

# 网络互动的治理效能：企业盈余管理的视角

丁亚楠<sup>1</sup> 王建新<sup>2</sup>

(1.北京物资学院会计学院,北京 101149;  
2.中国财政科学研究院,北京 100142)



**内容提要：**网络平台成为中小投资者参与公司治理的重要方式，中小投资者利用网络平台与管理者的网络互动成为影响管理者行为的重要方式。但是，其到底扮演积极治理角色还是引发管理者机会主义行为？其内在的机制为何？这是值得深入探讨的重要现实问题。本文基于2011—2019年沪深两市交易所互动平台问答数据，检验中小投资者利用网络力量对上市公司管理者行为的影响。研究表明，中小股东与公司的在线互动沟通增大了管理者的压力感知与迎合性行为倾向，管理者会采取更多的盈余管理行为。基于管理者个性特征、公司与市场层面的分析表明，当管理者过度自信程度较低、股价盈余信息敏感性较高时，互动沟通影响下的盈余管理程度更大，且管理者通过盈余管理推高了公司短期股价，市场错误定价程度增加。本文从管理者角度补充了网络互动平台的公司治理影响研究，有助于更加深入理解互联网技术应用下不同市场主体的行为动机与表现，对进一步加强上市公司信息披露监管，促进网络社交媒体作用发挥具有重要启示。

**关键词：**网络互动沟通 盈余管理 压力感知 迎合行为

**中图分类号：**F270 **文献标志码：**A **文章编号：**1002—5766(2023)12—0159—19

## 一、引言

随着网络互动平台在资本市场应用的推广，上市公司信息披露渠道变得多元，披露方式从“公告独白”向“多渠道对话”转变，管理者也逐渐从“幕后”走向“前台”。借助深交所“互动易”和上交所“上证e互动”两个互动平台，投资者可以直接向管理者提出质询和建议，管理层则有针对性地进行答复，且区别于传统的机构调研、电话会议等形式，互动平台的使用者以广大中小投资者为主，参与群体广泛，参与度高。截至2019年，深交所“互动易”访问量达12亿人次，上交所“上证e互动”访问量达7.72亿人次<sup>①</sup>。资本市场中的中小投资者通常处于信息劣势，已有对网络媒体资本市场应用的研究也多聚焦投资者的信息获取与解读，从降低信息不对称角度探究其对市场定价效率的影响(徐巍和陈冬华,2016<sup>[1]</sup>;何贤杰等,2018<sup>[2]</sup>;丁慧等,2018a<sup>[3]</sup>;卞世博等,2022<sup>[4]</sup>)。然而，信息传递模式转变带来的影响并不局限于某一方，随着越来越多的中小投资者利用社交媒体发声，分散的投资者声音借助网络平台得以汇聚，投资者对管理者的影响也在不断加深(马连福和张晓庆,2020<sup>[5]</sup>;Charles等,2022<sup>[6]</sup>;Zhang,2023<sup>[7]</sup>)。互动是一种交互影响和相互作用，上市公司的信息供给直接受到投资者多维信息需求的约束与驱动，通过互动对话的方式，管理者能够更加直接地了解到投资者的关注与需求并做出反应。

收稿日期：2022-12-27

**作者简介：**丁亚楠，女，讲师，管理学博士，研究领域是资本市场与公司治理，电子邮箱：792567615@qq.com；王建新，男（苗族），研究员，博士生导师，管理学博士，研究领域是公司治理与管理会计，电子邮箱：lxlwxs\_cn@sina.com。通讯作者：丁亚楠。

① 数据来源：《中国资本市场投资者保护状况蓝皮书(2020)》，中国证券投资者保护基金有限责任公司，2020年11月。

已有公司治理相关的研究表明, 媒体能够发挥有效的外部监督作用, 提高公司治理水平进而降低投资者与上市公司的信息不对称, 但同时媒体也会促使管理者迫于市场压力采取更多自利行为, 从而降低了公司的信息披露质量(于忠泊等, 2011<sup>[8]</sup>; 潘爱玲等, 2019<sup>[9]</sup>)。不同于传统媒体的第三方信息中介角色, 在互动平台中, 作为信息需求方的投资者与管理者直接对话, 不仅投资者获取了更多来自上市公司的信息, 管理者也获取了更多来自投资者的意见、观点与态度等信息。互动平台对投资者信息获取与解读的积极影响得到了较多证据支持, 但考虑互动沟通对管理者行为的影响, 互动式社交媒体是否发挥了有效的公司治理作用, 还是会在管理者机会主义行为动机的影响下产生相反的作用? 借助于沪深两市交易所互动平台, 本文拟对该问题展开探究。

本文的创新点主要体现在以下几个方面: (1) 已有投资者互动平台相关研究主要关注互动模式下从管理者到投资者的信息传递及其影响, 却忽视了从投资者到管理者的信息传递。在双向信息交流过程中, 来自投资者的反馈信息会影响管理者行为, 对该问题的探究是理解网络技术应用影响市场主体行为的重要探索, 有助于从管理者角度拓展并完善网络互动平台经济后果的研究。(2) 已有对媒体公司治理的研究更多聚焦于媒体功能的发挥, 对于特定媒体影响下的管理者行为缺乏深入探究, 本文通过对互动情境下管理者行为动机、表现与作用机制的分析, 结合管理者个性特征、公司层面特征以及市场表现进行拓展, 有助于在具体的应用场景中构建管理者行为的分析框架。(3) 盈余管理作为我国上市公司中普遍存在的现象, 对于其动因的探寻一直是实证会计领域的经典议题, 借助于投资者与上市公司互动沟通这一实践场景, 本文从更新的角度解释了盈余管理的管理者行为动因, 丰富了盈余管理问题的研究文献。

## 二、文献综述与理论分析

### 1. 文献回顾

网络互动平台作为一种基于网络信息技术的信息交互手段, 实现了信息由传统的单向式披露向互动式转变。股吧、微博等互动平台促进了投资者之间的交流, 深交所“互动易”和上交所“上证e互动”的开通更是建立起了投资者与管理者之间直接对话的渠道。网络平台传播范围广、传播速度快、成本低等特点提高了信息传递效率, 互动式的沟通方式则有助于投资者对信息的解读, 降低投资者与上市公司之间的信息不对称, 提高资本市场定价效率(谭松涛等, 2016<sup>[10]</sup>; 丁慧等, 2018b<sup>[11]</sup>; 蔡贵龙等, 2022<sup>[12]</sup>)。但与此同时, 由于社交媒体自身的传播特性, 缺少制度和声誉约束的网络互动平台使用者门槛较低, 参与者缺乏充分的专业知识且不受职业道德约束, 导致大量未经核实甚至虚假的信息在平台上传播, 因而也会对资本市场定价效率产生负面影响(Tumarkin和Whitelaw, 2001<sup>[13]</sup>; Drake等, 2017<sup>[14]</sup>; Jia等, 2020<sup>[15]</sup>)。

相较于资本市场定价效率研究, 聚焦于网络互动平台公司治理影响的研究逐步涌现, 但观点也存在分歧。部分研究指出, 网络互动平台通过降低投资者信息不对称进而强化了对管理者的监督, 压缩了管理层自利行为的空间, 平台对管理者的声誉约束能够促使管理者的行为更加透明化和合理化(高敬忠和杨朝, 2021<sup>[16]</sup>; 陈华等, 2022<sup>[17]</sup>; 朱迪, 2022<sup>[18]</sup>)。也有研究表明, 互动沟通中管理者会通过乐观语气掩盖负面信息(杨凡和张玉明, 2020)<sup>[19]</sup>, 在委托人和代理人因目标不一致而存在利益冲突的情况下, 仅仅靠改变沟通方式本身并不能从根本上弱化管理者为寻求私利而操纵信息披露的动机(李文贵和路军, 2022)<sup>[20]</sup>, 网络信息传播的广泛性和互动性会强化管理者的策略性信息披露行为(孟庆斌等, 2020)<sup>[21]</sup>。

参与主体和信息传递方式的不同决定了网络互动平台的影响与作用机制差异, 在探讨互动式信息传递的公司治理影响时, 信息供给方的内在动机是其逻辑分析的起点。管理者出于自利动机的机会主义行为始终存在, 在投资者利用平台获取信息的同时, 管理者在互动中也接收了更多来

