

投资者互动监督与企业真实盈余管理

——基于大语言模型的证据

樊 犇^a, 吴燕博^b, 刘恒源^b

(上海财经大学 a. 会计学院; b. 财税投资学院, 上海 200433)

[摘 要] 基于信息不对称理论, 以 2011 年至 2023 年沪深 A 股上市公司为研究样本, 运用深交所“互动易”与上交所“e 互动”平台的文本数据, 通过大语言模型构建投资者互动监督指标, 研究投资者互动监督对企业真实盈余管理的影响及作用机制。研究发现, 投资者互动监督能显著抑制企业真实盈余管理; 异质性分析结果表明, 在 ESG 评级低、媒体关注度低、民营和管理层短视程度高的企业中, 投资者互动监督对企业真实盈余管理的抑制作用更为明显; 机制检验发现, 投资者互动监督通过提高企业信息透明度和增强企业资源获取能力两条路径抑制企业真实盈余管理。本文不仅优化了投资者互动监督的测度方法, 还揭示了中小投资者借助投资者网络互动参与企业外部治理的微观机制, 为完善资本市场协同治理体系提供了经验证据, 有助于推动资本市场的高质量发展。

[关键词] 投资者互动监督; 真实盈余管理; 信息不对称; 大语言模型; 信息透明度; 资源获取能力; 公司治理

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2026)04-0094-11

一、引言

在现代公司治理体系中, 资本市场作为资源配置的核心平台, 其运行效率直接关乎企业价值提升与经济高质量发展。如何通过制度创新提升资本市场治理效能, 成为理论界与实务界共同关注的重要命题。我国资本市场监督体系长期呈现行政监管主导、市场约束机制薄弱等特征^[1]。受限于资源约束, 行政监管存在重大违规行为事后惩戒有余而日常经营隐蔽性风险事前预警不足的治理局限。以中国证监会执法数据为例, 2022—2024 年查办的信息披露违法案件连续三年位居案件总数首位。因此, 构建“行政监管为主导、外部监督为补充”的协同治理体系, 成为推动我国资本市场高质量发展的必然要求。

我国资本市场以中小投资者为主要参与主体, 截至 2024 年末, A 股投资者总规模已达 2.37 亿, 其中中小投资者占比高达 99.76%^①。然而, 中小投资者在实践中却未能充分发挥其监督作用, 主要表现在: 一方面, 中小投资者因持股比例低、信息获取成本高, 普遍存在“搭便车”心理, 倾向于选择消极的“用脚投票”, 而非积极参与公司治理^[2-3]; 另一方面, 中小投资者话语权有限, 通常难以对公司的经营决策产生较大影响, 其利益诉求容易被控股股东或管理层忽视^[4-5]。此外, 中小投资者的专业分析能力相对有限, 难以识别企业披露信息的背后逻辑。信息不对称是导致企业管理层与投资者利益冲突的重要原因, 管理层利用信息优势实施的盈余管理行为扭曲了会计信息的决策有用性, 其中真实盈余管理因其隐蔽性和灵活性, 正逐渐成为企业盈余操纵的主要手段^[6]。真实盈余管理通过真实交易操纵盈余, 以牺牲企业的长期价值来获取短期利益, 容易导致投资者的决策偏差^[7], 该行为破坏了市场的公平竞争环境, 阻碍了资源的有效配置。因此, 如何充分发挥广大中小投资者的监督作用以抑制企业真实盈余管理, 成为当前资本市场高质量发展的重要举措。

投资者互动平台的推出不仅为中小投资者提供了信息交流的平台, 还为投资者参与公司治理提供了可行性, 从而降低了企业与投资者之间的信息不对称程度。深交所和上交所先后于 2010 年 1 月和 2013 年 7 月推出了“互动易”和“e 互动”平台, 为投资者与上市公司提供了“你问我答”的直接交流场所。相较于传统的单向披

[收稿日期] 2025-08-01

[基金项目] 国家自然科学基金项目(72521002); 高等学校学科创新引智计划项目(B18033)

[作者简介] 樊犇(1985—), 男, 江苏连云港人, 上海财经大学会计学院博士研究生, 从事资本市场与公司治理研究; 吴燕博(1998—), 男, 安徽淮北人, 上海财经大学财税投资学院博士研究生, 从事房地产金融与企业管理研究, 通信作者, E-mail: wybnba@foxmail.com; 刘恒源(1996—), 男, 浙江杭州人, 上海财经大学财税投资学院博士研究生, 从事资本市场与企业管理研究。

①数据来源于中国证券登记结算有限责任公司。

露模式,互动模式赋予所有投资者对企业的质询权与信息获取权,投资者从被动的信息接收者转变为主动的治理参与者,为约束企业管理层的机会主义行为提供了新的治理方式。从实践结果来看,互动平台治理效能已得到了良好的验证,2010年至2023年两大平台的投资者提问数从1.89万次增至47.58万次,上市公司回复数从1.75万次增至41.39万次,增幅分别为24.17倍和22.65倍^[8],体现了市场逐渐增长的参与热度,也为政府部门的行政监管提供了有力的市场监督补充。

本文基于信息不对称理论,以2011年至2023年沪深A股上市公司为样本,研究投资者互动监督对企业盈余管理的影响机制。本文的可能贡献如下:第一,优化了投资者互动监督的衡量指标。现有文献对投资者互动监督的测度多采用互动频率、回复字数、参与次数等指标,难以对投资者监督与其他信息进行区分。本文依托文本语义分析与大语言模型技术,构建较为精准的监督测度指标,弥补了传统量化指标难以充分有效地反映投资者互动监督的缺陷。第二,弥补了现有公司治理研究对中小投资者监督效能关注的不足。既有文献多聚焦机构投资者、外部审计师、分析师等专业治理主体的作用,而对中小投资者这一分散性群体的治理价值探讨有限。本文以中小投资者为研究视角,研究投资者互动监督对企业真实盈余管理的影响机制。第三,拓展了信息不对称理论在公司治理尤其是盈余管理领域的应用。现有研究多基于政策环境约束或内部治理结构优化视角探究盈余管理的治理效果,而对外部信息互动机制的关注较少。尽管近年来已有部分研究开始关注投资者互动平台的治理价值,但总体上仍显不足,尤其缺乏针对隐蔽性更强、更依赖经营信息不透明环境下的真实盈余管理操纵方式的研究。

二、文献回顾

(一)“互动易”和“e互动”互动平台

在我国资本市场股权集中度较高的所有权结构下,控股股东与管理层因拥有控制权与信息优势,存在较强的动机与能力通过利益输送、侵占公司资源等方式掠夺中小投资者利益。尽管我国已出台一系列措施鼓励中小投资者积极参与公司治理,但实践中成本与收益的失衡仍使中小投资者普遍采取“搭便车”或“用脚投票”的消极策略,难以对控股股东与管理层形成实质性约束^[2-3]。投资者互动平台的推出不仅为中小投资者提供了成本低、效率高的市场化“发声”机制,还为中小投资者参与公司治理提供了切实可行的解决方案^[9]。

