



# 我国体育产业政策对体育资本市场价值的短期影响:基于事件研究法

周浩,刘顺,刘献国\*

**摘要:** 利用资本市场体育产业股票的交易数据,对《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》(以下简称《意见》)的政策效果进行评估。选取沪深两市A股62只体育产业相关上市公司股票,基于事件研究法计算62个研究样本在政策颁布事件窗口期的异常收益率(AR)、平均异常收益率(AAR)、累计异常收益率(CAR)和平均累计异常收益率(CAAR)。结果表明:《意见》的颁布对我国体育产业资本市场上市公司股票产生了显著的正向影响效应,但在不同事件窗口期的影响效果差别较大。具体表现为:在整个事件窗口期取得了显著的CAR且平均值为0.046 67, CAR为正值的股票个数为40只,占样本总量的64.52%;AAR在[-10,-9]交易日和[-5,-3]交易日为正值且数值较大,导致CAAR在这两时段快速拉升;AAR在-1交易日之后趋于平稳波动,CAAR也在高位进行平稳波动。为使“十四五”时期体育产业政策发挥有效作用,推动新时期我国体育产业高质量发展,从两个层面建议:强化有为政府政策干预,提升体育政策实施效果;增强有效市场行业自律,肩负体育资本市场责任。

**关键词:** 体育产业;高质量发展;政策评估;资本市场;事件研究法

中图分类号:G80-05 文献标志码:A 文章编号:1006-1207(2024)01-0050-08

DOI:10.12064/ssr.2023062901

## The Short-term Impact of China's Sports Industry Policy on the Value of Sports Capital Market with the Event Study Method

ZHOU Hao, LIU Shun, LIU Xianguo\*

(College of Physical Education, Henan Normal University, Xinxiang 453007, China)

**Abstract:** The paper evaluates the policy effects of the *Opinions of the General Office of the State Council on Promoting National Fitness and Sports Consumption and Promoting High-Quality Development of Sports Industry* (Opinions) with the trading data of sports industry stocks in the capital market. Sixty-two stocks of A-shares in Shanghai and Shenzhen related to the sports industry are selected. The abnormal returns, average abnormal returns, cumulative abnormal returns, and cumulative average abnormal returns of the 62 research samples during the window period of the policy promulgation event are calculated with the event study method. The results show that the promulgation of the Opinions has a significant positive impact on the stocks of listed companies, but the effect of the Opinions varies greatly between different event windows. Specifically, a significant cumulative abnormal return with a mean value of 0.046 67 was achieved throughout the event window. The number of stocks with positive cumulative abnormal returns was 40, accounting for 64.52% of the total sample. The average abnormal returns were positive and large in [-10, -9] trading days and [-5, -3] trading days, resulting in a rapid pull-up of cumulative average abnormal returns in these two periods. The average abnormal returns tend to fluctuate smoothly after -1 trading day, so the cumulative average abnormal returns also fluctuate smoothly at a high level. We put forward reasonable suggestions at two levels to make China's sports industry policy play an effective role in the 14th Five-Year Plan period and better promote the high-quality development of China's sports industry in the new period, namely, the policy intervention of the government and the industry self-discipline of the effective market from the process of the formulation and implementation of the policy of the sports industry.

**Keywords:** sports industry; high-quality development; policy evaluation; capital market; event study method

收稿日期:2023-06-29

基金项目:河南省哲学社会科学规划项目(2021CTY032)。

第一作者简介:周浩,男,博士,讲师,硕士生导师。主要研究方向:体育政策评估。E-mail:m18435173846@163.com。

\*通信作者简介:刘献国,男,硕士,教授,博士生导师。主要研究方向:体育管理学。E-mail:xianguo\_liu@htu.edu.cn。

作者单位:河南师范大学体育学院,河南新乡453007。



体育产业是推动经济发展和社会进步的重要标志,对于促进居民消费、引导健康生活方式、提高全民身体素质和改善生活质量均具有重要意义<sup>[1]</sup>。我国经济已从高速增长阶段转向高质量发展阶段,目前正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期<sup>[2]</sup>,受新冠疫情影响全球经济产业结构受到严重冲击,后疫情时期面对各行各业的重构复苏<sup>[3]</sup>,高质量发展成为新时代体育产业承担使命的必然要求。体育产业政策的有效执行是推动体育产业高质量发展的重要保障,“十三五”时期作为贯彻实施《关于加快发展体育产业 促进体育消费的若干意见》(以下简称《若干意见》)的第一个关键五年,我国体育产业市场主体持续壮大、产业基础不断夯实<sup>[4]</sup>。进入“十四五”,体育产业高质量发展进入攻坚期,《关于促进全民健身和体育消费 推动体育产业高质量发展的意见》(以下简称《意见》)的颁布为体育产业的发展指明了新方向。产业的发展在很大程度上依赖于政策的制定和实施,政策发挥了重要的市场导向和调控作用,但体育产业政策实施过程中既存在市场为寻求政策支持而促进政策目标实现的“激励效应”,又存在市场为获取政策优惠措施而采取机会主义行为使政策实施效果减弱的“迎合效应”<sup>[5]</sup>,关于产业政策的有效性学界并未达成一致结论,另外我国体育产业政策评估工作也相对滞后,因此亟待加强体育产业领域政策效果评估工作的开展。