自投资者的信息,而投资者相关信息也是管理者决策的重要依据,影响着管理者行为。已有研究表明,管理者会为迎合投资者进行信息披露,来自投资者的压力也会增大管理者的信息操控动机(Bens等,2012<sup>[22]</sup>;Brian等,2023<sup>[23]</sup>;王英允等,2019<sup>[24]</sup>;罗琦等,2021<sup>[25]</sup>)。与此相类似,我国上市公司业绩预告旨在解决重大事项中投资者与上市公司之间的信息不对称,但预告过程中管理者会根据自身利益选择业绩预告的精确性,最终影响了投资者决策(袁振超等,2014<sup>[26]</sup>;张饶等,2017<sup>[27]</sup>)。因此,当考虑互动情境中管理者行为的影响时,网络互动平台也可能存在对投资者不利的内容被研究者忽视。盈余管理是管理者进行信息操控的主要方式,也是已有研究中公司治理水平的重要衡量。管理层为了最大化其个人利益,利用会计政策选择和会计估计判断空间,调整或隐瞒企业对外报告的真实业绩,进而影响了投资者对企业真实情况的了解(Dechow,1994)<sup>[28]</sup>。基于此,本文聚焦网络互动平台应用下的管理者盈余管理行为,分别从传统的投资者监督角度与互动模式下的管理者信息接收角度分析其对盈余管理的影响。

## 2. 理论分析

从投资者监督作用的发挥与管理者接收投资者信息两个角度,网络互动沟通可能对管理者的盈余管理行为产生不同方向的影响。

(1)网络互动沟通可能会有效抑制管理者的盈余管理行为。盈余是投资者对上市公司做出投资决策的主要依据,盈余管理是上市公司中普遍存在的一种管理者机会主义行为。所有权与控制权分离下的委托方与代理方之间的利益矛盾是盈余管理的根源,而委托方与代理方之间的信息不对称则让盈余管理的实施成为可能。传统媒体作为一种外部治理力量,主要通过监督机制与声誉机制抑制管理者自利行为(Corea等,2008<sup>[29]</sup>;才国伟等,2015<sup>[30]</sup>;Kim,2019<sup>[31]</sup>;曹丽梅等,2021<sup>[32]</sup>)。但由于媒体通常并不拥有上市公司的所有权,也不掌握公司的控制权,这就决定了媒体往往并不会直接影响公司治理,而需要通过信息使用者得以实现。

一方面,网络互动沟通为投资者提供了直接获取上市公司信息的渠道,通过降低投资者与上市公司间的信息不对称,促进投资者监督作用的发挥,抑制管理者盈余管理行为。同时,投资者与管理者直接对话减少了信息传递过程中可能产生的噪音干扰,提高了信息获取的准确性和信息传递效率,进而有利于投资者能够更好地了解上市公司,更有效地对管理者实施监督,减少管理者盈余管理的可能与空间。

另一方面,相比于传统的定期报告披露,网络互动沟通兼具主动性与及时性的特点也促进了投资者监督作用的发挥。作为一个由多方参与的资本市场“社交平台”,互动平台中的信息交互行为基于庞大的用户规模,众多中小投资者根据自己的信息需求进行提问,话题具有广泛性和较强的时效性,提问涉及公司经营管理的各个方面,从而形成了对管理者多方面的监督。具有不同信息来源的中小投资者对管理者的机会主义行为敏感性较高,通过互动平台及时地提出质疑,借助网络平台的舆论导向功能,能够形成较大的社会监督力量,增加了管理者机会主义行为被披露的几率,有助于减少管理者的盈余管理行为。

此外,传统媒体曝光效应下,管理者实施机会主义行为面临更多的声誉损失,而在网络互动平台中,管理者的互动过程则直接受到监管方的约束。深交所“互动易”和上交所“上证e互动”分别由深交所和上交所建立,上市公司的互动过程受交易所监督,上市公司在互动平台的回复情况也会纳入交易所对上市公司信息披露质量的评估,对于互动中有违反信息披露行为的还会受到事后追责。

基于此,本文认为,互动沟通有助于降低投资者的信息不对称,促进投资者监督作用的发挥,进而抑制管理者的盈余管理行为。

(2)网络互动沟通也可能引致更多的管理者盈余管理行为。随着我国资本市场的不断发展,上市公司资本运作需求的增加,建立和维护投资者关系变得越来越重要(权小锋等,2016<sup>[33]</sup>;马连



福和张晓庆, 2020<sup>[51]</sup>)。我国上市公司的中小投资者占比较高, 网络媒体的资本市场应用拓展了中小投资者的信息渠道, 为其提供了发声平台, 网络投资者关系管理也逐渐被管理者所重视, 这不仅要求上市公司向投资者充分披露相关信息, 还要求上市公司通过建立独立的投资者关系管理部门收集来自投资者的反馈信息和信息需求, 系统整理后再反馈给公司管理层作为重要决策依据。网络互动平台中, 即是由负责投资者关系管理的上市公司董秘对投资者提问进行回复、汇总整理并反馈于管理者。这也是基于交易所对上市公司平台回复与处理的要求。《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》在考核内容和标准中提出重点关注是否通过“互动易”及时有效回答投资者问题, 是否以公告形式及时回应投资者的重要关注等。上交所发布的《上海证券交易所上市公司信息披露工作评价办法》也有类似规定。在上市公司投资者关系管理与交易所平台监管的双重影响下, 网络互动平台信息对管理者行为决策的影响日益突显。已有研究也指出了互动平台信息对管理者经营决策的反馈效应(窦超和罗劲博, 2020<sup>[34]</sup>; 朱迪, 2022<sup>[18]</sup>)。聚焦于本文的研究, 网络互动平台能够通过监督发挥有效的公司治理作用, 但互动情境下来自投资者的反馈信息也会影响管理者的行为动机, 进而可能产生相反的经济后果。

管理者实施盈余管理主要出于三个方面的动因, 薪酬动因、资本市场动因和监管动因, 其中, 资本市场动因是管理者实施盈余管理的主要动因(Graham等, 2005<sup>[35]</sup>; Cohen和Zarowin, 2010<sup>[36]</sup>)。由于盈余信息被投资者广泛用于评估公司股票价格, 管理者可能通过操纵盈余达到影响股价的目的。不同于第三方媒体报道产生的舆论压力, 互动沟通使得管理者直面来自投资者的压力。投资者的提问直接代表了投资者对上市公司的关注, 提问的频率越高, 投资者关注度越高。作为受关注股票的潜在净买入者, 投资者的信息搜索行为代表了投资者可能存在的购买意愿或一定的乐观预期, 从而给被关注的股票带来价格压力。王福胜等(2021)<sup>[37]</sup>的研究表明, 投资者的异常关注对公司管理层造成外部市场压力, 进而迫使公司管理层产生更多盈余管理行为。网络互动平台以中小投资者为主, 许多投资者的提问中包含了较强的个人情绪, 语气强烈, 情绪波动较大, 尤其在在公司业绩表现或股价不及预期时, 可能直接对管理者进行指责, 类似的提问如“请问4月份公司生产经营状况如何? 是否有出现一季度导致业绩亏损的原因?”“……预期2017实现部分盈利, 到现在成绩几何? 到底何时能盈利? 管理费用到底何时能控制住?”这些提问增大了管理者的压力感知。在企业经营业绩短期内无法改变的情况下, 为满足投资者预期, 管理者可能实施更多的盈余管理。

管理者迎合理论指出, 当投资者对某一种特征的股票有非理性偏好时, 管理者通过主动创造具有这种特征的股票来满足投资者非理性需求, 增加股价中的投机成分, 以从股价的暂时高估中获益(Baker等, 2003<sup>[38]</sup>; Baker和Wurgler, 2004<sup>[39]</sup>)。互动沟通增加了管理者对投资者信息需求的了解, 为管理者实施迎合性行为并从中获益提供了条件。相较于机构投资者, 平台的中小投资者往往更关注短期收益, 忽视长期价值。中小投资者的短期收益偏好和短期价值高估给管理层进行向上的盈余管理带来动力, 为迎合投资者偏好, 管理者更可能通过会计方法的改变或会计政策的选择改变财务报告结果, 提高短期内的盈余水平(Bolton和Ockenfels, 2006<sup>[40]</sup>; Almeida等, 2016<sup>[41]</sup>)。除了满足投资者预期以获取价格收益, 互动沟通影响下, 对无形收益的追求也可能促使管理者进行盈余管理。平台的扩散效应提高了管理者形象的公开性, 随着曝光度的增加, 管理者维持良好形象的意愿也随之增加。当公司或管理者的当前形象与投资者预期形象存在差距时, 管理者就会为塑造符合投资者预期的形象进行盈余管理, 即使不存在差距, 报告良好的经营状况与较高的盈余无疑有助于塑造管理者较高个人能力的形象(Jennifer等, 2008<sup>[42]</sup>; Malmendier和Tate, 2009<sup>[43]</sup>)。与声誉机制不同的是, 声誉机制强调个人形象的自我塑造, 良好的声誉可能来源于多方面, 且通常需要长期形成, 而迎合性动机更注重达成特定目标群体的要求, 且多能够在短期实现。因此, 迎合动机不仅不能起到激励的作用, 反而会增加管理者进行盈余管理的短期性行为。基于以上分析,