投资者互动平台是证券交易所官方运营、全市场主体无偿使用的互联网化信息交互基础设施,构建了上市公司与投资者的规范化互动机制,打破了传统信息披露的单向性局限,实现了资本市场信息高效流动与资源有效配置^[10-11]。根据互动平台规则,投资者可就上市公司已披露信息发起质询、建议、投诉或查阅历史记录;上市公司需指派专人处理平台提问,原则上两日内须答复;交易所将回复质量与时效性纳入上市公司信息披露质量评级的重要指标。该平台显著降低了中小投资者参与公司治理的壁垒:一是投资者可以针对企业的财务、内部治理、战略规划等信息直接发起质询,倒逼企业及时披露更多的增量信息,从而提升信息披露及时性与相关性^[12]。二是平台互动内容面向全体投资者公开,投资者能较容易获取他人与企业的互动信息,显著降低了投资者的信息获取与整合成本,从而提升了企业信息解读准确性,缓解了企业与投资者之间的信息不对称^[13-15]。此外,互动平台推动中小投资者从消极回避转向积极参与,赋予了投资者依托公开质询对管理层实施直接监督的权力,分散的个体监督诉求通过平台聚合,形成了对管理层的群体监督压力。这种群体监督不仅限于投资者与企业之间,还会通过溢出效应引致审计机构、监管部门等主体的参与^[16-17]。

(二)投资者互动监督

投资者互动监督是中小投资者与上市公司依托证券交易所官方互动平台开展的双向信息与意见交互行为^[10]。中小投资者基于信息需求与监督诉求发起问询,管理层依据监管规则履行针对性回应义务,两者在“提问-回复”的往复过程中形成供需匹配的信息交换关系,打破了传统信息披露“企业主导、单向输出”的局限,转向“投资者需求牵引、企业针对性回应”的双向沟通机制^[5]。

既有研究从三个维度证实了投资者互动监督的治理价值:其一,改善信息环境。双向沟通机制不仅使中小投资者能够低成本、高效率地质询,还可以通过企业针对性回应降低信息获取与整合成本、提升投资者信息解读能力^[15],且互动内容的公开有助于处于信息劣势的投资者校正自身信息集,缓解投资者之间的信息不对称^[5]。其二,提升资本市场效率。谭松涛等研究发现,“互动易”平台推出后深市上市公司的股价同步性显著低于沪市

上市公司,表明互动使得股价更能反映企业特质信息,减少了股价的非理性同步波动^[13]。丁慧等基于“e 互动”研究发现,投资者信息能力的提高可以降低投资者意见分歧,并通过该路径影响股价崩盘风险^[18]。其三,优化公司治理。窦超和罗劲博以业绩薪酬类问题提问量衡量投资者参与度,认为此类问题提问能够提高高管薪酬业绩敏感性,强化了“薪酬与业绩挂钩”的治理逻辑^[19]。赵杨和吕文栋则从审计视角证实,互动平台上的投资者提问有助于降低审计风险,从而导致审计师降低审计收费,并对财务规范性具有促进作用^[20]。

(三) 真实盈余管理

真实盈余管理通过真实交易调节利润进行盈余操纵,这种行为会减损企业价值,其具有的隐蔽性和灵活性特征会诱使企业选择真实盈余管理来应对日趋严格的外部监督^[7]。Roychowdhury 认为,真实盈余管理不需要变更会计估计政策,而且不同行业企业的经营复杂性存在差异,从而使得真实盈余管理更难以被监管部门或外部审计发现^[21]。真实盈余管理不仅会扭曲正常经营逻辑,消耗企业的现金流,还会加剧企业和外部投资者之间的信息不对称,导致企业的融资成本上升^[22]。一些学者关注投资者网络平台互动对企业盈余管理的影响,但大多从应计盈余管理的视角予以研究^[23-24],对真实盈余管理的影响关注较少。Li 等以深交所 2010 年推出“互动易”、上交所 2013 年推出“e 互动”的交错准自然实验为基础,结合倾向得分匹配法构建实验组与对照组,采用双重差分法研究发现,投资者互动能够遏制企业的真实盈余管理行为^[9]。

(四) 文献评述

既有研究在投资者互动平台对资本市场与公司治理的影响、盈余管理的经济后果与治理机制等方面取得了一定的成果,并初步探讨了投资者互动监督与盈余管理的关联性。然而,现有研究仍存在两方面局限:一是在互动的衡量指标方面,部分研究以互动次数、频率、回复字数等表层指标衡量监督强度,未深入挖掘互动内容的语义信息,难以准确捕捉监督质效;二是关于投资者互动对盈余管理影响的研究多从应计盈余管理的视角展开,鲜有文献关注其对真实盈余管理的影响机制,未能清晰阐释具体路径及微观特征。本文基于信息不对称理论,运用大语言模型对互动平台文本数据进行深度解析,旨在挖掘投资者互动监督内涵,突破传统研究局限,深入探讨投资者互动监督对真实盈余管理的影响及作用机制,以期弥补现有研究的不足。

三、理论分析与假设提出

(一) 投资者互动监督与企业真实盈余管理

本文基于信息不对称理论,探讨投资者互动监督对企业盈余管理的影响机制。信息不对称理论指出,交易双方的信息分布不均将引发逆向选择与道德风险问题,信息优势方可凭借信息垄断实施机会主义行为,而信息劣势方则可能会因信息获取不足而陷入决策被动境地。在资本市场中,管理层作为企业经营决策的直接主导者,全面掌控经营动态、财务数据及战略规划等核心内部信息,处于天然的信息优势地位;而中小投资者仅能通过企业年报、临时公告等法定渠道获取标准化、滞后性的公开信息,难以充分了解企业经营细节与潜在风险,致使其无法深度洞察企业真实经营状况^[25]。信息优势赋予了管理层策略性操纵真实交易活动以粉饰业绩的空间,由此产生的选择性披露与信息误导进一步加剧了资本市场中的信息不对称。

与应计盈余管理不同,真实盈余管理通常嵌入日常经营活动中,其隐蔽性源于真实交易与正常经营之间的边界模糊性,这为管理层提供了操纵空间。投资者互动平台的出现改变了这一格局,通过缓解企业与投资者之间的信息不对称,压缩管理层操纵真实盈余的空间,形成对企业真实盈余管理的约束^[26]。具体而言,投资者互动监督会通过降低信息不对称而抑制企业真实盈余管理,主要表现在以下方面:第一,互动平台的信息共享功能为投资者带来了信息获取与解读的便利,投资者可以通过提问、查阅历史记录等方式挖掘碎片化信息,并通过群体交流形成交叉验证,有效削弱管理层的信息优势^[13]。第二,当投资者针对经营决策偏差或财务数据异常发起质询时,会向管理层传递明确的监督信号。管理层须对相关质询作出公开解释,若无法提供合理解释,则会引发市场对管理层盈余操纵的质疑,从而倒逼其收敛机会主义行为^[14]。第三,网络空间的放大效应使得投资者互动监督形成持续性舆论压力,若企业被曝光存在操纵盈余的嫌疑,负面信息将通过社交平台迅速扩散,导致企业声誉贬值且出现信任危机。管理层为规避声誉损失及其衍生的融资成本上升与市值缩水风险,将主动减弱操纵动机^[9]。