随着体育产业在国民经济中的地位日益凸显,越来越多的学者开始关注体育产业政策的实施效果,但到目前为止学界尚未形成普遍认可的政策效果评估框架和模式。政策评估是政策评估主体根据一定的标准和程序,考察政策执行的各个环节,对政策的效果、效益及价值进行检验、评价和判断<sup>[6]</sup>。20 世纪 90 年代末,在“循证决策运动”的影响下,国外政策评估研究在众多领域快速发展。Houlihan<sup>[7]</sup>呼吁“要加强体育政策评估研究,利用政策科学的分析模型和方法评估体育政策”,但国外体育政策评估研究始终发展缓慢。直到 2009 年 *International Journal of Sport Policy and Politics* 创刊后学界才开始进行实证研究<sup>[8]</sup>,已有研究主要利用政策工具评估政策效果。我国体育政策评估研究自 2010 年以来逐渐增多,主要集中在政策文本分析和评价指标体系构建,关于政策实施效果评估的研究较少,已有研究从政策工具和政策一致性角度,分析了全民健身政策、体育产业政策、学校体育政策和冰雪运动政策等,定性和定量研究方法均有使

用,定性评估方面以访谈为主,定量评估方面以问卷调查为主。

资本市场的健康发展离不开符合国情的市场交易制度与信息披露制度,马金海等<sup>[9]</sup>指出任何事件对研究主体产生的影响都能通过一定的外显指标反映出来,因此在理性条件下事件的影响会体现在股市指标上。目前测量资本市场股票在政策颁布或信息披露后一定时期内交易日数据波动的方式主要有两种:一是 Dolley<sup>[10]</sup>为检验股票拆细行为的价格效益运用的事件研究法;另一种是 Wichern 等<sup>[11]</sup>运用一阶自回归时间序列的方差变动检验股票价格行为提出的异常波动方法。事件研究法在计量经济学领域已被广泛应用于政策评估,有效市场理论认为政策对经济市场的作用能够通过企业收益凸显<sup>[12]</sup>,因此,本研究基于 A 股市场有效的假设前提下,借助 A 股资本市场体育股票交易数据,运用事件研究法,通过市场模型评估《意见》的效果,推动我国体育产业政策效果评估工作开展,为“十四五”时期体育产业的高质量发展提供理论和实践支持。

## 1 理论分析与研究假设

国家产业的发展需要市场力量与政府力量的有机结合,在不完美市场和不完备政府之间找到平衡,产业政策正是实现这种结合和平衡的重要工具。实践中,各国根据国情制定相应产业政策是一种普遍做法。早在 20 世纪 50 年代末,欧美国家就运用经济政策和其他手段进行产业管理,产业政策制定与实施能够实现追赶重点产业、保护幼稚产业、助推产业升级。体育产业政策的制定实施能够影响体育产业的发展,反之体育产业的发展也是指导体育产业政策制定的重要依据,两者相辅相成。从协同演化理论应用于经济学领域的视角出发,体育产业政策与体育产业高质量发展之间并非简单的机械影响,而是两个独立系统在一定环境中内部各要素之间的资源配置与信息融合,进而促进二者在新时期背景下的共同演进。因此协调好体育产业政策与体育产业高质量发展之间的关系,依据现行体育产业市场环境制定有效的体育产业政策和充分发挥体育产业政策对体育产业市场的干预作用是当前促进体育产业高质量发展面临的现实问题。

市场无序竞争、企业融资困难、资本无序扩张等问题都会导致市场失灵,从而抑制体育产业发展的积极性,因此在实际操作中需要政策的调控来降低市场失灵和法治建设不足所带来的企业经营成本。面对上述问题,政府主要通过税收政策、土地规划和



人才引进政策等优惠措施弥补企业在发展过程中的损失,从而达到激励产业发展的目的,如江苏省通过减免体育企业税收和发放体育消费券扩大体育消费需求,山西省和陕西省制定专项体育人才发展规划以吸纳人才。已有研究也证实了税收优惠政策、政府补助政策和人才引进政策对产业发展所带来的正向影响效应。与体育产业政策的“激励效应”研究不同,有研究者指出在产业政策执行过程中还存在“迎合效应”。政策的实质是政府与企业签订的不完全契约,在政策执行过程中由于市场的不确定性而无法保证政策的有效执行,另外由于政策体系不健全、不当的政府干预、政策寻租行为等突出问题,从而会产生政策的“迎合效应”,最终导致政策实施效果不佳,更严重的情况会造成产业泡沫化现象。基于资源诅咒理论,袁建国等<sup>[13]</sup>证实,在企业获得政策优惠后,由于高额的寻租成本,企业更容易走向没落。因此政策“迎合效应”所产生的不良后果,会严重阻碍体育产业高质量发展。