互动沟通增大了管理者的压力感知与迎合性倾向,从而导致更多的盈余管理行为。

综合上述分析,本文提出一对竞争性假设:

H<sub>1</sub>:随着互动沟通程度的增加,管理者的盈余管理行为减少。

H<sub>2</sub>:随着互动沟通程度的增加,管理者的盈余管理行为增加。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择与数据收集

本文以沪深A股上市公司为研究样本,样本期间为2011—2019年。投资者互动平台数据通过爬虫软件对平台投资者问答记录抓取获得,并对其进行文本分析以得到相关衡量变量。其他财务数据来源于国泰安数据库(CSMAR)。样本筛选过程为:(1)剔除了金融类上市公司、特殊处理样本及数据缺失样本;(2)考虑到IPO后的异常交易,剔除了IPO两年之内的样本。最终共获得9581个样本数据。为消除极端值的负面影响,研究中对所有连续变量按照前后1%进行缩尾(Winsorize)处理。为控制潜在的截面相关问题,在所有回归模型中对标准误采取基于公司个体维度的Cluster处理。

基于以上样本,本文首先对投资者的提问时间和提问内容进行了统计。图1显示了在财务报告公布前后10天内互动平台的投资者提问数量。可以看出,不论是季度报告还是年报,在报告公布后,平均每天的投资者提问数均有显著的增加。

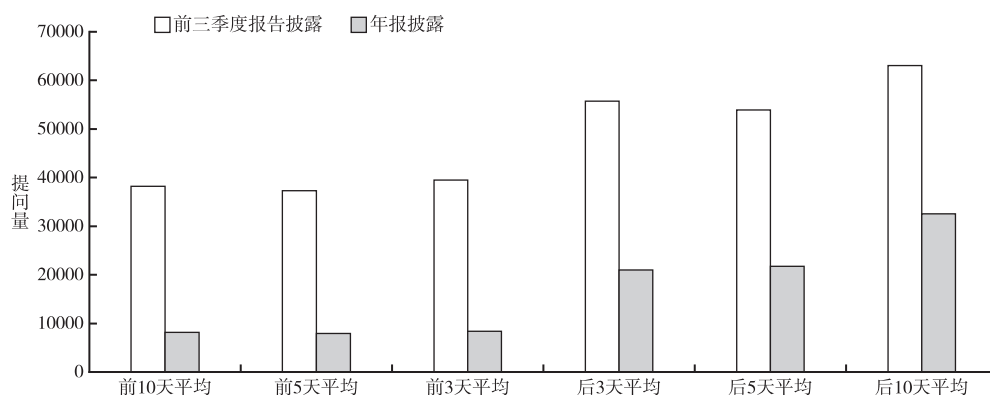


图1 财报披露前后投资者日均提问数量统计

图2显示了年报披露前后互动平台的投资者提问数量。可以看出,提问数量从年报公布当天( $t=0$ )开始明显增多。投资者提问的内容反映了投资者关注的重点,进一步通过关键词划分问题类型,对提问内容进行分析。与利润或盈利相关的关键词取自利润表中会计科目名称以及国泰安数据库中财务分析的盈利能力指标(共97个),与股票相关的关键词基于《英汉双解证券词典》的股票一般常识词语进行筛选,包括股票一般词语、类别词语、价格词语等(共288个),通过在投资者提问问题中检索对问题类型进行统计<sup>①</sup>。统计结果表明,与利润、盈利相关以及与股价相关的提问(剔除交叉样本)占样本问题总数的40.2%。这也表明了盈利情况与股票市场表现是投资关注的主要内容。

#### 2. 变量衡量与模型构建

互动沟通程度体现为不同网络节点的互动主体之间相互交流、合作和学习的紧密程度,为更好地衡量网络互动平台的影响,本文从互动频率和互动质量两个角度来衡量互动沟通程度。

<sup>①</sup> 限于篇幅未将所有关键词列示,留待备案。

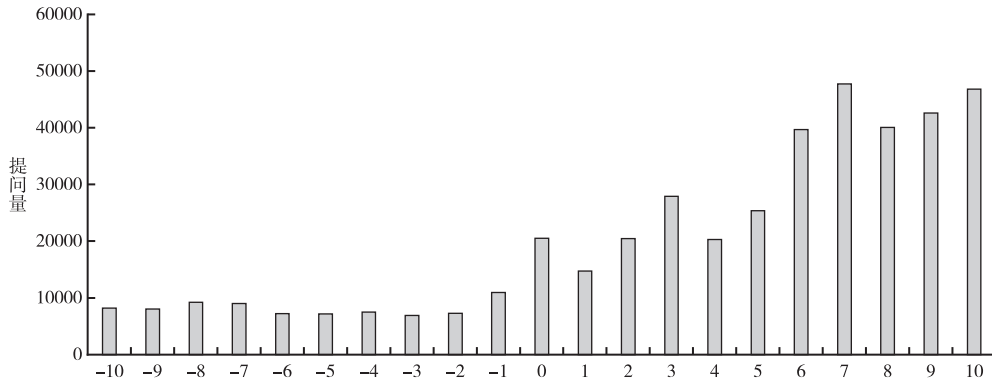


图2 年报披露前后投资者提问数量统计

(1) 互动频率( $INTER\_F$ )。上交所“上证e互动”平台包括“问答”“观点”“访谈”等多个板块,“问答”板块由投资者和上市公司同时参与,包含了所有提问及回复内容,因此从平台“问答”板块获取投资者互动的文本数据。同样地,深交所“互动易”的问答数据包含了个人信息、提问信息及回答信息三个方面,将获取的提问信息进行归纳和处理,得到公司在各年内的有效问题及回复数据。参考岑维等(2017)<sup>[44]</sup>、丁慧等(2018a)<sup>[3]</sup>的方法,将当年对上市公司的提问总数( $NumQues$ )加1取自然对数,得到互动频率的衡量指标:

$$INTER\_F_{i,t} = \ln(NumQues_{i,t} + 1)$$

(2) 互动质量( $INTER\_Q$ )。互动平台作用的发挥与互动质量密切相关,从关系的角度,互动质量指互动关系的紧密和持久程度(何郁冰和吴倩倩,2015)<sup>[45]</sup>;从内容的角度,互动质量受互动信息含量影响(孟庆斌等,2020)<sup>[21]</sup>。借鉴Wang等(2019)<sup>[46]</sup>、阮宏飞等(2022)<sup>[47]</sup>的研究,从回复速度、回复率和互动详细程度三个方面衡量互动质量。具体地,回复速度根据公司回复时间与投资者提问时间的差值(天)加1取自然对数计算,为统一正负关系,取其相反数( $Sep$ );回复率为年内回复投资者提问的数量与投资者提问总数量的比值( $Rep$ );互动详细程度为提问与回复的文字字符长度(以字节为单位)之和取自然对数( $Det$ )。以三个指标的标准化得分之和平均值衡量互动质量。

$$INTER\_Q_{i,t} = (st(Sep)_{i,t} + st(Rep)_{i,t} + st(Det)_{i,t})/3$$

(3) 盈余管理( $DA$ )。本文采用实证研究中最具代表性的修正的Jones模型(Dechow,1994)<sup>[28]</sup>来计量操控性应计盈余,以对管理者的盈余管理行为进行衡量。模型构建如下:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{\beta_1}{A_{i,t-1}} + \frac{\beta_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \frac{\beta_3 PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

$$ACC_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{\hat{\beta}_1}{A_{i,t-1}} - \frac{\hat{\beta}_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} - \frac{\hat{\beta}_3 PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (2)$$

其中, $TA_{i,t}$ 为*i*公司*t*年总应计盈余, $A_{i,t-1}$ 为*t*-1年的公司总资产; $\Delta REV_{i,t}$ 为*i*公司第*t*年与前一年的主营业务收入之差; $\Delta REC_{i,t}$ 为第*t*年与前一年的应收账款净额之差; $PPE_{i,t}$ 为第*t*年的应收账款净额。先对模型(1)进行分行业和分年度回归,后将回归系数代入模型(2)得到操控性应计盈余 $ACC_{i,t}$ 。操控性应计盈余的正负代表不同方向的盈余管理,基于前文的分析,取操控性应计盈余为正的样本,操控性应计盈余值越大,盈余管理程度越大。

为检验互动沟通程度对管理者盈余管理行为的影响,构建以下模型:

$$DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INTER_{i,t} + \alpha_i X_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $DA_{i,t}$ 代表盈余管理变量, $INTER_{i,t}$ 代表互动沟通频率和质量两个衡量变量, $X_{i,t}$ 代表控制