基于以上分析,本文提出假设 H1。

H1: 投资者互动监督对企业真实盈余管理具有抑制作用。

(二) 投资者互动监督、信息透明度与企业真实盈余管理

传统的信息披露制度以企业单向输出为特征,披露内容标准化、格式化,存在选择性偏差与滞后性,无法充分满足投资者的多样化需求,这为管理层实施真实盈余管理预留了空间^[13]。相比之下,投资者互动监督通过需求导向信息披露机制改变了上述格局,具体而言,其作用体现在两个方面:第一,拓宽了企业信息披露的边界。投资者通过网络平台进行质询,倒逼企业披露公开报告中未涵盖的非财务信息和经营异常波动的解释,降低信息供给的选择性偏差。为避免信息透明度不足引发的信任危机,企业倾向于主动扩大信息披露边界,而非强制性将对投资者决策有用的信息纳入互动回复中,形成了除法定披露之外的补充信息^[11]。信息边界的拓宽直接压缩了管理层利用信息盲区实施盈余操纵的空间。第二,强化了信号传递的有效性。互动记录的公开使投资者能够共享信息,有效缩小了投资者之间的信息差。同时,群体质询过程中形成的交叉验证,有助于识别管理层回应内容中的信息矛盾,降低信息传递中的噪声与失真,提升信号的可信度^[27]。基于此,本文提出假设 H2。

H2:投资者互动监督通过提升企业信息透明度抑制企业真实盈余管理。

(三) 投资者互动监督、资源获取与企业真实盈余管理

除了信息环境外,资源约束是驱动企业真实盈余管理的另一重要诱因。当企业与外部投资者之间存在信息不对称时,投资者难以准确评估企业风险与价值,会通过要求更高的风险溢价来补偿信息劣势,进而推高企业融资成本并降低资金可得性^[27]。投资者互动监督通过降低信息不对称提高了企业的资源获取能力,弱化了管理层以盈余操纵换取资源的动机^[27]。具体而言,首先,互动平台释放的增量信息具有需求导向特征,资金供给方可通过直接参与质询或查阅历史互动记录,高效获取企业风险特征与经营状况,从而更有针对性地制定信贷政策与商业信用条款^[28]。其次,持续公开互动沟通信息是企业向市场释放自愿披露信号、主动回应质疑和补充披露非强制性信息的行为,有利于塑造信息透明、治理规范的外部形象,吸引长期资金关注,减少投资者对财务粉饰的担忧。当企业无须通过真实盈余管理粉饰业绩即可获取资金时,操纵动机自然弱化^[10]。最后,互动平台的公开提升了盈余操纵被识别的概率,管理层须权衡操纵收益与声誉损失、监管处罚等潜在成本。随着信息不对称程度的降低,投资者对企业道德风险与逆向选择的担忧减弱,从而会相应减少对风险溢价的诉求,使企业在股权融资中获得更为合理的估值,在债务融资中以更低利率获取资金^[27]。基于此,本文提出 H3。

H3:投资者互动监督通过增强企业资源获取能力抑制企业真实盈余管理。

四、研究设计

(一) 数据来源

本文的研究样本为 2011 年至 2023 年沪深 A 股上市公司,基本财务数据来源于 CSMAR 数据库和 Wind 数据库,投资者互动监督数据来自深交所和上交所推出的“互动易”(irm.cninfo.com.cn)和“e 互动”(sns.sseinfo.com)平台。此外,本文还对样本数据进行了如下处理:第一,为了避免极端值的影响,对连续变量进行 1% 水平的双侧缩尾处理;第二,剔除数据严重缺失的样本;第三,剔除 ST、*ST 和 PT 类上市公司数据;第四,剔除金融业和房地产业上市公司数据。

(二) 变量测度与说明

1. 被解释变量:真实盈余管理

本文借鉴 Dechow 等^[29]、李增福等^[30]、彭凯^[31]的研究,从销售操控、生产操控和费用操控三个方面度量真实盈余管理程度,分别采用企业的异常经营现金流、异常产品成本和异常酌量费用衡量。具体模型如下:

$$\frac{CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sale_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sale_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sale_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Sale_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sale_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$REM_{i,t} = R_CFO_{i,t} + R_PROD_{i,t} + R_DISEXP_{i,t} \quad (4)$$

其中, $CFO_{i,t}$ 是企业 i 在第 t 期的经营现金净流量; $Asset_{i,t-1}$ 为企业 i 在第 $t-1$ 期的年末资产总额; $Sale_{i,t}$ 表示企业 i 在第 t 期的销售收入, $\Delta Sale_{i,t}$ 是企业 i 在第 t 期的销售收入相比第 $t-1$ 期的销售收入变动额, $\Delta Sale_{i,t-1}$ 表示企业 i 在第 $t-1$ 期的销售收入相比第 $t-2$ 期的销售收入变动额; $PROD_{i,t}$ 为企业 i 在第 t 期的生产成本, 即当期营业成本及存货变动额的总和; $DISEXP_{i,t}$ 是企业 i 在第 t 期的酌量费用, 用销售费用加管理费用表示。本文根据式(1)至式(3)分行业分年度进行回归, 残差项分别为异常经营现金净流 ($R_CFO_{i,t}$)、异常产品成本 ($R_PROD_{i,t}$)、异常酌量费用 ($R_DISEXP_{i,t}$), 然后根据式(4)计算得出企业真实盈余管理程度 REM 。

2. 解释变量: 投资者互动监督

本文基于投资者互动平台上与监督相关的发帖数量, 构建投资者互动监督程度指标。首先, 设定种子词, 识别与监督相关的帖子, 这些词汇直接关联“监督”的概念。种子词包含与公司治理、内部控制、股东权益等相关的核心词汇^①。其次, 词表拓展和关键词粗略筛选。通过 Word2vec 算法^②, 能够识别出与种子词在语义上相近的词汇, 从而构建一个更为全面的与监督相关的拓展词汇表^③。同时, 利用拓展词汇表对投资者互动平台上的帖子进行初步筛选, 以识别可能与监督相关的帖子。通过关键词匹配识别出包含监督相关词汇的帖子, 共计 350474 条。最后, 为了提高筛选的精确度, 本文利用 Qwen2.5-72B 模型^④的高级语义分析能力, 通过交互式问询系统对帖子进行分类^⑤, 判断并识别出真正与监督相关的帖子共计 310572 条, 构建一个更为精确的投资者互动监督程度指标。参考丁慧等的研究^[18], 本文对当年上市公司投资者互动监督帖子总数加 1 取对数, 得到投资者互动监督指标 lig 。