政策制定的目的是政策制定者通过对政策目的和行动纲领的设定使之在社会生产实践中产生一定的经济效益和社会效益<sup>[14]</sup>,我国体育产业在一系列产业政策的指引下市场规模不断扩大,体育产业消费成为居民消费结构的重要组成部分。数据显示,截至2021年我国体育产业总规模达3.1万亿元,占同期国内生产总值1.07%<sup>[15]</sup>。目前我国产业经济政策研究领域的争论主要集中在“是否需要政府来制定政策”,以林毅夫教授为代表的学者强调“有为政府”的价值和以张维迎教授为代表的学者拥护“有效市场”的理论是这一争议的集中体现。面对“产业政策之争”交战双方的各自立场,本研究认为应将“是否需要政府来制定政策”转向“加强产业政策效果评估”,这一命题对于新时期我国体育产业高质量发展更具现实意义。近年来基于事件研究法对体育产业政策的评估中,朱启莹等<sup>[16]</sup>评估得出《若干意见》的颁布对资本市场具有较为明显的短期正向影响,另外王裕雄等<sup>[17]</sup>运用同样的方法评估《若干意见》,发现70%以上的体育产业上市公司股票在政策颁布事件窗口期内的累计异常收益率为正,再一次证实了上述研究结果的准确性。

综上所述,无论从体育产业经济学统计指标,还是基于已有研究的政策效果评估结果,都表明体育产业政策的颁布会对我国体育产业发展产生显著的正向推动作用。因此基于上述理论分析,本研究提出假设:《意见》的颁布对我国体育产业资本市场上市公司股票具有显著的正向影响效应。

## 2 研究设计

### 2.1 研究方法

本研究采用事件研究法对《意见》的效果进行评估。事件研究法作为计量经济学中政策效果评估研究的重要方法,其核心是基于资本市场股票交易数据,用政策实际产生的效果与假设没有实施该政策效果之间的股票数据差值来估计政策的效益。但现实中由于经济社会的复杂性,研究中难以完全排除其他事件对研究造成的影响,只能尽量对其控制,另外在模型的应用上仅用单指数市场模型对股票市场收益进行衡量存在一定的局限性,因此该方法仅用于探索事件可能带来的影响,并不能确定是否存在因果关系<sup>[18]</sup>。具体步骤主要基于某一事件的发生,首先确定事件和事件日,然后选择合适的事件窗口期和估计窗口期,最后通过合适的模型对个股研究样本在事件窗口期的AR(Abnormal Returns,异常收益率,指某一特定事件或信息公布后,股票的实际收益率与预期收益率之间的差异)、AAR(Average Abnormal Returns,平均异常收益率,指所有样本异常收益率的平均值)、CAR(Cumulative Abnormal Returns,累计异常收益率,指在一段特定时间内,股票的累计实际收益率与累计预期收益率之间的差异)和CAAR(Cumulative Average Abnormal Returns,平均累计异常收益率,指所有样本累计异常收益率的平均值),评估事件发生在资本市场所产生的效果。

#### 2.1.1 事件、事件日、事件窗口期和估计窗口期的确定

事件为《意见》的颁布。国务院办公厅完成这一政策文件的日期为2019年9月4日,文件的正式颁布日期为2019年9月17日,因此将2019年9月17日定为事件日。由于《意见》的颁布未提前召开新闻发布会,研究的事件是市场未预期的,因此将2019年9月17日定为事件日具有合理性,即事件研究法中的 $t=0$ 天。

股价对于新的市场信息可能提前反应也可能滞后,因此需要采用较长的事件窗口期。结合我国资本市场情况和已有研究结果,将事件窗口期确定为2019年9月2日—10月8日,即 $[t_1, t_2]$ ,其中 $-10 \leq t_1 \leq t_2 \leq 10$ 。事件研究中估计事件窗口期的选择较为敏感,可以通过调整事件窗口期的宽度进行稳健性检验<sup>[19]</sup>,因此研究首先对整个事件窗口期 $[-10, 10]$ 检验,然后再对事件窗口期中的每一天进行分析。

对于估计窗口期的选取虽无特定要求,但估计窗口期的选取过长或过短都能影响研究对个股预期收益率的估计。估计窗口期选取过长可能导致数据



发生结构性变化,选取过短可能导致不能精确找到事件窗口期数据的变化规律,最终都将导致模型参数估计不准确,而使预测出的个股预期收益率不准确。因此根据已有研究和本研究的实际情况,研究将估计窗口期确定为 2019 年 3 月 25 日—8 月 30 日,共 110 个交易日,估计窗口期为 $[-120, -11]$ 。