变量,包括:与公司特征相关的公司规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、总资产收益率(*ROA*)、经营现金流(*CFO*)、成长性(*GROWTH*)、是否盈利(*PROFIT*),以及与公司治理相关的股权集中度(*FIRST*)、两职合一(*DUAL*)、审计质量(*BIG4*)。同时,考虑互动平台的社交媒体性质,基于国内主流媒体实时更新的财经新闻资讯,对每条新闻中涉及的样本公司进行统计,以此构建媒体报道水平指标(*MEDIA*)。考虑到投资者与管理者的互动发生在当年整个期间,对年报信息披露产生影响具有时间上的充分性,且管理者的盈余管理目标也主要在当期,因此解释变量和被解释变量均选择当期数据,但在稳健性检验中补充了自变量滞后一期的检验。为统一与盈余管理指标的量级,将互动沟通程度指标同除以100进行量化处理。相关变量的界定与说明如表1所示。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	<i>DA</i>	盈余管理	修正的 Jones 模型计量的操控性应计盈余
解释变量	<i>INTER_F</i>	互动频率	投资者提问数与上市公司回复数之和加1取自然对数
	<i>INTER_Q</i>	互动质量	根据回复速度、回复率和互动详细程度三个方面综合衡量
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模	公司总资产取自然对数
	<i>LEV</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润/总资产
	<i>CFO</i>	经营现金流量	公司经营活动现金流量净额/总资产
	<i>GROWTH</i>	成长性	(营业收入本期金额-营业收入上期金额)/营业收入上期金额
	<i>PROFIT</i>	是否盈利	虚拟变量,若公司年末净利润大于0则取值为1,否则为0
	<i>FIRST</i>	股权集中度	第一大股东持股数量/总股本
	<i>DUAL</i>	两职合一	虚拟变量,若董事长和总经理为同一人则取值为1,否则为0
	<i>BIG4</i>	审计质量	虚拟变量,若审计师来自四大会计师事务所则取值为1,否则为0
	<i>MEDIA</i>	媒体报道	公司年度被财经媒体报道条数加1取自然对数
	<i>Ind</i>	行业	行业虚拟变量,属于某一行业则取值为1,否则为0
	<i>Year</i>	年度	年度虚拟变量,属于某一年度则取值为1,否则为0

### 3. 描述性统计

描述性统计结果显示<sup>①</sup>,盈余管理(*DA*)的均值为0.056,最小值与最大值分别为0.001和0.257,管理者盈余管理水平在公司间存在显著差异。互动频率(*INTER\_F*)均值为0.048,最小值0.014,最大值0.074,互动质量(*INTER\_Q*)均值为0.103,最小值0.038,最大值0.141,虽然交易所对上市公司平台回复进行了要求,但回复数量与质量仍参差不齐。就控制变量而言,总资产收益率(*ROA*)的均值为0.090,最小值为-0.144,最大值为0.368,样本公司间盈利能力存在较大差异。控制变量的分布均在合理的范围内,且与现有的研究结果相近。

## 四、实证结果分析

### 1. 基准回归结果

互动沟通与盈余管理的回归结果如表2所示。在加入控制变量前后,第(1)列和第(2)列中互动频率(*INTER\_F*)的回归系数显著为正,第(3)列和第(4)列中互动质量(*INTER\_Q*)的回归系数显著为正。表明随着互动沟通程度的增加,盈余管理程度增加,这一结果支持了本文的假设H<sub>2</sub>,拒绝了假设H<sub>1</sub>。

<sup>①</sup> 受篇幅限制,描述性统计表正文略去备案。

表 2 互动沟通与盈余管理

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>INTER_F</i>	0.296*** (6.725)	0.068** (2.215)		
<i>INTER_Q</i>			0.313*** (6.786)	0.079** (2.462)
<i>SIZE</i>		0.002*** (4.754)		0.002*** (4.679)
<i>LEV</i>		-0.055*** (-20.534)		-0.055*** (-20.576)
<i>ROA</i>		0.470*** (71.811)		0.470*** (71.958)
<i>CFO</i>		-0.764*** (-96.226)		-0.764*** (-96.132)
<i>GROWTH</i>		0.008*** (8.018)		0.008*** (8.051)
<i>PROFIT</i>		-0.021*** (-9.794)		-0.021*** (-9.801)
<i>FIRST</i>		0.008*** (2.903)		0.008*** (2.862)
<i>DUAL</i>		-0.000 (-0.418)		-0.000 (-0.380)
<i>BIG4</i>		-0.005*** (-2.602)		-0.005** (-2.542)
<i>MEDIA</i>		-0.001 (-1.462)		-0.001 (-1.488)
常数项	0.073*** (9.190)	0.070*** (6.407)	0.053*** (5.892)	0.065*** (5.856)
行业/年份固定效应	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.080	0.579	0.080	0.579
观测值	9581	9581	9581	9581
F	11.341	146.044	11.352	146.074

注: \*、\*\*、\*\*\*分别为 10%、5% 和 1% 水平显著; 括号内为 *t* 值, 下同

## 2. 稳健性检验

(1) 自变量滞后一期。前文的分析表明, 互动沟通增加了管理者的盈余管理行为, 对此结果的另一个可能解释是, 盈余管理更多的公司, 更加关注投资者的预期与市场反应, 进而互动沟通更多, 由此导致两者之间呈正相关。为进一步减小自变量与因变量之间可能存在的互为因果影响, 选择自变量滞后一期数据对原模型进行回归。结果如表 3 中第(1)列和第(2)列所示, 结论保持不变。

表 3 稳健性检验: 内生性

变量	自变量滞后一期		<i>IV= Netscl</i>		双重差分检验
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>INTER_F</i>	0.237*** (3.407)		0.143** (1.985)		
<i>INTER_Q</i>		0.275*** (3.810)		0.166** (1.985)	



续表 3

变量	自变量滞后一期		IV= Netscl		双重差分检验
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
TREAT					0.007*** (3.314)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.039 (1.607)	0.026 (1.049)			0.059*** (3.001)
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.120	0.120	0.555	0.555	0.571
观测值	4860	4860	9487	9487	5772
F	8.588	8.627	141.960	141.955	88.368

(2)工具变量法。影响管理者盈余操纵的因素较多,若互动沟通与这些因素存在相关性,就可能存在遗漏变量的问题。对此,采用工具变量法进行 Heckman 两阶段模型回归。以上市公司所在城市互联网宽带接入用户规模(Netscl)作为工具变量,所在地的互联网使用会影响公司利用互联网社交媒体进行投资者关系管理,进而影响与投资者互动沟通的程度,但不直接影响管理者行为。已有研究表明,投资者会更加关注所在地企业,因而互联网使用也会影响投资者进行社交媒体沟通(Seasholes 和 zhu, 2010<sup>[48]</sup>; Huang 等, 2017<sup>[49]</sup>)。城市互联网宽带接入用户规模等于各城市互联网宽带接入用户数占年末户籍人口数比重。对该工具变量的检验表明,该工具变量是有效的<sup>①</sup>。回归结果如表 3 中第(3)列和第(4)列所示,各变量的显著性水平与原回归基本保持一致,互动沟通程度对盈余管理仍然具有正向影响。

(3)双重差分模型。深交所“互动易”于 2010 年正式推出,上交所“上证 e 互动”于 2013 年 7 月推出,这为采用双重差分模型检验互动沟通对管理者行为的影响提供了一个较为合适的外生冲击场景。借鉴李文贵和路军(2022)<sup>[20]</sup>的研究,选择深交所互动平台作为研究对象,以平台推出前三年到后三年,即 2007—2012 年为样本期,构建如下模型进行检验:

$$DA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 TREAT_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,  $TREAT_{i,t}$  代表交互处理效应,如果企业在深交所上市且年份在 2010 年及以后则取值为 1 (实验组),否则为 0 (对照组)。控制变量与前文一致,同时控制行业 and 年度固定效应。若互动沟通增大了管理者盈余管理,则 TREAT 的系数应显著为正。结果如表 3 中第(5)列所示, TREAT 的系数在 1% 水平上显著为正,表明了深交所互动平台开通前后显著的差异性表现,为互动沟通影响管理者盈余管理行为提供了稳健性证据。

(4)替换变量衡量。①盈余管理。参考 Patricia 和 Ilia(2002)<sup>[50]</sup>的研究,采用双重差分模型计量盈余管理(DA\_DD)。以营运资本应计对滞后一期、本期和未来一期的经营活动现金流进行线性回归,取回归残差为正的样本,残差值越大,盈余管理程度越大。替换衡量变量后的回归结果如表 4 中第(1)列和第(2)列所示,互动沟通频率和质量均在 1% 水平上显著为正,支持了原结论。②互动沟通。以互动沟通频率和质量的年度和行业均值为分组标准构建虚拟变量(D\_INTERF 和 D\_INTERQ),大于均值为互动沟通程度较高组,取值为 1,小于均值为较低组,取值为 0。回归结果如表 4 中第(3)列和第(4)列所示,两个变量分别在 5% 和 1% 的水平上显著为正,替换变量衡量的结果具有稳健性。