3. 控制变量

参考祁怀锦等^[32]以及丁亚楠和王建新^[23]的研究, 本文控制了一系列可能影响企业真实盈余管理的因素, 主要包括: 企业年龄 (Age), 企业上市时间加 1 取对数; 企业性质 (Soe), 国有企业取值为 1, 民营企业取值为 0; 企业规模 ($Size$), 企业总资产取对数; 企业价值 (Tq), 托宾 Q 值; 企业盈利能力 (Roe), 净利润除以净资产; 企业成长性 ($Growth$), 当年营业收入除以上一年营业收入所得商再减 1; 企业亏损 ($Loss$), 上一年净利润小于 0 取 1, 否则为 0; 董事会独立性 ($Indep$), 独立董事人数占比; 董事人数 ($Board$), 董事会人数取对数; 股权结构 ($Top3$), 前三大股东持股比例; 机构持股数 ($Inst$), 机构投资者持股总数与总股本数量的比值。

(三) 模型构建

为考察投资者互动监督对企业真实盈余管理的影响, 本文设定如下计量模型:

$$Rem_{it} = \alpha + \beta lig_{it} + \gamma X_{it} + \delta_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, Rem 表示企业真实盈余管理, lig 表示投资者互动监督。 X_{it} 表示一系列企业层面的特征变量, 以控制企业初始特征差异对回归结果的影响; δ_i 和 θ_t 分别表示企业固定效应和年份固定效应; ε_{it} 为随机误差项。为了排除异方差和序列相关对回归结果的影响, 本文使用聚类到企业层面的标准误。在模型(5)中, 本文重点关注估计系数 β , 它刻画了投资者互动监督对企业真实盈余管理的实际影响。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 1 汇报了变量的描述性统计结果。被解释变量真实盈余管理 (Rem) 的平均值为 0.0010, 标准差为 0.0841,

①种子词包括监督、监管机制、透明度、违法、违纪、控制、风险管理、合规性、审计、股东权利、治理结构、利益冲突、绩效评估、激励机制、法律诉讼、企业社会责任 (CSR)、可持续发展、利益相关者管理、内部控制、风险管理框架、公司治理评价、股权结构、信息披露、投资者关系管理、合规文化、外部审计、并购监管、反舞弊机制、企业估值、资本市场监管。

②Word2vec 算法是一种能够通过语义相似性识别相关词汇的技术, 扩展后的词表详见拓展词汇表。

③拓展词汇表包括造假、财务造假、虚假、忽悠、坑害, 内幕交易、利益输送、套现、圈钱、真实性、瞒报、隐瞒、澄清、辟谣、举报、投诉、质疑、问责、解释、回应、交代、真相、查账、审计、督查、检查、调查、监管、问询、曝光、传闻、监督、监管机制、透明度、违法、违纪、控制、风险管理、合规性、审计、股东权利、治理结构、利益冲突、绩效评估、激励机制、法律诉讼、企业社会责任 (CSR)、可持续发展、利益相关者管理、内部控制、风险管理框架、公司治理评价、股权结构、信息披露、投资者关系管理、合规文化、外部审计、并购监管、反舞弊机制、企业估值、资本市场监管。

④Qwen2.5-72B 是阿里开源的一个高性能大语言模型, 拥有 720 亿参数量, 截至 2024 年 11 月 13 日, 在大语言竞技场中排名第 8。在某些任务中, Qwen2.5-72B 的表现甚至超过 GPT4, 显示了其在自然语言处理领域的强大能力。

⑤具体而言, 我们将帖子内容输入 Qwen2.5-72B 模型, 并询问模型: “你是一位数据标注员, 该帖是否反映了投资者对公司的监督? 如果是, 回复 1, 否则返回 0。”模型根据帖子内容进行深入的语义分析, 并输出一个二进制判断结果。

最小值为-0.9397,最大值为1.6015,表明样本企业整体上存在一定的真实盈余管理行为,但个体差异显著,反映了不同企业操纵利润的程度差异较大。解释变量投资者互动监督(*Iig*)的平均值为1.6927,标准差为1.0040,表明投资者通过互动平台参与监督的活跃度整体适中,但不同企业面临的投资者监督力度存在显著分化。其余变量的离散程度和差异性水平均在合理范围内。

(二)基准回归

表2报告了投资者互动监督对企业真实盈余管理影响的回归结果。列(1)未加入控制变量和固定效应,解释变量*Iig*的系数为-0.0037,在1%的水平上显著为负,初步表明投资者互动监督可以降低企业真实盈余管理水平,即投资者通过互动平台参与监督的程度越高,企业通过异常交易、生产调整等手段操纵利润的行为越少。列(2)加入企业固定效应和时间固定效应,*Iig*的系数为-0.0023,仍在1%的水平上显著,说明投资者互动监督对企业真实盈余管理有负向影响。列(3)纳入全部控制变量,投资者互动监督*Iig*的系数为-0.0022,依然在1%的水平上显著,说明在控制了其他影响因素后,投资者互动监督依然能抑制企业真实盈余管理。以上结果验证了H1。

(三)稳健性检验

1. 替换关键变量衡量方式

为缓解变量测量误差对估计系数和显著性产生的潜在影响,本文更换被解释变量和解释变量的衡量方式进行稳健性检验。一是更换被解释变量的衡量方式,参考谢德仁和廖珂^[33]的研究,重新测度企业真实盈余管理*Rems*,计算公式为 $Rems_{i,t} = -R_CFO_{i,t} + R_PROD_{i,t} - R_DISEXP_{i,t}$,其中,*R_CFO_{i,t}*为异常经营现金净流,*R_PROD_{i,t}*为异常产品成本,*R_DISEXP_{i,t}*为异常酌量费用,回归结果如表3列(1)所示。二是更换解释变量的衡量方式,本文使用*Word2vec*词频算法筛选出与互动监督相关的帖子,并对当年上市公司的互动监督帖子总数加1取对数,得到投资者互动监督的替换指标*Isi*,回归结果如表3列(2)所示。在替换关键变量的衡量方式后,*Iig*的回归系数依然为负且显著,表明本文基准回归结果具有稳健性。

2. 考虑系统性差异影响

第一,考虑到区域经济环境和行业技术变革等外部干扰可能会造成不可观测因素对回归结果产生影响,本文引入固定效应交互项进行稳健性检验。在基准回归的基础上,引入行业-时间交互固定效应和省份-时间交互固定效应,回归结果见表3列(3),解释变量*Iig*的系数显著为负,回归结果依然稳健。第二,考虑到直辖市在制度环境和监管强度等方面与非直辖市存在系统性差异,可能会对研究结果造成干扰,本文剔除注册地位于直辖市的企业样本进行稳健性检验,回归结果如表3列(4)所示,*Iig*的回归系数在1%的水平上显著为负,说明在剔除直辖市样本后,投资者互动监督仍然可以抑制企业真实盈余管理。