### 2.1.2 模型选取与计算

根据事件研究法的标准计算程序,选取市场模型分别对研究样本在事件窗口期的 AR、AAR、CAR 和 CAAR 进行计算<sup>[20]</sup>,具体步骤如下。

第一步:计算个股、上证指数和深圳成指在事件窗口期和估计窗口期的实际收益率( $R_{it}$ ),为研究做铺垫。其中, $R_{it}$ 代表股票  $i$  在  $t$  交易日的实际收益率; $P_{it}$  和  $P_{it-1}$  分别代表股票  $i$  在  $t$  和之前一个交易日的收盘价; $R_{mt}$  代表指数  $m$  在  $t$  交易日的实际收益率; $P_{mt}$  和  $P_{mt-1}$  分别代表指数  $m$  在  $t$  和之前一个交易日的收盘价。

$$R_{it} = \frac{P_{it}}{P_{it-1}} - 1 \quad R_{mt} = \frac{P_{mt}}{P_{mt-1}} - 1 \quad (1)$$

第二步:运用市场模型构建个股实际收益率( $R_{it}$ )与所在市场的收益率( $R_{mt}$ )之间的关系,利用已求出的估计窗口期收益率数据构建 OLS 回归,得到  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$  的参数估计值。

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

第三步:根据第二步计算得出的  $\hat{\alpha}_i$  和  $\hat{\beta}_i$  估计值,计算每只个股在事件窗口期的 AR。其中, $AR_{it}$  代表股票  $i$  在  $t$  交易日的 AR; $\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$  代表股票  $i$  在  $t$  交易日的预期收益率。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (3)$$

第四步:计算每只个股在事件窗口期的 CAR。其中, $CAR_{i(t1,t2)}$  代表股票  $i$  在  $t1$  到  $t2$  事件窗口期内的 AR 之和。

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \quad (4)$$

第五步:计算 62 个研究样本在事件窗口期的 AAR。其中, $AAR_{i(t1,t2)}$  代表 62 个研究样本在  $t1$  到  $t2$  事件窗口期内的 AAR。

$$AAR_{i(t1,t2)} = \frac{1}{N} \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \quad (5)$$

第六步:计算 62 个研究样本在事件窗口期的 CAAR。其中, $CAAR_{i(t1,t2)}$  代表 62 个研究样本在  $t1$  到  $t2$  事件窗口期内的 CAAR。

$$CAAR_{i(t1,t2)} = \frac{1}{N} \sum_{t=t1}^{t2} CAR_{it} \quad (6)$$

## 2.2 数据来源

目前大多证券交易软件及网站对体育产业概念板块股票并没有进行详细的分类归纳。同花顺作为国内产品类别最全面的互联网财经信息服务商,具有较强的权威性。本研究在同花顺官网上输入“体育产业”进行检索,检索到体育产业板块(BKD9CF)股票共 69 只。其中:嘉麟杰(002486)由于公司筹划发行股份购买北极光电(深圳)有限公司 100% 股权同时募集配套资金,于 2019 年 7 月 23 日—8 月 5 日停牌 10 天;中体产业(600158)由于中国证监会上市公司并购重组审核委员会定于 2019 年 6 月 26 日召开工作会议,审核公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易,于 2019 年 6 月 26 日停牌 1 天。导致这两只个股在估计窗口期存在数据缺失,为降低两家上市公司对研究的影响故将其剔除。另外由于华利集团(300979)、久祺股份(300994)、中粮工业(301058)、共创草坪(605099)和舒华体育(605299)5 只股票均在事件窗口期之后上市,不符合本研究要求故予以剔除,最终获得 62 个研究样本。

巨潮资讯网作为中国证券监督管理委员会指定的上市公司信息披露网站,创建于 1995 年,是国内最早的证券信息专业网站,同时是国内首家全面披露深沪上市公司公告信息和市场数据的大型证券专业网站,具有较强权威性。本研究在巨潮资讯网的行情中心下载了体育产业板块 62 个研究样本、上证指数(000001)和深圳成指(399001)在事件窗口期和估计窗口期的交易日收盘价数据,作为主要研究数据。

## 3 结果与分析

### 3.1 整个事件窗口期的 CAR 估计

根据上述计算步骤可计算出 62 个研究样本在事件窗口期内每天的 AR 和整个事件窗口期 $[-10, 10]$ 的 CAR,计算结果如表 1 所示。

### 3.2 全部样本的 CAR 检验

从表 1 可见,62 个研究样本在整个事件窗口期的 CAAR 为 0.046 67,且 CAR 为正值的股票个数为 40 只,占样本总量的 64.52%,说明《意见》的颁布对我国体育产业资本市场上市公司股票效益带来了正向影响。选择合适的统计检验方法对研究经济、金融事件特别是事件对股票价格反应较为微弱的情况十分重要,因此为确认上述结果是否由股价的随机波动所引起,仍需进一步检验。