① 对工具变量的检验包括不可识别检验和弱工具变量检验, Kleibergen-Paap rk LM 统计量的 p 值为 0.000, 强烈拒绝不可识别的原假设,弱工具变量的 Kleibergen-Paap Wald rk F 统计量同样拒绝弱工具变量的假设。

表 4 稳健性检验: 替换变量衡量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>DA_DD</i>	<i>DA_DD</i>	<i>DA</i>	<i>DA</i>	<i>DA</i>	<i>DA</i>
<i>INTER_F</i>	0.270*** (3.019)				0.072** (2.328)	
<i>INTER_Q</i>		0.305*** (3.276)				0.082** (2.561)
<i>D_INTERF</i>			0.002** (2.213)			
<i>D_INTERQ</i>				0.002*** (3.081)		
<i>CHAT</i>					-0.002 (-1.374)	-0.002 (-1.367)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.038 (-1.178)	-0.055* (-1.667)	0.071*** (6.559)	0.072*** (6.570)	0.070*** (6.434)	0.066*** (5.867)
行业/年份固定效应	是	是	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.084	0.084	0.579	0.580	0.579	0.580
观测值	8984	8984	9581	9581	9581	9581
F	10.411	10.432	146.044	146.165	144.490	144.520

(5)考虑其他信息渠道。上市公司开通的其他与投资者沟通的渠道也可能会影响投资者对互动平台的使用,如公司主页的投资者关系管理与投资者咨询板块、公司微信或微博。基于此,在原有控制变量的基础上,控制公司其他渠道信息沟通的影响,构建其他渠道信息沟通虚拟变量(*CHAT*),有上述一项或以上取值为1,否则为0。回归结果如表5中第(5)列和第(6)列所示,考虑其他信息渠道后,互动沟通的影响仍然显著。

(6)考虑行为主体不一致的影响。依据交易所互动平台管理要求,上市公司通常由董秘负责对平台的投资者问题进行回复。虽然在我国上市公司管理实践中,董事会秘书很难参与公司具体事务的运营,更多扮演信息传递的角色(武晨和王可第,2022)<sup>[51]</sup>。但考虑到当直接参与互动的主体与盈余管理行为主体不一致时,不排除董秘的个人行为可能对盈余管理产生影响。为此,对CFO与董秘非兼任的子样本进行原模型的回归。如表6中第(1)列和第(2)列所示,互动沟通的系数仍保持显著。由此表明,考虑互动的直接参与人与盈余管理实施人不一致的情况下,结论具有稳健性。

(7)考虑真实盈余管理。为实现操控盈余的目的,公司管理层也会通过构造、调整或改变公司实际的经营、投资和筹资活动等来干预会计信息,即进行基于真实交易的盈余管理。已有研究表明,真实盈余管理与应计盈余管理之间存在替代作用(周晓苏和陈沉,2016<sup>[52]</sup>;于忠泊等,2011<sup>[8]</sup>)。基于此,将真实盈余管理(*REM*)加入原回归模型中作为控制变量进行回归。如表5中第(3)列和第(4)列所示,互动沟通两个指标分别在10%与5%水平显著为正,在考虑真实盈余管理的影响下,结论保持稳健。

表 5 稳健性检验: 考虑其他影响因素

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>INTER_F</i>	0.082** (2.452)		0.061* (1.925)	
<i>INTER_Q</i>		0.094*** (2.718)		0.074** (2.232)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>REM</i>			0.005** (2.287)	0.005** (2.308)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.072*** (6.178)	0.067*** (5.597)	0.072*** (6.256)	0.068*** (5.772)
行业/年份固定效应	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.578	0.578	0.579	0.579
观测值	8209	8209	8426	8426
F	124.575	124.611	135.938	135.973

## 五、机制探究

### 1. 压力感知

基于前文的分析,来自投资者的压力感知是互动沟通增加管理者盈余管理的原因之一,而这种压力往往由公司业绩未达到投资者预期所致。因此,构建管理者业绩压力虚拟变量(*Propress*),将公司当年利润总额与上一年进行比较,小于其前一年利润总额,表明管理者当年面对业绩压力,该变量取值为 1,否则为 0。此外,当管理者持有公司较多股份时,由于其私人财富与公司股价密切相关,对可能导致股价下跌的投资者预期更加敏感,互动沟通对盈余管理行为的影响也更加显著。因此,借鉴孟庆斌等(2019)<sup>[53]</sup>的研究,基于管理层持股对股价压力进行衡量。将管理层持股总数用流通 A 股股数进行标准化处理并计算其平均值,按平均值的中位数构建管理层持股比例虚拟变量(*Sharepress*),持股比例大于中位数取值为 1,否则取值为 0。分别将业绩压力与股价压力虚拟变量与互动沟通的交乘项加入基准回归模型中进行回归。结果如表 6 所示,业绩压力和股价压力与互动沟通交乘项的系数均显著为正,互动沟通提升了管理者实施盈余管理的业绩压力与股价压力,由此增加了管理者的盈余管理行为。

表 6 管理者压力感知

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>INTER_F</i>	0.048 (1.509)		0.065** (2.122)	
<i>INTER_F</i> × <i>Propress</i>	0.140** (2.339)			
<i>INTER_Q</i>		0.050 (1.472)		0.078** (2.427)
<i>INTER_Q</i> × <i>Propress</i>		0.166** (2.405)		
<i>INTER_F</i> × <i>Sharepress</i>			0.263** (2.355)	
<i>INTER_Q</i> × <i>Sharepress</i>				0.235* (1.779)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.071*** (6.464)	0.071*** (6.214)	0.071*** (6.523)	0.067*** (5.944)
行业/年份固定效应	是	是	是	是

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
调整 R <sup>2</sup>	0.580	0.580	0.580	0.580
观测值	9581	9581	9581	9581
F	144.584	144.622	144.586	144.554

## 2. 迎合性行为

管理者的另一个盈余管理动机来自对投资者预期盈余的迎合, 互动平台中的投资者盈余预期难以直接度量, 但作为市场重要的信息中介, 证券分析师基于宏观经济、行业和公司经营与财务状况所撰写的证券分析师报告是未来股价的重要锚点, 也是中小投资者投资决策的重要参考 (Brown 和 Richardson, 2023<sup>[54]</sup>; 甘露润和张淑慧, 2013<sup>[55]</sup>)。一致性预测是证券分析师对公司未来特定时间特定指标预测的加权平均值、最大最小值等反映预期集中趋势的统计量。借鉴冉明东等 (2016)<sup>[56]</sup> 的研究, 以分析师一致性盈余预测作为投资者预期的替代衡量变量, 以公司年报公布前 90 天内所有分析师对该公司盈余预测值的均值与最大值为标准分别构建虚拟变量 ( $MBE\_M$  和  $MBE\_L$ ), 若公司实际报告盈余未达到预测值的均值和最大值, 则变量取值为 1, 否则为 0。将一致性预测虚拟变量与互动沟通的交乘项加入原模型进行回归。回归结果如表 7 所示, 未达预期虚拟变量与互动沟通的交乘项系数显著为正。当公司实际盈余能够达到投资者预期时, 公司本身不存在为迎合投资者调整盈余的动机, 而当公司实际盈余未达到投资者预期时, 管理者有潜在动机调整盈余迎合投资者, 互动沟通进一步增大了管理者的迎合性行为倾向, 导致管理者盈余管理行为增加。

表 7 管理者迎合性行为

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$INTER\_F$	0.010 (0.238)		0.001 (0.020)	
$INTER\_F \times MBE\_M$	0.037** (2.557)			
$INTER\_Q$		-0.031 (-0.647)		-0.046 (-0.943)
$INTER\_Q \times MBE\_M$		0.067** (2.309)		
$INTER\_F \times MBE\_L$			0.050*** (3.013)	
$INTER\_Q \times MBE\_L$				0.084*** (2.607)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.069*** (4.189)	0.073*** (4.354)	0.070*** (4.300)	0.075*** (4.479)
行业/年份固定效应	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.584	0.583	0.584	0.584
观测值	4784	4784	4784	4784
F	77.191	77.140	77.262	77.180

## 六、进一步分析

从盈余管理实施主体的角度, 盈余管理的实施受管理者特质影响。过度自信作为管理者的重要心理特质, 也会对其盈余管理行为产生影响。同时, 管理者过度自信也与其压力感知以及迎合



性倾向相关。已有研究表明,具有过度自信特征的个体通常有较高的抗压表现与较高的独立性,会认为自身所掌握的与决策有关的信息是全面和准确的(Nofsinger, 2005)<sup>[57]</sup>,因此互动沟通中来自投资者的信息对其影响有限。从盈余管理实施的客观情况角度,盈余管理通过影响投资者对公司价值的评估最终表现于股票价格,盈余管理在短期内能否达到提振股价的效果与公司股票价格对盈余变化的敏感性密切相关。基于此,分别从管理者过度自信与盈余信息敏感性两个角度进行探究,并在此基础上进一步考虑管理者盈余管理行为的市场层面定价影响。