表1 描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Rem</i>	25996	0.0010	0.0841	-0.9397	1.6015
<i>Iig</i>	25996	1.6927	1.0040	0.0000	5.8230
<i>Age</i>	25996	2.9951	0.3090	1.3863	3.6889
<i>Soe</i>	25996	0.3809	0.4856	0	1
<i>Size</i>	25996	22.3888	1.2994	19.4777	26.4523
<i>Tq</i>	25996	2.0361	1.3486	0.7946	17.6759
<i>Roe</i>	25996	0.0487	0.1552	-2.1749	0.4179
<i>Growth</i>	25996	0.3463	0.9562	-0.9258	12.4550
<i>Loss</i>	25996	0.0986	0.2981	0	1
<i>Indep</i>	25996	0.3772	0.0539	0.2857	0.6000
<i>Board</i>	25996	2.1169	0.1962	1.6094	2.7081
<i>Top3</i>	25996	0.4797	0.1522	0.1495	0.8692
<i>Inst</i>	25996	0.4368	0.2458	0.0010	0.9230

表2 基准回归

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>	<i>Rem</i>
<i>Iig</i>	-0.0037 *** (0.0010)	-0.0023 *** (0.0009)	-0.0022 *** (0.0009)
<i>Age</i>			0.0078 (0.0135)
<i>Soe</i>			0.0053 (0.0045)
<i>Size</i>			0.0099 *** (0.0023)
<i>Tq</i>			-0.0023 *** (0.0008)
<i>Roe</i>			-0.0134 *** (0.0046)
<i>Growth</i>			0.0092 *** (0.0018)
<i>Loss</i>			0.0074 *** (0.0021)
<i>Indep</i>			-0.0262 (0.0214)
<i>Board</i>			-0.0033 (0.0069)
<i>Top3</i>			0.0379 *** (0.0142)
<i>Inst</i>			0.0046 (0.0106)
企业固定效应	No	Yes	Yes
时间固定效应	No	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.0039 *** (0.0012)	0.0058 *** (0.0016)	-0.2422 *** (0.0646)
Observations	25996	25996	25996
R-squared	0.001	0.221	0.232

注:括号内为稳健标准误;***表示 $p < 0.01$,**表示 $p < 0.05$,*表示 $p < 0.1$ 。下同。

3. 剔除同期政策干扰

第一, 宽带中国政策推动了地区新型基础设施的建设, 为投资者在平台进行互动监督提供了有利条件, 因此本文以宽带中国政策构建政策变量, 并加入控制变量中进行检验; 第二, 国家大数据试点政策的核心在于推动数据资源整合、提升信息流通效率、强化基于数据的监管与服务能力, 这可能会改变企业的经营与监管环境, 因此本文将国家大数据试点政策纳入控制变量中进行检验。表 3 第 (5) 列的结果显示, 在考虑了研究期间内重要政策的干扰后, *lig* 的估计系数仍显著为负, 本文的研究结论稳健。

此外, 本文还进行了其他稳健性检验: 构建双重差分模型, 排除不可观测的随机因素对结果的影响; 进行安慰剂检验, 证明结果不是样本误差导致的。具体结果未列示, 备索。

(四) 内生性检验

本文的基准回归结果可能会因反向因果和样本自选择问题而导致估计偏误。为了缓解反向因果导致的内生性问题, 参考张云等^[34]的做法, 本文采用机构投资者沟通指数 (*IV1*) 作为工具变量, 运用两阶段最小二乘法 (2SLS) 进行回归分析。一方面, 机构投资者是企业重要的投资者群体之一, 其与企业的沟通行为具有信号传递作用, 会提高企业对中小投资者互动的重视, 从而提升企业的整体投资者互动监督水平, 符合相关性要求; 另一方面, 机构投资者与企业沟通的主要目的是评估投资价值, 而非直接要求企业调整生产计划和销售策略, 与企业的真实盈余管理行为无直接关联, 满足外生性要求。另外, 本文借鉴高敬忠等^[27]的研究, 选取企业所在城市同行业同年份的投资者

互动监督均值 (*IV2*) 作为工具变量。一方面, 投资者在股票投资决策中普遍存在“本地偏好”特征, 倾向于关注本地上市公司, 且同一行业的企业具有相似的信息披露规范和投资者关注的核心问题, 满足相关性假设; 另一方面, 企业所在城市同行业同年份的投资者互动监督均值, 主要反映区域性投资者关注的外部环境特征, 与特定企业的真实盈余管理决策不存在直接关联, 满足外生性条件。回归结果如表 4 列 (1) 至列 (4) 所示, 在通过不可识别检验和弱工具变量检验后, 回归结果显示解释变量的系数依然显著为负, 本文结论依然稳健。

同时, 本文采用 Heckman 两阶段法来缓解样本自选择问题。参考杨刚强等^[35]的研究, 微博作为公开性强、传播效率高的社交媒体平台, 是企业开展投资者互动的重要渠道, 开通微博的企业更有可能建立常态化的投资者互动监督机制。而且, 企业开通微博反映了其对社交媒体工具的选择偏好, 并不直接影响企业的真实盈余管理行为。因此, 在第一阶段, 本文将企业是否开通微博作为 Probit 模型的因变量, 同时引入企业年龄、企业性质、企业规模、企业价值、企业盈利能力、企业成长性、企业亏损、董事会独立性、董事人数等变量, 估计出米尔斯反比 (*IMR*)。在第二阶段, 本文将 *IMR* 作为控制变量引入模型中, 回归结果如表 4 列 (5) 所示, *IMR* 的系数在 5% 的水平上负向显著, 有效控制了研究样本中可能存在的自选择偏误问题, 说明本文结论稳健。

表 3 稳健性检验

变量	替换关键变量		固定效应交互	剔除直辖市	剔除政策影响
	(1) <i>Rems</i>	(2) <i>Rem</i>	(3) <i>Rem</i>	(4) <i>Rem</i>	(5) <i>Rem</i>
<i>lig</i>	-0.0032 ** (0.0016)		-0.0022 *** (0.0007)	-0.0040 *** (0.0010)	-0.0029 *** (0.0009)
<i>Isi</i>		-0.0035 *** (0.0011)			
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	No	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	No	Yes	Yes
行业 × 时间固定效应	No	No	Yes	No	No
省份 × 时间固定效应	No	No	Yes	No	No
<i>Constant</i>	0.0656 (0.1185)	-0.2414 *** (0.0646)	-0.0984 *** (0.0225)	-0.1838 *** (0.0677)	-0.2460 *** (0.0646)
Observations	25996	25996	25996	20413	25996
R-squared	0.623	0.232	0.057	0.239	0.222

表 4 内生性检验

变量	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	Heckman 检验
	(1) <i>lig</i>	(2) <i>Rem</i>	(3) <i>lig</i>	(4) <i>Rem</i>	(5) <i>Rem</i>
<i>lig</i>		-0.0234 *** (0.0090)		-0.0031 ** (0.0012)	-0.0028 *** (0.0009)
<i>IV1</i>	0.0444 *** (0.0034)				
<i>IV2</i>			0.9135 *** (0.0063)		
<i>IMR</i>					-0.5131 ** (0.2224)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
K-PrkLM 值	153.69 ***		37.36 ***		
C-DWaldF 值	287.22		59.01		
k-P WaldF 值	173.56		52.32		
Observations	25996	25996	25996	25996	25996