表 1 62 只股票在整个事件窗口期的 CAR

Table 1 CAR of 62 stocks during the whole event window period

| 股票代码   | CAR      | 股票代码   | CAR      | 股票代码   | CAR       | 股票代码   | CAR       |
|--------|----------|--------|----------|--------|-----------|--------|-----------|
| 600052 | 0.733 26 | 002899 | 0.091 02 | 002264 | 0.022 64  | 000002 | -0.024 65 |
| 603129 | 0.465 91 | 000558 | 0.088 93 | 000069 | 0.022 06  | 600018 | -0.030 88 |
| 603081 | 0.371 21 | 300005 | 0.079 41 | 600814 | 0.021 93  | 002229 | -0.032 92 |
| 300280 | 0.341 54 | 002694 | 0.072 14 | 600881 | 0.021 18  | 002482 | -0.033 52 |
| 603000 | 0.315 93 | 002027 | 0.064 07 | 603001 | 0.007 48  | 601966 | -0.034 65 |
| 002776 | 0.259 17 | 600706 | 0.062 92 | 300526 | 0.005 20  | 300577 | -0.055 57 |
| 600136 | 0.223 11 | 600663 | 0.062 12 | 603555 | 0.004 53  | 300612 | -0.066 62 |
| 300472 | 0.193 27 | 002181 | 0.056 17 | 002523 | 0.004 16  | 600655 | -0.068 21 |
| 300703 | 0.187 49 | 002431 | 0.054 26 | 002768 | -0.001 57 | 300291 | -0.074 61 |
| 000796 | 0.125 72 | 002489 | 0.050 78 | 002346 | -0.007 19 | 002639 | -0.083 75 |
| 300162 | 0.122 23 | 300247 | 0.050 73 | 000530 | -0.009 85 | 002701 | -0.092 64 |
| 603908 | 0.117 06 | 002400 | 0.033 65 | 002235 | -0.010 09 | 002395 | -0.095 64 |
| 000639 | 0.105 92 | 300651 | 0.033 23 | 600358 | -0.011 27 | 002780 | -0.164 57 |
| 300269 | 0.104 84 | 300133 | 0.032 62 | 002105 | -0.014 55 | 002858 | -0.280 96 |
| 002832 | 0.098 92 | 600555 | 0.028 90 | 002024 | -0.015 61 |        |           |
| 300232 | 0.096 62 | 300043 | 0.026 33 | 000811 | -0.018 21 |        |           |

目前关于事件研究法结果的检验较多,总体来讲已有研究在对研究结果检验时主要运用参数检验和非参数检验,一般非参数检验与参数检验一并使用,以达到利用非参数检验结果考察参数检验结果的稳健性<sup>[21]</sup>。本研究首先对整个事件窗口期单变量 CAR 进行正态性检验,为提高检验效度,使用 K-S 检验和 S-W 检验(表 2),达到检验结果互证的目的。

表 2 单变量 CAR 非参数正态性检验

Table2 Univariate CAR nonparametric normality test

|     | df | K-S 检验    |       | S-W 检验    |        |
|-----|----|-----------|-------|-----------|--------|
|     |    | Statistic | P     | Statistic | P      |
| CAR | 62 | 0.182     | 0.029 | 0.833     | <0.001 |

从理论上讲,K-S 检验和 S-W 检验得到的结果大体相同,当分析样本小于 50 时倾向于使用 S-W 检验得到的正态性检验结果;当分析样本大于 50 时,倾向于使用 K-S 检验得到的正态性检验结果。单变量 CAR 的样本量为 62,且单变量 CAR 的两种检验方式 P 值均小于 0.05,单变量 CAR 满足正态性分布。在单变量 CAR 满足正态性分布的基础上,构建单样本 t 检验来判断 62 只体育产业相关上市公司股票在《意见》颁布事件窗口期[-10,10]的 CAAR 是否显著大于 0(表 3)。

表 3 单变量 CAR 单样本 t 检验

Table 3 Single sample t-test for univariate CAR

|     | t     | df | P     | 均值差值  | 95%置信区间 |       |
|-----|-------|----|-------|-------|---------|-------|
|     |       |    |       |       | 下限      | 上限    |
| CAR | 3.062 | 61 | 0.003 | 0.059 | 0.020   | 0.097 |

从表 3 可见,95%置信区间不包含 0 且  $P < 0.05$ ,本研究认为 CAAR 显著大于 0,最终能够确定 62 只体育产业相关上市公司股票在《意见》颁布的整个事件窗口期[-10,10]获得了显著的 CAAR,《意见》的颁布对我国体育产业资本市场上公司股票带来了显著的正向影响效应,故研究假设得到支持。