### 1. 管理者个性特征

管理者个性特征是影响管理者行为表现的重要因素,过度自信是管理者诸多非理性特征中最为典型的特征。过度自信的管理者往往拥有较强的人格特性和自我意识,习惯依据自身信息进行决策,面对压力时的表现也更加从容,来自外部的压力对过度自信管理者的影响可能小于其他管理者,从而削弱互动沟通对管理者行为的影响。借鉴余明桂等(2006)<sup>[58]</sup>的研究,以上市公司的年度业绩预告是否过高判断上市公司的管理者是否过度自信。从2002年起,证券交易所要求若预测全年经营成果可能为亏损或者与上年相比发生大幅度变动,应在第三季度报告中予以警示,业绩预告的类型包括四种乐观预期(大增、略增、扭亏、续盈)和四种悲观预期(大降、略降、转亏、续亏)。对此,从研究期间披露了业绩预告的公司中选择四种乐观预期作为样本,如果乐观预期在事后变脸(即实际业绩未及预告业绩),则将该公司的管理者定义为过度自信。据此,将样本分为过度自信和非过度自信两组,分别进行回归。结果如表8所示,互动沟通两个变量在非过度自信组分别在5%和10%水平显著为正,而在过度自信组则不显著,由此表明,网络互动沟通对非过度自信的管理者影响更大,管理者会实施更多的盈余管理,与预期相符合。

表 8 管理者过度自信分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	过度自信	非过度自信	过度自信	非过度自信
<i>INTER_F</i>	0.039 (1.079)	0.122** (2.181)		
<i>INTER_Q</i>			0.047 (1.244)	0.111* (1.911)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.089*** (6.673)	0.041** (2.099)	0.086*** (6.292)	0.036* (1.810)
卡方检验	4.18**		3.01*	
行业/年份固定效应	是	是	是	是
调整 R <sup>2</sup>	0.587	0.575	0.587	0.574
观测值	6008	3573	6008	3573
F	95.904	55.199	95.915	55.169

### 2. 公司盈余信息敏感性

盈余反应系数衡量了未预期盈余的市场价格,能够反映不同公司股价对于盈余信息的敏感程度(Skinner和Slon, 2002)<sup>[59]</sup>。当股价对盈余信息更加敏感时,管理者更可能为提升股价操控盈余,预期可以观察到管理者的盈余管理行为随股价对盈余信息敏感度的上升而增加。因此,借鉴Fama

(1970)<sup>[60]</sup>、Asker等(2015)<sup>[61]</sup>的研究,计算公司的年度未预期盈余,并用年度累计超额收益对其进行分行业和分年度回归(剔除样本公司数小于10的行业),行业*j*在*t*年的未预期盈余回归系数即盈余反映系数*ERC*<sup>①</sup>,系数越大,表明股价对盈余信息越敏感。根据盈余反映系数均值将样本分为盈余信息敏感性较高组和较低组进行回归。结果如表9所示,互动沟通对盈余管理的影响仅在盈余信息敏感性较高组显著为正,即对于盈余信息敏感性更高的公司,互动沟通对盈余管理的影响更加显著。由此表明,公司股价对盈余信息的敏感性影响了管理者盈余管理的实施,股价对盈余越敏感,互动沟通影响下管理者的盈余管理行为越可能增加。

表9 盈余信息敏感性分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	盈余信息 敏感性较高	盈余信息 敏感性较低	盈余信息 敏感性较高	盈余信息 敏感性较低
<i>INTER_F</i>	0.116** (2.138)	0.042 (1.160)		
<i>INTER_Q</i>			0.214*** (3.828)	0.011 (0.289)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.029 (1.454)	0.083*** (6.453)	0.015 (0.750)	0.083*** (6.328)
卡方检验	3.03*		8.60***	
行业/年份固定效应	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup>	0.603	0.652	0.605	0.652
观测值	3551	4675	3551	4675
F	60.357	139.784	60.643	139.726

### 3. 市场层面错误定价

进一步考虑管理者进行盈余管理后的市场层面影响。投资者利用公司盈余信息进行投资决策,市场通过价格和交易量变化来反映盈余变化。投资者能否识别管理者的盈余管理行为进而对公司价值进行准确的评估,也可以从市场定价角度加以反映。盈余管理产生的低质量盈余信息增大了投资者与企业之间的信息不对称,进而导致市场错误定价增加。因此,从市场错误定价的角度对盈余管理的市场层面影响进行分析。参考Antoniou等(2008)<sup>[62]</sup>、卢闯和李志华(2011)<sup>[63]</sup>的做法,采用市净率相对定价法测度市场错误定价程度,计算公式如下:

$$MIS\_PB_{i,t} = PB_{i,t} - mdian(PB)_{j,t} / PB_{i,t} \quad (5)$$

其中, $PB_{i,t}$ 为公司*i*在*t*年末的市净率, $mdian(PB)_{j,t}$ 为公司所属行业*j*在*t*年末市净率的中位数, $MIS\_PB_{i,t}$ 衡量错误定价程度,若 $MIS\_PB_{i,t} > 0$ ,则公司股价被高估。从计算结果中选择 $MIS\_PB_{i,t} > 0$ 的样本,以错误定价作为被解释变量,盈余管理作为解释变量,根据互动沟通的行业

① 未预期盈余估计采用不存在漂移的随机游走模型,本期预计每股收益等于上期每股收益;使用市场调整后的异常收益率计算累计超额收益率;在盈余反应系数(*ERC*)模型中,选择公司规模、账面市值比以及风险系数作为主要控制变量。根据已有研究,市场反应与未预期盈余之间有显著正相关关系,因此剔除了盈余反应系数为负的样本。

年度均值将样本分为互动沟通较高组和较低组,检验在互动沟通程度不同的样本中,盈余管理推动股价上涨的效应是否更加显著<sup>①</sup>。回归结果如表10所示,在互动沟通频率和质量较高组中,盈余管理与市场错误定价在1%水平显著为正,而在较低组则仅在10%水平显著或不显著,组间系数差异显著。由此表明,管理者的盈余管理行为推动了股价的高估,且这种影响在互动沟通程度较高的情况下更加明显。这也表明,投资者并没有识别管理者的盈余管理行为进而对上市公司进行准确定价,较高互动沟通程度影响下,管理者的盈余管理行为增大了市场层面错误定价。

表 10 盈余管理与市场错误定价

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	互动频率较高	互动频率较低	互动质量较高	互动质量较低
DA	0.305*** (3.285)	0.219* (1.891)	0.306*** (3.345)	0.120 (1.003)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	1.459*** (12.374)	2.050*** (15.308)	1.475*** (12.449)	2.027*** (15.278)
行业/年份固定效应	是	是	是	是
卡方检验	6.01**		7.36***	
调整 R <sup>2</sup>	0.138	0.164	0.130	0.170
观测值	2263	1882	2306	1839
F	5.227	5.098	4.834	5.434

## 七、结论与启示

### 1. 研究结论

网络互动平台建立了广大中小投资者与上市公司直接对话的渠道,在双向的信息传递过程中,来自投资者的信息也影响着管理者的行为。本文以2011—2019年我国A股上市公司为样本,通过对网络互动平台的投资者互动与管理者盈余管理行为进行探究得出:互动沟通程度的增加会显著增加管理者的盈余管理行为。机制探究表明,互动沟通增大了管理者的压力感知与迎合性行为倾向,从而导致管理者盈余管理行为的增加。进一步分析得出,当管理者的过度自信程度较低以及公司的盈余信息敏感性较高时,互动沟通影响下的盈余管理程度更大。市场层面经济后果分析表明,互动沟通影响下的管理者盈余管理行为导致了股价的短期上涨,市场的错误定价程度增加。

### 2. 政策启示

基于上述结论,本文的政策启示体现在以下两个方面:

(1)从市场主体角度,投资者要辩证地认识网络互动平台的作用。管理者理性经济人的自利特征是其行为决策的重要影响因素,无论是被动的“压力”亦或主动的“迎合”,互动模式的对话沟通都会增大管理者的机会主义行为动机,最终反而损害了投资者的利益。因此,投资者在利用平台获取信息的同时,应加强对管理者机会主义行为的识别,听其言,更要观其行。同时,要用好互动平台这一行权维权渠道,借助平台广泛的影响力与传播力,更大程度地对管理者行为进行监督,