六、进一步分析

(一) 中介效应

1. 信息透明度

本文参考徐寿福和徐龙炳等^[36]的研究,使用 KV 指数^①测度信息透明度, KV 指数越大表明企业的信息透明度越低。为保证作用机制研究结果的稳健性,本文参考陈国进等^[37]和于蔚等^[38]的研究,引入 $VPIN$ 知情交易^②和 ASY 指数^③测度信息透明度。回归结果如表 5 所示, lig 的回归系数均在 1% 的水平上负向显著,说明投资者互动监督能显著提升企业信息透明度,降低真实盈余管理的隐蔽性。投资者能够通过互动机制识别企业真实经营活动的异常信号,从而增加管理层风险成本,约束其机会主义行为。同时,投资者互动监督带来的信息充分性使得市场能更精准地识别企业内在价值,降低操纵行为的收益预期,抑制管理层的策略性操纵,验证了 H2。

2. 资源获取

本文选取 3 个变量测度企业资源获取,为融资约束(SA_abs)、财务稳定性($ZScore$)^④和债务融资成本($Cost$)。其中, SA_abs 的计算公式为 $SA_abs = 10.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age - 0.737 \times Size$, $Size$ 为企业规模的自然对数, Age 为企业年龄。 SA 指数的绝对值越大,表明企业面临的融资约束越强。债务融资成本为企业财务费用占期末总负债的比重, $Cost$ 越大,说明企业债务融资成本越高。回归结果如表 6 所示, lig 对 SA_abs 和 $Cost$ 的回归系数显著为负,对 $ZScore$ 的回归系数显著为正,表明投资者互动监督可以缓解企业融资约束和降低债务融资成本,并且会提高企业财务稳定性。投资者互动监督通过动态沟通和常态化信息披露,降低了企业私有信息的独占性,并强化了信息核验与反馈,促进企业优化财务决策,降低经营波动与偿债风险,使外部投资者更易评估企业投资项目的真实价值,能够更全面地掌握企业现金流稳定性与履约能力,降低对风险补偿的要求,缓解企业融资约束和提升资金可得性,从而弱化管理层进行真实盈余管理的动机,验证了 H3。

(二) 异质性分析

本文从 ESG 评级、媒体关注度、企业性质、管理层短视四个维度进行异质性分析,以期厘清投资者互动监督治理效能的边界条件,为优化资本市场协同治理体系、推动市场健康发展提供理论支撑与经验参考。

表 5 中介效应:信息透明度

变量	(1) KV	(2) $VPIN$	(3) ASY
lig	-0.0049 *** (0.0014)	-0.0018 *** (0.0002)	-0.0729 *** (0.0039)
控制变量	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
Constant	1.1593 *** (0.0918)	0.3627 *** (0.0105)	6.5019 *** (0.3060)
Observations	25996	25996	25996
R-squared	0.700	0.703	0.818

表 6 中介效应:资源获取

变量	(1) SA_abs	(2) $ZScore$	(3) $Cost$
lig	-0.0080 *** (0.0009)	0.2219 *** (0.0574)	-0.0047 *** (0.0007)
控制变量	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
Constant	4.1400 *** (0.1072)	20.8836 *** (5.2521)	-0.3692 *** (0.0669)
Observations	25996	25996	25996
R-squared	0.973	0.699	0.472

①计算公式为 $\ln \left| \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \right| = \lambda_0 + \lambda \left(\frac{Vol_t}{Vol_0} - 1 \right) + \varepsilon$, 其中 P_t 和 Vol_t 分别是第 t 日的股票收盘价和交易量, Vol_0 是研究期间所有交易日的平均日交易量。

②计算公式为 $\begin{cases} (V_{\tau}^B = \sum_{i=t(\tau-1)+1}^{t(\tau)} V_i \cdot Z \left(\frac{P_i - P_{i-1}}{\sigma_{\Delta P}} \right)) \\ V_{\tau}^S = \sum_{i=t(\tau-1)+1}^{t(\tau)} V_i \cdot \left[1 - Z \left(\frac{P_i - P_{i-1}}{\sigma_{\Delta P}} \right) \right] = V - V_{\tau}^B \end{cases}$, $VPIN = \frac{\sum_{\tau=1}^n |V_{\tau}^B - V_{\tau}^S|}{nV}$, 其中 $t(\tau)$ 为第 τ 交易篮子中最后的时间限制, i 表示最小时间间隔, V_i 表示 i 时刻的交易量, P_i 表示 i 时刻的价格, $\sigma_{\Delta P}$ 表示每个篮子中所有价格变动量的标准差, Z 表示标准正态分布的累积分布函数, n 表示区间内交易篮子数, V 表示每个篮子的等交易量。 $VPIN$ 指数越大,说明信息不对称程度越高。

③计算公式为 $LR_{it} = -\frac{1}{D_{it}} \sum_{k=1}^{D_{it}} \frac{V_{it}(k)}{|r_{it}(k)|}$, $ILL_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{k=1}^{D_{it}} \frac{|r_{it}(k)|}{V_{it}(k)}$, 其中 $r_{it}(k)$ 表示 i 企业 t 年度第 k 个交易日的股票收益率, $V_{it}(k)$ 表示日成交量, D_{it} 表示当年交易天数; $GAM_{it} = |\gamma_{it}|$, 系数 γ_{it} 由公式 $r_{it}^e(k) = \theta_{it} + \varphi_{it} r_{it}(k-1) + \gamma_{it} V_{it}(k-1) \text{sign}[r_{it}^e(k-1)] + \varepsilon_{it}(k)$ 估计得到, 其中 $r_{it}^e(k) = r_{it}(k) - r_{mt}(k)$ 为超额收益率, $r_{mt}(k)$ 表示按市值为权重加权的市场收益率。将 LR 、 ILL 和 GAM 进行主成分分析, 得到信息不对称指标 ASY , ASY 指数越大,说明信息不对称程度越高。

④ $ZScore = 1.2 \times (\text{营运资本}/\text{总资产}) + 1.4 \times (\text{留存收益}/\text{总资产}) + 3.3 \times (\text{息税前利润}/\text{总资产}) + 0.6 \times (\text{股东权益市值}/\text{负债账面价值}) + 1.0 \times (\text{销售收入}/\text{总资产})$ 。

1. ESG 评级

本文根据华证 ESG 评级结果,以中位数为界将样本划分为 ESG 评级高和评级低两组,旨在分析投资者互动监督对不同 ESG 评级企业真实盈余管理的差异化影响,回归结果见表 7 列(1)和列(2)。在 ESG 评级低的企业中,投资者互动监督可以抑制企业真实盈余管理,原因可能是:此类企业对外披露的信息质量较低,利益相关者难以通过公开渠道获取企业经营的真实状况,使得管理层更容易通过真实盈余管理掩盖经营缺陷,而投资者互动监督通过构建双向信息沟通机制,能够弥补 ESG 评级较低企业的信息短板,互动过程中的信息核验与反馈迫使企业暴露隐藏的经营风险与代理问题,降低信息不对称程度,同时监督压力导致管理层操纵行为被识别的成本上升,使其减少粉饰业绩的真实盈余操纵活动。而 ESG 评级较高的企业通常已建立了较为完善的非财务信息披露体系和利益相关者沟通机制,外部合法性压力较小,因此投资者互动监督所产生的边际治理约束效应有所弱化。