### 3.3 各事件窗口期 AAR 和 CAAR 分析

通过上述步骤计算得出 AR 和 CAR 的基础上进一步计算出 62 个研究样本在事件日及前后 10 天各交易日的 AAR 和 CAAR(表 4)。在各事件窗口期交易日中,AAR 为负值时均未达到显著水平;AAR 为正值的天数为 12 天,但达到显著水平的天数仅有 4 天且均在事件日之前。CAAR 在 21 个事件窗口期交易日均为正值,仅在-6 交易日未达到显著水平,其他交易日均达到显著水平。再次证明了《意见》的颁布对我国体育产业资本市场上公司股票带来的显著正向影响效应。

为更清晰呈现《意见》的颁布对我国体育产业资本市场上公司股票带来的正向影响效应,绘制



表 4 62 只股票在各事件窗口期的 AAR 和 CAAR

Table4 AAR and CAAR of 62 stocks in each event window period

| 事件窗口期 | 交易日期      | AAR         | CAAR        | 事件窗口期 | 交易日期      | AAR       | CAAR        |
|-------|-----------|-------------|-------------|-------|-----------|-----------|-------------|
| -10   | 2019-9-2  | 0.007 04*   | 0.007 04*   | 1     | 2019-9-18 | -0.000 34 | 0.033 42*** |
| -9    | 2019-9-3  | 0.008 99*   | 0.016 03**  | 2     | 2019-9-19 | -0.001 36 | 0.032 06*** |
| -8    | 2019-9-4  | 0.000 12    | 0.016 15**  | 3     | 2019-9-20 | -0.001 69 | 0.030 37**  |
| -7    | 2019-9-5  | -0.001 87   | 0.014 28**  | 4     | 2019-9-23 | 0.003 99  | 0.034 36*** |
| -6    | 2019-9-6  | -0.003 96   | 0.010 32    | 5     | 2019-9-24 | 0         | 0.034 36*** |
| -5    | 2019-9-9  | 0.004 04    | 0.014 36*   | 6     | 2019-9-25 | -0.004 06 | 0.030 30**  |
| -4    | 2019-9-10 | 0.010 82*** | 0.025 18*** | 7     | 2019-9-26 | -0.002 80 | 0.027 50**  |
| -3    | 2019-9-11 | 0.007 81**  | 0.032 99*** | 8     | 2019-9-27 | 0.002 32  | 0.029 82*   |
| -2    | 2019-9-12 | 0.000 90    | 0.033 89*** | 9     | 2019-9-30 | 0.002 40  | 0.032 22*   |
| -1    | 2019-9-16 | 0.003 82    | 0.037 71*** | 10    | 2019-10-8 | -0.003 64 | 0.028 58*   |
| 0     | 2019-9-17 | -0.003 95   | 0.033 76*** |       |           |           |             |

注: \* 表示  $P < 0.05$ , \*\* 表示  $P < 0.01$ , \*\*\* 表示  $P < 0.001$ 。

AAR 和 CAAR 在事件窗口期的趋势图(图 1)。从图 1 可见, AAR 在事件窗口期绝大多数情况下为正值, 导致 CAAR 在事件窗口期均为正值; 值得注意的是 AAR 在[-10,-9]交易日和[-5,-3]交易日均为正值且数值较大, 致使 CAAR 在这两时段快速拉升; AAR 在-1 交易日之后趋于平稳波动, 因此 CAAR 也在高位平稳波动。

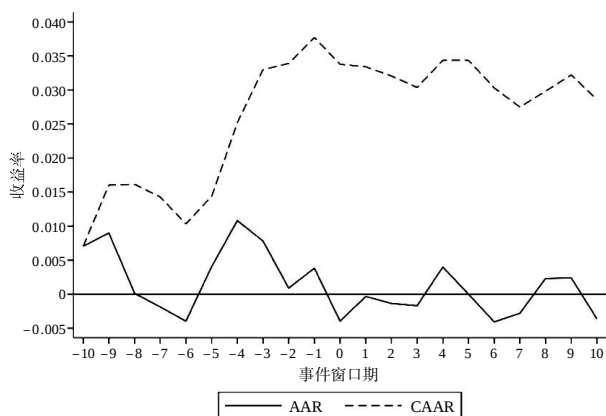


图 1 62 只股票在事件窗口期的 AAR 和 CAAR 趋势  
Figure1 AAR and CAAR trends of 62 stocks during the event window period

## 4 讨论

基于事件研究法以 A 股市场 62 只体育产业相关上市公司股票作为研究对象, 评估了《意见》在事件窗口期对我国体育产业资本市场产生的影响, 发现了一些有价值的研究成果。