<sup>①</sup> 控制变量在模型(3)的基础上剔除了是否盈利与媒体关注度以减小共线性影响。考虑影响的时滞性,自变量滞后一期。

利用平台发声, 汇聚与管理者机会主义行为抗衡的力量, 压缩管理者的机会主义行为空间。也可以通过平台建言献策, 积极参与公司治理, 提高公司治理水平。上市公司则应在制度建设上多下功夫。通过完善内部治理机制约束管理者的机会主义行为, 有效的激励机制促使管理者将经营重心转移到公司价值创造上, 注重立足于公司基本面因素, 铸牢价值基础。同时, 借助社交互动平台这一互动型媒介做好投资者关系管理。积极回应投资者关切, 耐心解答投资者问题, 利用有效的沟通帮助投资者加深对公司价值的认同与理解, 提高投资者信赖度和满意度, 同时吸引资本市场的潜在投资群体, 提高公司的市场价值。

(2)从市场监管角度, 需要从投资者和管理者两方面最大化网络平台的净效益, 扬长避短发挥其作用。一方面, 规范网络平台使用, 引导投资者理性发声。理性的投资者声音有助于形成督促的力量, 而非理性的声音则适得其反, 因此需要对参与者进行约束和引导, 如制定更加具体详细的平台使用行为规范、语言规范, 减少过度情绪化的言论等, 也可借助信息技术对网络平台的内容进行智能筛查, 主动发现和屏蔽违规内容。这也有助于营造管理者理性决策的良好环境, 降低来自市场的噪音, 避免网络平台在传递信息的同时传递过度压力、非理性情绪等。同时, 引导中小投资者树立理性投资、价值投资和长期投资的投资理念, 通过正确投资理念的传导, 更大价值地发挥网络平台的媒介作用。另一方面, 加强对社交平台应用过程中管理者行为的监管。随着平台应用的不断成熟, 需要强化对管理者利用平台实施机会主义行为的监管与处罚。除了已有的对平台回复中的敷衍塞责、拖延怠慢等信息披露不积极的行为进行处罚外, 更要进一步关注可能产生的基于互动平台的机会主义行为, 如信息操纵、策略性信息披露、蹭热点等。因此, 除了对互动平台信息披露建立考核评估体系, 需要在网络平台的场景中进一步完善预防性监督机制和违规惩处机制, 细化强化对中小投资者权益的保护。此外, 管理者的个性特征、企业的市场层面特征也是互动沟通中管理者进行盈余管理的影响因素, 综合管理者的行为动机与主客观影响因素有助于充分发挥监管的有效性。对此, 可借助于大数据技术对与管理者决策相关的不同层面因素进行更加全面和准确的把握, 通过互联网信息交互网络实现更加精准的监管。

### 3. 研究局限与展望

本文仍存在一定的局限性。第一, 本文主要从盈余管理的角度对互动型网络媒体的公司治理影响进行了探究, 随着网络媒体的资本市场应用日益广泛, 结合媒体特征与公司经营管理的不同方面, 多角度探究其公司层面影响有待深入。第二, 在网络互动沟通指标衡量时, 文章虽基于互动沟通内容构建了互动质量指标, 但对信息含量衡量不足。随着文本分析技术的不断发展与研究的不断深入, 需要更加重视分析挖掘的深度和精准程度, 如构建基于不同主题内容的互动衡量指标等。第三, 对管理者行为动机的识别与刻画有待完善。人的行为决策本身具有复杂性, 本文的研究也表明了管理者个性特征方面的影响, 借助于行为学相关研究方法以及有效的研究设计, 有助于打开技术、人与环境等多重因素作用下的管理者决策过程“黑箱”。

### 参考文献

- [1]徐巍, 陈冬华. 自媒体披露的信息作用——来自新浪微博的实证证据[J]. 北京: 金融研究, 2016, (3): 157-173.
- [2]何贤杰, 王孝钰, 孙淑伟, 朱红军. 网络新媒体信息披露的经济后果研究——基于股价同步性的视角[J]. 天津: 管理科学学报, 2018, (6): 43-59.
- [3]丁慧, 吕长江, 黄海杰. 社交媒体、投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证e互动”平台的证据[J]. 北京: 经济研究, 2018a, (1): 153-168.
- [4]卞世博, 陈曜, 汪训孝. 高质量的互动可以提高股票市场定价效率吗? ——基于“上证e互动”的研究[J]. 北京: 经济学(季刊), 2022, (3): 749-772.
- [5]马连福, 张晓庆. 控股股东股权质押与投资者关系管理[J]. 北京: 中国工业经济, 2020, (11): 156-173.



- [6] Charles, M. C. Lee, Qinlin Zhong. Shall We Talk? The Role of Interactive Investor Platforms in Corporate Communication[J]. Journal of Accounting and Economics, 2022, 74, (2): 101524.
- [7] Zhang, R. X. Do Managers Learn from Institutional Investors Through Direct Interactions? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2023, 75, (2-3): 101554.
- [8] 于忠泊, 田高良, 齐保奎, 张皓. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 北京: 管理世界, 2011, (9): 127-140.
- [9] 潘爱玲, 刘昕, 邱金龙, 申宇. 媒体压力下的绿色并购能否促使重污染企业实现实质性转型[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (2): 174-192.
- [10] 谭松涛, 阚钰, 崔小勇. 互联网沟通能够改善市场信息效率吗? ——基于深交所“互动易”网络平台的研究[J]. 北京: 金融研究, 2016, (3): 174-188.
- [11] 丁慧, 吕长江, 陈运佳. 投资者信息能力: 意见分歧与股价崩盘风险——来自社交媒体“上证e互动”的证据[J]. 北京: 管理世界, 2018b, (9): 161-171.
- [12] 蔡贵龙, 张亚楠, 徐悦, 卢锐. 投资者—上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J]. 北京: 管理世界, 2022, (8): 199-214.
- [13] Tumarkin, R., and R.F. Whitelaw. News or Noise? Internet Postings and Stock Prices[J]. Financial Analysts Journal, 2001, 57, (3): 41-51.
- [14] Drake, M.S., J.R. Thornock, and B.J. Twedt. The Internet As an Information Intermediary[J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22, (2): 543-576.
- [15] Jia, W., G. Redigolo, S. Shu, and J. Zhao. Can Social Media Distort Price Discovery? Evidence from Merger Rumors[J]. Journal of Accounting and Economics, 2020, 70, (1): 1013-1034.
- [16] 高敬忠, 杨朝. 网络平台互动能够抑制实体企业金融化吗? ——来自交易所互动平台问答的经验证据[J]. 上海财经大学学报, 2021, (5): 50-64, 106.
- [17] 陈华, 孙汉, 沈胤鸿. 交易所网络平台互动能缓解股价崩盘风险吗? ——基于管理层回复质量的异质性角度[J]. 上海财经大学学报, 2022, (3): 92-107.
- [18] 朱迪. 交易所网络平台互动能提高企业全要素生产率吗[J]. 南昌: 当代财经, 2022, (5): 63-74.
- [19] 杨凡, 张玉明. 网络媒介, 互动式信息披露与分析师行为——来自“上证e互动”的证据[J]. 太原: 山西财经大学学报, 2020, (11): 113-126.
- [20] 李文贵, 路军. 网络平台互动与股价崩盘风险: “沟通易”还是“操纵易”[J]. 北京: 中国工业经济, 2022, (7): 178-194.
- [21] 孟庆斌, 黄清华, 张劲帆. 上市公司与投资者的互联网沟通具有信息含量吗? ——基于深交所“互动易”的研究[J]. 北京: 经济学(季刊), 2020, (2): 637-662.
- [22] Bens, D. A., Goodman, T. H., Neamtiu, M. Does Investment-Related Pressure Lead to Misreporting? An Analysis of Reporting Following M&A Transactions[J]. Accounting Review, 2012, 87, (3): 839-865.
- [23] Brian, J. B., Daniel, J. T., Christina, Z. The Dark Side of Investor Conferences: Evidence of Managerial Opportunism[J]. The Accounting Review, 2023, 98, (4): 33-54.
- [24] 王英允, 彭正银, 高敬忠. 投资者注意力与管理层业绩预告择机——积极监督抑或过度压力[J]. 北京: 经济管理, 2019, (2): 139-155.
- [25] 罗琦, 吴乃迁, 苏愉越, 等. 投资者盈余乐观情绪与管理者迎合——基于社交媒体情感分析的证据[J]. 北京: 中国工业经济, 2021, (11): 135-154.
- [26] 袁振超, 岳衡, 谈文峰. 代理成本、所有权性质与业绩预告精确度[J]. 天津: 南开管理评论, 2014, (3): 49-61.
- [27] 张娆, 薛翰玉, 赵健宏. 管理层自利、外部监督与盈利预测偏差[J]. 北京: 会计研究, 2017, (1): 32-38, 95.
- [28] Dechow, P. Accounting Earnings and Cash flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals[J]. Journal of Accounting and Economics, 1994, 18, (1): 3-42.
- [29] Corea, J. E., W. Guaya, and D. F. Larcker. The Power of the Pen and Executive Compensation[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88, (1): 1-25.
- [30] 才国伟, 邵志浩, 徐信忠. 企业和媒体存在合谋行为吗? ——来自中国上市公司媒体报道的间接证据[J]. 北京: 管理世界, 2015, (7): 158-169.
- [31] Kim, J. Cross-Country Variation in the Effectiveness of the Media's Corporate Governance Role: Decision to Abandon Value-Destroying Acquisition Attempts[J]. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 2019, 48, (3): 334-361.
- [32] 曹丽梅, 李昭昭, 廖明情. 媒体与分析师是互补还是替代: 基于纳税诚信的视角[J]. 北京: 金融学季刊, 2021, (3): 115-

144.