2. 媒体关注度

媒体关注度低的企业往往具有更高的信息不对称水平,缺乏媒体的持续信息挖掘与公开报道,外部利益相关者难以通过公共信息渠道获取企业经营细节信息,导致企业内部信息的私有性与隐蔽性更强,管理层更容易操纵真实盈余管理。因此,本文推测,相较于媒体关注度高的企业,投资者互动监督对真实盈余管理的抑制作用在媒体关注度低的企业中更为明显。本文借鉴沈艳和王靖一^[39]的研究,采用网络财经新闻对公司的报道数衡量媒体关注度,并按照中位数进行分组,回归结果如表 7 列(3)和列(4)所示。在媒体关注度低的企业中,投资者互动监督对企业真实盈余管理的回归系数在 1% 的水平上负向显著,而在媒体关注度高的企业中不显著,说明投资者互动监督在媒体关注度低的情况下更能抑制企业真实盈余管理。

3. 企业产权性质

本文根据企业产权性质将样本进行分组,旨在分析不同产权性质企业中,投资者互动监督对企业真实盈余管理的影响,回归结果见表 8 列(1)和列(2)。在民营企业组别中,投资者互动监督对企业真实盈余管理的回归系数在 5% 的水平上显著为负;在国有企业组别中,投资者互动监督的回归系数不显著,说明国有企业处于较低的信息不对称程度环境中,且治理机制对外部监督的敏感度较低。国有企业通常受多重监管,对管理层行为形成了较为全面的约束,其信息披露的规范性与透明度相对较高,信息不对称程度较低,而且国有企业的融资渠道更稳定,无须通过操纵真实活动获取资源,因此投资者互动监督难以产生额外的边际治理价值,对国有企业真实盈余管理的抑制效应不显著。而民营企业面临的信息不对称程度较高,外部投资者对其内部决策过程、财务状况的信息获取存在较大壁垒,加之缺乏类似国有企业的制度性信用背书,投资者对其经营风险的评估难度较大,信息甄别成本也更高,因此,投资者互动监督能够有效减少管理层信息选择性偏差,降低民营企业与外部投资者之间的信息不对称程度,削弱管理层的机会主义动机,从而对真实盈余管理的抑制效应较为显著。

4. 管理层短视

在管理层短视程度高的企业中,管理层会过度关注短期业绩指标而忽视长期价值创造,进而加剧了企业与外部投资者之间的信息壁垒,此时投资者互动监督可以通过矫正信息传递偏差与行为导向在一定程度上缓解信

表 7 异质性检验:ESG 评级与媒体关注度

变量	ESG 评级低	ESG 评级高	媒体关注度低	媒体关注度高
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>lig</i>	-0.0040 *** (0.0014)	-0.0010 (0.0014)	-0.0032 *** (0.0012)	-0.0022 (0.0015)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.1936 * (0.0990)	-0.4648 *** (0.1026)	-0.2612 *** (0.0994)	-0.3007 *** (0.0991)
Observations	13798	12198	12854	13142
R-squared	0.282	0.336	0.322	0.315

表 8 异质性检验:产权性质与管理层短视

变量	国有企业	民营企业	管理层短视程度低	管理层短视程度高
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Rem	Rem	Rem	Rem
<i>lig</i>	-0.0017 (0.0015)	-0.0032 ** (0.0013)	-0.0018 (0.0014)	-0.0033 ** (0.0013)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.3489 *** (0.1075)	-0.2081 ** (0.0890)	-0.4013 *** (0.1078)	-0.1130 (0.0928)
Observations	9901	16095	12608	13388
R-squared	0.213	0.261	0.322	0.312

息不对称,从而抑制企业的真实盈余管理。因此,本文认为投资者互动监督在管理层短视程度高的企业中更能抑制企业的真实盈余管理。参考胡楠等^[40]的研究,本文采用诸如“尽快”“天内”“数月”等43个短期视域的词语,计算诸类词频占当年年报MD&A文本总词频的百分比,以测量管理者短视程度。回归结果如表8列(3)和列(4)所示,在管理层短视程度高的企业中,投资者互动监督的系数在5%的水平上负向显著;而在管理层短视程度低的企业中,投资者互动监督的系数不显著,说明管理层短视程度高的企业因信息扭曲严重且操纵动机强烈,投资者互动监督的边际治理价值更高,而管理层短视程度低的企业因信息环境改善与动机弱化,监督的边际治理价值被稀释。

七、研究结论与政策建议

本文基于信息不对称理论,以2011年至2023年沪深交易所A股上市公司为研究样本,结合深交所“互动易”与上交所“e互动”平台的文本数据,实证考察了投资者互动监督对企业真实盈余管理的影响及作用机制。研究发现:第一,投资者互动监督能有效约束企业真实盈余管理行为。第二,提升信息透明度与增强资源获取能力是投资者互动监督抑制真实盈余管理的两条核心传导路径。机制检验发现,投资者互动监督可通过降低信息不对称程度来压缩真实盈余管理的隐蔽空间,同时能够缓解企业融资约束,弱化企业以真实盈余操纵换取资源的动机。第三,投资者互动监督的抑制效应存在显著异质性,该抑制效应在ESG评级低、媒体关注度低、民营和管理层短视程度高的企业中更为突出。

本文研究结论为资本市场监管创新提供了实证支撑,投资者互动监督作为低成本、高效率的外部治理机制,不仅响应了监管机构强化信息披露的要求,还有助于提升企业治理水平和保护中小投资者利益,对推动我国资本市场高质量发展具有重要的现实意义。为此,本文提出以下政策建议:第一,优化投资者互动平台功能,提升用户体验。简化平台操作流程,提高用户界面的友好性,降低投资者的使用技术门槛。此外,监管机构应加强对互动平台上信息发布的监管,确保上市公司及时准确地回应投资者的提问,防止误导性信息的传播,并对违规行为进行严厉处罚,增强平台的公信力。第二,企业应主动提升信息披露的质量和透明度,加强企业内部治理。企业需通过定期报告和临时公告等方式,提供更详细、更准确的财务和经营信息,并进一步优化内部治理结构,建立健全内部控制和监督机制,减少管理层的机会主义行为。同时,企业应重视投资者通过互动平台反馈的意见和建议,及时调整经营策略和管理决策,从而提升企业的整体治理水平。第三,加强与媒体、分析师等外部机构的协同,形成多层次的外部监督体系。媒体和分析师等机构擅长通过深度调查揭露企业的重大违规问题,但资源约束决定了其难以覆盖绝大多数上市公司,而互动监督通过分散化的个体参与能够很好地填补媒体和分析师的监督盲区。