第一,《意见》对我国体育产业资本市场上上市公司股票具有显著的正向影响效应。面对目前学界关于体育产业政策效果之争的各自立场, 研究结果证

实了《意见》对体育产业发展带来的正向激励效应。在政府与市场错综复杂的关系之间,《意见》产生的正向激励效应可从两方面分析: 基于“十三五”时期体育产业发展情况分析, 目前我国体育产业仍存在总体规模较小、产业结构不合理和区域发展不平衡等诸多问题,《意见》坚持目标导向与问题导向、内容衔接已有政策文件、具体明确每项政策部门分工, 解决了制约体育产业发展的制度性和体制性难题<sup>[22]</sup>, 从根本上提供了解决“十三五”期间体育产业发展过程中所存在问题和瓶颈的具体方案, 为“十四五”时期体育产业的发展提供了制度保障; 从更深层次的市场经济学角度分析, 由于社会主义市场经济体制的形成, 在体育产业的发展过程中已形成了一定的利益集团, 利益集团的存在对于相关政策的制定、传导和评估过程影响很大。相关利益集团彼此是一种相互博弈关系, 因此体育产业政策的实施效果如何也是利益集团之间博弈平衡的产物<sup>[23]</sup>。通过对《意见》颁布后资本市场的短期研究结果来看, 在既得利益集团的博弈下, 资本市场认可了《意见》为体育产业发展带来的契机, 大量资本涌入体育产业市场, 因此短期内《意见》对我国体育产业资本市场上市公司股票产生了显著的正向影响效应。

第二,《意见》对我国体育产业资本市场上上市公司股票的影响效果在不同事件窗口期存在显著差异。邢天才<sup>[24]</sup>认为, 经济政策是影响我国资本市场发展的重要力量, 无论是政策颁布、制度变迁, 还是信息释放都能够引起资本市场的反应。基于宏观经济政策角度分析, 政府未提前公布《意见》的情况下, 体育产业资本市场产生的超前反应并非正常现象, 这说明在政策颁布日即事件日之前政策颁布的消息



可能被资本市场得知<sup>[25]</sup>,市场主力资金提前进行了布局建仓,拉高了62家体育产业上市公司的股价,导致了在事件日 $t=0$ 之前的 $[-5, -3]$ 事件窗口期CAAR进行了快速拉升,在政策颁布时散户得到政策信息后建仓,但此时提前布局建仓的资金已经开始抛售股票进行清仓,造成62家体育产业上市公司的股价下跌,因此导致事件日之后的事件窗口期AAR并不显著。体育产业政策在实施过程中由于种种原因信息被提前泄露,使投资者无法形成合理的市场预期,这难免会产生投资泡沫和非理性投资行为,另外滋生出的权钱交易腐败行为,会严重扰乱有效市场的秩序。随着市场化进程的加快,政府与市场之间的关系已由“双重创造”逐步转向“双向塑造”,在此过程中,需共同克服经济发展过程中的政府与市场失灵<sup>[26]</sup>。因此,厘清政府与市场的关系,将权利关在制度的“牢笼”之中,着力维护市场运行秩序对于体育产业高质量发展尤为重要。

## 5 结论与建议

### 5.1 结论

基于事件研究法对政策《意见》的效果进行了量化评估,证实了《意见》对体育产业资本市场产生的正向激励作用,并且在不同事件窗口期存在显著差异。《意见》能够对体育产业资本市场产生显著的正向影响效应是由于《意见》为解决体育产业发展存在问题提供了政策保障,既得利益集团也认可《意见》能够在“十四五”时期推动体育产业高质量发展。《意见》对体育产业资本市场所产生的正向激励作用是有为政府与有效市场的共同作用结果。

### 5.2 建议

基于研究结果,为使“十四五”时期体育产业政策发挥有效作用,推动新时期我国体育产业高质量发展,本研究从体育产业政策制定和实施过程中有为政府的政策干预和有效市场的行业自律两个层面提出建议。

(1)强化有为政府政策干预,提升体育政策实施效果。由于体育产业政策的制定部门和政策类别不同,政策的影响力与约束力也不尽相同,体育产业政策制定过程中应加强组合政策的制定,重视政策主体组合、政策目标组合和政策工具组合,各政策之间协调一致从而提升体育产业政策效力。政策在具体实践中可能存在未执行或执行过程中打折扣的情况,使政策效果无法到达预期目的,因此要健全政策监管体系,在政策执行过程中落实责任主体和责任

顺序,以此提高政策执行主体在政策执行过程中的责任意识。另外,我国体育产业政策在实施过程中缺乏评估制度,通过建立体育产业政策综合评价模型,形成多角度、多阶段的政策评估框架,发现并反馈体育产业政策实施过程中的问题,及时调整体育产业政策实施过程中的问题与偏差,为制定新政策和配套措施提供经验。

(2)增强有效市场行业自律,肩负体育资本市场责任。体育产业政策为体育产业发展指明了方向,资本市场应积极响应国家号召,支持体育产业政策相关举措,将投资行为与国家政策导向相结合,积极与政府建立战略合作关系,助力国家体育产业政策目标的实现。为提升行业规范发展,国家也制定了一系列法律法规,例如证券法、反垄断法等,资本市场应遵守法律法规,确保投资经营活动符合法律规定,避免承担不必要的法律风险。资本市场也应按照法律要求建立完善的信息披露制度,保障市场的公开透明。此外,在体育产业发展过程中,资本市场应明确自身社会责任和使命,积极与利益相关方展开合作对话,加强各方沟通交流,为我国体育产业高质量发展作出积极贡献。