- [33] 权小锋, 肖斌卿, 吴世农. 投资者关系管理能够稳定市场吗? ——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查[J]. 北京: 管理世界, 2016, (1): 139-152, 188.
- [34] 窦超, 罗劲博. 中小股东利用社交媒体“发声”能否改善高管薪酬契约[J]. 北京: 财贸经济, 2020, (12): 85-100.
- [35] Graham J.R., Harvey C.R., Rajgopal S. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2005, 40, (1-3): 3-73.
- [36] Cohen, D.A., and P.Zarowin. Accrual-based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50, (1): 2-19.
- [37] 王福胜, 王也, 刘仕煜. 网络媒体报道对盈余管理的影响研究——基于投资者异常关注视角的考察[J]. 天津: 南开管理评论, 2021, (5): 116-129.
- [38] Baker, M., J.C.Stein, and J.Wurgler. When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-dependent Firms[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118, (3): 969-1005.
- [39] Baker, M., and J.Wurgler. A Catering Theory of Dividends[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59, (3): 1125-1165.
- [40] Bolton, G.E. and A.Ockenfels. Inequality Aversion, Efficiency, and Maximin Preferences in Simple Distribution Experiments Comment[J]. *The American Economic Review*, 2006, 96, (5): 1906-1911.
- [41] Almeida, H., V.Fos, and M.Kronlund. The Real Effects of Share Repurchases[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 119, (1): 168-185.
- [42] Jennifer, F., H.H.Allen, R.Shivaram, and Z.Amy. CEO Reputation and Earnings Quality[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25, (1): 109-147.
- [43] Malmendier, U., and G.Tate. Superstar CEOs[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124, (4): 1593-1638.
- [44] 岑维, 段江娇, 刘红忠, 曾剑平. 中国股票网络论坛的信息含量分析[J]. 北京: 金融研究, 2017, (10): 182-196.
- [45] 何郁冰, 吴倩倩. KIBS企业与客户互动创新的影响因素及其作用机制研究[J]. 上海: 研究与发展管理, 2015, (6): 57-67.
- [46] Wang J., Xie Z., Li Q., et al. Effect of Digitalized Rumor Clarification on Stock Markets[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2019, 55(2): 450-474.
- [47] 阮宏飞, 贾明, 张喆. 信息互动对上市公司传闻治理的影响[J]. 哈尔滨: 管理科学, 2022, (3): 131-146.
- [48] Seasholes, M.S. and N.Zhu. Individual Investors and Local Bias[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65, (5): 1987-2010.
- [49] Huang, A.H., R.Lehavy, A.Y.Zang, and R.Zheng. Analyst Information Discovery and Interpretation Roles: A Topic Modeling Approach[J]. *Management Science*, 2017, 64, (6): 2833-2855.
- [50] Patricia M.D., and D.D.Ilia. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Error[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77, (Supplement): 35-59.
- [51] 武晨, 王可第. CEO兼任董事会秘书真的可以改善公司治理吗——基于上市公司违规行为的分析[J]. 北京: 金融学季刊, 2022, (1): 72-105.
- [52] 周晓芬, 陈沉. 从生命周期视角探析应计盈余管理与真实盈余管理的关系[J]. 哈尔滨: 管理科学, 2016, (1): 108-122.
- [53] 孟庆斌, 李昕宇, 张修平. 卖空机制、资本市场压力与公司战略选择[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (8): 155-173.
- [54] Brown, L.D., G.D.Richardson. D. An Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting Earnings[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2023, (11).
- [55] 甘露润, 张淑慧. 公司治理、分析师关注与股票市场信息含量[J]. 大连: 财经问题研究, 2013, (6): 58-65.
- [56] 冉明东, 王成龙, 贺跃. 审计质量、会计准则变更与管理层迎合分析师预测[J]. 北京: 审计研究, 2016, (5): 63-72, 112.
- [57] Nofsinger, J.R. Social Mood and Financial Economics[J]. *Journal of Behavioral Finance*, 2005, 6, (3): 144-160.
- [58] 余明桂, 夏新平, 邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为[J]. 北京: 管理世界, 2006, (8): 104-112, 125, 172.
- [59] Skinner, D., and R.Slon. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns, or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio[J]. *Review of Accounting Studies*, 2002, 7, (2-3): 289-312.
- [60] Fama, E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work[J]. *Journal of Finance*, 1970, 25, (2): 383-417.
- [61] Asker, J., J.F.Mensa, and A.Ljungqvist. Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28, (2): 342-390.
- [62] Antoniou, A., G.Jie, and P.Dimitris. Merger Momentum and Market Valuations: The UK Evidence, *Applied Financial Economics* [J]. *Taylor & Francis Journals*, 2008, 18, (17): 1411-1423.
- [63] 卢闯, 李志华. 投资者情绪对定向增发折价的影响研究[J]. 北京: 中国软科学, 2011, (7): 155-164.

## The Governance Efficiency of Network Interaction: From the Perspective of Enterprise Earnings Management

DING Ya-nan<sup>1</sup>, WANG Jian-xin<sup>2</sup>

(1.School of Accountancy,Beijing Wuzi University,Beijing,101149,China;

2.Chinese Academy of Fiscal Sciences,Beijing,100142,China)

**Abstract:** The continuous application of online interactive platforms in the capital market has diversified the channels for information disclosure of listed companies, and the disclosure methods have shifted from “announcement monologues” to “multi-channel dialogues”. Interaction is a form of interactive influence and interaction, and the information supply of listed companies is directly constrained and driven by the multidimensional needs of investors. Through interactive dialogue, managers can more directly understand the attention and needs of investors and make responses. There is ample evidence to support the positive impact of interactive platforms on investor information acquisition and interpretation. However, considering the impact of interactive communication on manager behavior, has interactive social media played an effective role in corporate governance? Or it may increase the opportunistic behavior of managers, represented by earnings management? Does dialogue with managers help reduce information asymmetry among investors, especially small and medium-sized investors, and enable them to grasp more real information about listed companies? With the help of the interactive platform of the Shanghai and Shenzhen stock exchanges, this article intends to explore the above issues.

This article proposes two competitive hypotheses from the perspectives of the supervisory effect of online interactive communication and the pressure perception and catering behavior tendencies of managers. Taking A-share listed companies in China from 2011 to 2019 as samples, and explores the interaction between investors and earnings management behavior of managers based on online interactive platforms. It is found that an increase in the degree of interaction and communication will significantly increase the earnings management behavior of managers. Mechanism exploration shows that interactive communication increases managers’ perception of stress and their tendency to engage in accommodative behavior, leading to an increase in earnings management levels. Further analysis shows that when the level of overconfidence of managers is low and the sensitivity of the company’s earnings information is high, the degree of earnings management under the influence of interactive communication is greater. Market level economic consequence analysis shows that the earnings management behavior of managers under the influence of interactive communication leads to short-term price increases and the degree of market mispricing increases.

The innovation of this article is mainly reflected in the following aspects: First, existing research on investor interaction platforms mainly focuses on the information transmission and its impact from managers to investors in interactive modes, but neglects the potential information transmission from investors to managers. In the process of two-way information exchange, how feedback from investors will affect manager behavior is also an important exploration for understanding the impact of internet technology applications on market behavior, which helps to expand and improve research on the economic consequences of online interactive platforms from the perspective of managers. Second, previous research on media corporate governance has focused more on the performance of media functions, but lacks in-depth exploration of manager behavior under specific media influences. This article analyzes the motivation, performance, and mechanism of manager behavior in interactive contexts, and expands it by combining manager personality traits, company level characteristics, and market performance. This helps to construct a theoretical analysis framework for manager behavior in specific application scenarios. Third, earnings management, as a common phenomenon among listed companies in China, has always been a classic topic in the field of empirical accounting to explore its motives. With the help of the practical scenario of interaction and communication between investors and listed companies, the research conclusion of this article explains the motives of earnings management behavior from an updated perspective, enriching the research literature on earnings management issues.

**Key Words:** online interactive communication; earnings manipulation; pressure perception; pandering behavior

**JEL Classification:** G12, G34

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2023.12.009

(责任编辑:李先军)