参考文献:

- [1]陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].管理世界,2021(6):142-158+9+160-162.
- [2]孔东民,刘莎莎,黎文靖,等.冷漠是理性的吗?中小股东参与、公司治理与投资者保护[J].经济学(季刊),2013(1):1-28.
- [3]余怒涛,苗瑞晨,张华玉.投服中心行权保护中小股东利益了吗:基于控股股东股权质押视角[J].会计研究,2024(6):87-101.
- [4]孔东民,刘莎莎,应千伟.公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜?[J].管理世界,2013(7):145-162.
- [5]蔡贵龙,张亚楠,徐悦,等.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].管理世界,2022(8):199-217.
- [6]张静嫻,冯勇杰,张曾莲.ESG对企业真实盈余管理的影响效应检验[J].统计与决策,2025(10):166-172.
- [7]李春涛,赵一,徐欣,等.按下葫芦浮起瓢:分析师跟踪与盈余管理途径选择[J].金融研究,2016(4):144-157.
- [8]徐加根,杨杰,夏蜀.互动信息质量对股票流动性会产生影响吗——来自交易所互动平台的证据[J].财经科学,2025(1):28-43.
- [9]Li Y, Wang P F, Zhang W. Individual investors matter: The effect of investor-firm interactions on corporate earnings management[J]. Journal of Corporate Finance, 2023, 83: 102492.
- [10]杨兴全,程慧慧.网络平台互动如何影响公司现金持有?——来自交易所互动平台的证据[J].现代经济探讨,2023(1):54-69.
- [11]周耿,周舟,范从来.上证“e互动”对市场信息效率影响及机制研究[J].上海经济研究,2020(2):110-121.
- [12]卜君,孙光国,徐俊洁.上市公司互动式信息沟通能够降低股票错误定价吗?[J].运筹与管理,2024(8):219-225.
- [13]谭松涛,阙钰,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].金融研究,2016(3):174-188.
- [14]王璐,白晶,周博.网络平台互动能抑制企业违规吗?——来自交易所网络互动平台的经验证据[J].财经问题研究,2024(10):81-92.
- [15]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].经济研究,2018(1):153-168.

- [16]李瑶瑶,赵杨,王天梅. 互动信息对关键审计事项决策的影响[J]. 管理科学,2024(6):62-85.
- [17]刘运国,刘芷蕙. 投资者 e 互动与公司费用粘性[J]. 中国地质大学学报(社会科学版),2021(1):105-123.
- [18]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]. 管理世界,2018(9):161-171.
- [19]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]. 财贸经济,2020(12):85-100.
- [20]赵杨,吕文栋. 散户积极主义对审计决策的影响[J]. 审计研究,2022(3):80-91.
- [21]Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics,2006(3):335-370.
- [22]Kim J,Sohn B C. Real earnings management and cost of capital[J]. Journal of Accounting and Public Policy,2013(6):518-543.
- [23]丁亚楠,王建新. 网络互动的治理效能:企业盈余管理的视角[J]. 经济管理,2023(12):159-177.
- [24]郑建明,贾昊阳. 网络舆论关注与企业盈余管理[J]. 山西财经大学学报,2022(5):108-122.
- [25]何枫,闫钰琳,温博慧. 强制社会责任披露与企业真实盈余管理——“笃行致远”抑或“瞒天过海”[J]. 南开经济研究,2024(11):138-158.
- [26]张俊瑞,宋晓悦,尹兴强. 中小股东在线发声如何影响企业前瞻性信息披露? ——来自投资者互动平台的证据[J]. 系统工程理论与实践,2026(1):197-223.
- [27]高敬忠,杨朝,彭正银. 网络平台互动能够缓解企业融资约束吗——来自交易所互动平台问答的证据[J]. 会计研究,2021(6):59-75.
- [28]安世强,张金昌. 网络平台互动是否能促进企业数字化转型? ——基于交易所问答互动数据的证据[J]. 现代经济探讨,2024(11):76-87.
- [29]Dechow P M,Sloan R G,Sweeney A P. Detecting earnings management[J]. The Accounting Review,1995(2):193-225.
- [30]李增福,董志强,连玉君. 应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理? ——基于我国 2007 年所得税改革的研究[J]. 管理世界,2011(1):121-134.
- [31]彭凯. 增值税遵从如何影响会计信息质量? ——基于客户-供应商关系的视角[J]. 会计研究,2021(12):21-39.
- [32]祁怀锦,于瑶,刘艳霞. 混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J]. 审计与经济研究,2020(5):63-74.
- [33]谢德仁,廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究,2018(8):21-27.
- [34]张云,吕纤,韩云. 机构投资者驱动企业绿色治理:监督效应与内在机理[J]. 管理世界,2024(4):197-221.
- [35]杨刚强,王海森,范恒山,等. 数字经济的碳减排效应:理论分析与经验证据[J]. 中国工业经济,2023(5):80-98.
- [36]徐寿福,徐龙炳. 信息披露质量与资本市场估值偏误[J]. 会计研究,2015(1):40-47+96.
- [37]陈国进,张润泽,谢沛霖,等. 知情交易、信息不确定性与股票风险溢价[J]. 管理科学学报,2019(4):53-74.
- [38]于蔚,汪淼军,金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. 经济研究,2012(9):125-139.
- [39]沈艳,王靖一. 媒体报道与未成熟金融市场信息透明度——中国网络借贷市场视角[J]. 管理世界,2021(2):35-50+4+17-19.
- [40]胡楠,薛付婧,王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? ——基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界,2021(5):139-156+11+19-21.

[责任编辑:王丽爱]

Investor Interactive Supervision and Corporate Real Earnings Management: Evidence from Large Language Models

FAN Ben^a, WU Yanbo^b, LIU Hengyuan^b

(a. School of Accountancy; b. College of Public Finance and Investment, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Based on the theory of information asymmetry, this paper takes A-share listed companies on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2011 to 2023 as the research sample. It uses text data from the Shenzhen Stock Exchange's "Hudongyi" and the Shanghai Stock Exchange's "e-Interaction" platforms, and constructs an investor interactive supervision indicator through large language models to explore the impact and mechanism of investor interactive supervision on corporate real earnings management. The findings indicate that investor interactive supervision can significantly inhibit corporate real earnings management. Heterogeneity analysis shows that this inhibitory effect is more prominent in enterprises with low ESG ratings, low media attention, private ownership, and high management myopia. Mechanism tests indicate that investor interactive supervision inhibits real earnings management through two paths: improving corporate information transparency and enhancing corporate resources acquisition capacity. This paper not only optimizes the measurement method of investor interactive supervision, but also reveals the micro-mechanism through which small and medium-sized investors participate in corporate external governance via online interactive platforms. It provides empirical evidence for improving the collaborative governance system of the capital market and contributes to promoting the high-quality development of the capital market.

Key Words: investor interactive supervision; real earnings management; information asymmetry; large language models; corporate information transparency; resources acquisition capability; corporate governance