## 参考文献:

- [1] 邓亚萍.中国体育产业发展机遇[J].清华金融评论,2021,9(8):28-30.
- [2] 习近平.决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利:在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告[M].北京:人民日报出版社,2017:27.
- [3] 克劳斯·施瓦布,蒂埃里·马勒雷.后疫情时代:大重构[M].世界经济论坛北京代表处,译.北京:中信出版社,2020:164-165.
- [4] 鲍明晓.从体育部门经营创收到现代体育产业体系初创:对改革开放以来中国体育产业发展的思考[J].体育科学,2018,38(7):15-16.
- [5] 杨国超,芮萌.高新技术企业税收减免政策的激励效应与迎合效应[J].经济研究,2020,55(9):174-191.
- [6] 李志军.重大公共政策评估理论、方法与实践[M].北京:中国发展出版社,2016:1.
- [7] HOULIHAN B. Public sector sport policy: Developing a framework for analysis[J]. International Review for the Sociology of Sport, 2005, 40(2):163-185.
- [8] GRICX J, LINDSEY I, DE BOSSCHER V, et al. Theory and methods in sport policy and politics research[J]. International Journal of Sport policy and politics, 2018, 10(4):615-620.



- [9] 马金海,唐德祥,王牧.我国股市政策效应的实证分析[J].企业经济, 2007, 27(5):169-171.
- [10] DOLLEY J C. Characteristic and procedure of common stock split-ups[J]. Harvard Business Review, 1933, 11(3): 316-327.
- [11] WICHERN D W, MILLER R B, HSU D A. Changes of variance in first order autoregressive time series models: With an application[J]. Journal of the Royal Statistical Society: Series C(Applied Statistics), 1976, 25(3):248-256.
- [12] FAMA E F. The behavior of stock-market prices[J].The Journal of Business,1965,38(38):34-105.
- [13] 袁建国,后青松,程晨.企业政治资源的诅咒效应:基于政治关联与企业技术创新的考察[J].管理世界,2015, 31(1):139-155.
- [14] 李晓萍,张亿军,江飞涛.绿色产业政策:理论演进与中国实践[J].财经研究,2019,45(8):4-27.
- [15] 国家体育总局.总结经验 把握机遇 凝心聚力 开拓创新:在新的起点上奋力推动体育产业高质量发展[EB/OL]. (2023-04-28) [2023-08-27].<https://www.sport.gov.cn/n20001280/n20745751/c25532574/content.html>.
- [16] 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, 40(6):1-7,15.
- [17] 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,2017,40(1):16-21.
- [18] COUTTS J A, MILLS T C, ROBERTS J. The market model and the event study method: A synthesis of the econometric criticisms[J]. International Review of Financial Analysis, 1994, 3(2):149-171.
- [19] 黄炜,张子尧,刘安然.从双重差分法到事件研究法[J].产业经济评论,2022,10(2):17-36.
- [20] 张子尧,黄炜.事件研究法的实现、问题和拓展[J].数量经济技术经济研究,2023,40(9):71-92.
- [21] 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,2006,23(10):31-35.
- [22] 刘扶民.贯彻落实《国务院办公厅关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》推动体育产业成为国民经济支柱性产业[J].体育科学,2019, 39(10):3-10.
- [23] 郑志强.中国体育产业政策研究综述[J].体育学刊, 2010,17(6):14-20.
- [24] 邢天才,王笑.经济政策不确定性对中国资本市场发展的影响及其应对[J].中州学刊,2022,44(6):14-20.
- [25] CALLEN J L,KANIEL R,SEGAL D. Filing speed, information leakage, and price formation[J].Review of Accounting Studies,2023,28(3):1618-1656.
- [26] 周黎安.从“双重创造”到“双向塑造”:构建政府与市场关系的中国经验[J].学术月刊,2023,55(3):5-21.
- (责任编辑:晏慧)

(上接第 49 页)

- 的传播与发展[J].浙江体育科学,2023,45(5):40-44,86.
- [17] ANNAMALAI B, SHABBIRHUSAIN R, CHANDRAS-EKARAN S, et al. Cultural differences in sports fan engagement on Facebook: A comparison of Australian and Indian cricket league [J].International Journal of Sport Management and Marketing, 2022, 22(1-2):120-141.
- [18] KOMAL G, SARAH Z. Governance in Indian cricket: Examining the Board of Control for Cricket in India through the good governance framework[J].Sport in Society, 2020, 24(5):830-845.
- [19] JOSEPH W. Live broadcasting of cricket in India Pakistan: Right to information, commercialization competition issues[J]. Indian Law Review, 2020, 4(3):316-342.
- [20] 彭国强.国家生命周期视角下美国竞技体育强国的成长历程、特征及启示[J].体育科研,2022,43(2):13-22.
- (责任编辑:黄笑炎)