者主力恶意操控。

表5 实证分析结论

Table V Conclusions of the Empirical Analysis

政策 情况	国发 46号 文件	体育产 业发展 十三五 规划	“健康中 国2030” 规划 纲要	全民健身 计划 (2016— 2020年)	加快发展生活 性服务业促进 消费结构升级 的指导意见
影响程度排序	5	4	3	2	1
5% (显著性水平)	显著	显著	显著	不显著	不显著
10% (显著性水平)	显著	显著	显著	显著	不显著

注:影响程度排序5表示最影响最强烈,依次降低。

本文通过实证体育产业政策对股市的影响,得到以下启示。

一是体育产业政策的全面性是促进体育产业发展的重要因素。相比其他的政策而言,国发46号文件和《体育产业发展“十三五”规划》更加全面、更加系统、更加有效。这两个政策文件各自从体育产业所面临的时代机遇和市场形势出发,对未来体育产业的发展进行了全面规划并指明了方向。这样的政策的支持效果就会非常好,相应地,市场反应程度也会

达到一个很好的预期。

二是体育产业政策的明确性以及详细程度会极大地影响到资本市场对政策的解读。在《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》这个政策中,对体育产业的发展只是很笼统地做了相关表述,并未像《体育产业发展“十三五”规划》那样。这样资本市场在解读文件时,对政府的态度就会存在不确定性,对政策的可操作性也会存在怀疑。相应地,市场反应就会大打折扣。

三是资本市场往往对政策的颁布具有非常高的敏感度,但是本文发现个别体育产业政策的颁布并未对体育资本市场产生显著的作用。因此本文对该类政策今后的落地实施状态持怀疑态度,建议政府在政策执行上应加大实施力度,制定政策实施,以有效落实方案。

四是在本文的实证过程中发现一些体育产业政策出台之前股市已经开始出现异常波动,建议相关部门做好政策保密工作,以免在股市中出现恶意操控等不良事件。

参考文献:

- [1] 易剑东,袁春梅.中国体育产业政策执行效力评价——基于模糊综合评价方法的分析[J].北京体育大学学报,2013,(12):6-10+29.
- [2] 王裕雄,靳厚忠.中国体育产业新政效果如何——来自资本市场的证据[J].北京体育大学学报,2017,(1):16-21.
- [3] 朱启莹,黄海燕.体育产业政策对体育类上市公司资本市场价值的短期影响[J].上海体育学院学报,2016,(6):1-7+15.
- [4] 陈晓峰.我国现今体育产业政策分析:存在问题与发展趋势[J].北京体育大学学报,2017,40(05):7-15.
- [5] 陈晓峰.国家治理视域下我国体育产业政策的现实审视与发展策略[J].上海体育学院学报,2016,40(6):16-23.
- [7] Brown S. J., Warner J. B. Using daily stock returns: The case of event studies[J]. Journal of financial economics, 1985, 14(1):3-31.
- [8] Fama E. F. Efficient capital markets: II[J]. The journal of finance, 1991, 46(5):1575-1617.
- [9] 袁显平,柯大纲.事件研究方法及其在金融经济研究中的应用[J].统计研究,2006,(10):31-35.

(责任编辑:陈建萍)