“管理层讨论与分析”信息的法律责任

厦门大学管理学院　钟　娟　李常青(博士生导师)

【摘要】为了解决我国证券市场管理层讨论与分析(MD&A)信息的法律责任问题,保护投资者的合法权益,本文分析了我国和美国上市公司公司应披露的MD&A信息及信息性质,并认为应当借鉴美国证券法律的相关规定,完善MD&A信息披露要求。

【关键词】管理层讨论与分析　法律责任　虚假陈述

管理层讨论与分析(MD&A),是指公司管理层通过对公司的了解及其所掌握的各方面信息,对公司的财务报告和其他必要统计数据以及报告期内发生或将要发生的重大事项进行讨论与分析。

MD&A信息披露的主要目的在于让投资者用公司管理层的眼光来看待公司和市场,并利用管理者的专业知识水平及其掌握的丰富的信息资源来更好地做出投资决策。其实质是保障投资者公平地获取上市公司的信息,保护投资者的利益。

一、美国上市公司应披露的MD&A信息

1. MD&A信息内容。根据美国证券交易委员会(SEC)所制定的规则要求,应披露的MD&A信息具体包括以下方面:

(1)流动性方面信息。包括流动资金的内外部来源、公司流动性状况及其影响因素、面临的问题及预期解决方法以及即将或者很有可能导致流动性方面出现重大改变的已知趋势、需求、合同、事件或不确定因素等。

(2)资本来源方面信息。包括预期资金来源、资本来源的趋势及改变、资本结构的变化和表外安排等。

(3)经营成果方面信息。如收入和费用的构成、对持续经营收入产生或即将产生重大影响的已知趋势、不确定因素、不寻常事件或者经济环境的改变等因素,以及将实质上改变成本与收益之间关系的已知事件和由以上因素导致的收益的重大增长等。

(4)表外安排事项和契约型负债信息。SEC规定MD&A信息中需披露表外安排事项和契约型负债的汇总。披露这些安排事项的实质和商业目的、重要性、收益、费用和现金流量等信息,以及公司发行的债券及其他负债事项的数额和实质、即将或可能对表外事项的有效性产生影响的各种因素及公司应采取的措施,公司MD&A报告还应当以表格的形式列出各种按期偿付的契约型负债。

MD&A信息与财务报告中的其他信息不同,它并不限于对客观事实的阐述,还包含着大量前瞻性信息。SEC要求公司提供前瞻性信息,披露很有可能导致流动性、资本来源或经营成果发生重大变化的已知趋势、需求、合同、事件或不确定因素等,鼓励但不强制公司提供预测性信息。

2. MD&A信息性质。从法律角度看,依据客观事实做出的信息披露与根据主观判断做出的前瞻性信息披露应承担的法律责任是不同的。对客观事实的披露必须遵循客观性、真实性原则,当发行人违背了这些原则时,他们的行为就构成了欺诈。而前瞻性信息的披露本身就是对未来状况的一种预测,当发行人的主观意愿良好,且伴有充分的警示性语言时,所披露的信息与客观事实不相符合并不构成虚假陈述或欺诈。因而在对MD&A信息的法律责任进行探讨时,首先必须对MD&A披露信息的性质进行区分、归类。

上市公司被要求披露的信息大致可分为两种:硬信息和软信息。硬信息是指客观、可证实的事实性信息,如财务报告中的各种数据;软信息则与硬信息相对应,它常常体现为前瞻性信息,如预测、预计以及对未来期望的陈述等。

同样,披露的MD&A信息也可分为硬信息与软信息。如流动性方面的信息,流动资金的内外部来源、公司流动性状况信息是对公司真实经营状况的描述,属于硬信息;而流动性方面的重大不足和预期解决方法、公司流动性的影响因素、即将或者很有可能导致流动性方面出现重大改变的已知趋势、需求、合同、事件或不确定因素等信息则属于软信息。

二、美国证券市场MD&A信息披露的法律责任

美国证券法律监管制度对投资者的保护比较完备,对证券市场中违法行为的惩罚以严厉著称。

证券市场中的虚假陈述行为可能会导致三种法律责任:刑事责任、行政责任和民事责任。刑事责任旨在惩罚严重违法者,行政责任旨在保护投资者和证券市场的信誉,民事责任旨在赔偿投资者所受的损失。美国证券法律监管制度采用公私法并重的模式,除了通过刑事制裁或行政手段保护投资者的利益外,还特别注重通过民事赔偿弥补受害人的经济损失。美国证券市场近几十年来的发展经历也证实,相比于刑事制裁与行政手段,民事责任是最有效的惩罚违法者和保护投资者的手段。

这些法律责任对上市公司的威慑作用是巨大的。对上市公司而言,一旦被投资者起诉,无论胜诉与否,他们都需负担高额的成本,包括巨额的诉讼费用、律师费用,高额的举证成本以及公司信誉的巨大损失。一旦败诉,上市公司还要向投资者支付高额的赔偿金,并使投资者丧失对公司的信心,损失更

为巨大。这些针对硬信息披露中发生的违法行为的严厉惩罚手段有效地保护了投资者的利益。

但MD&A信息中含有大量的主观预测性信息，即软信息，如管理层对报告期内各项财务指标出现大幅变动的原因分析，并据此对未来的经营状况做出的预测等。公司管理当局依据他们掌握的企业信息，辅以其高水准的专业水平，能够对公司的未来做出较合理的预测。随着美国证券市场的逐渐成熟，这些预测性信息对投资者的投资决策的参考价值也日益重大。但此类信息是公司管理者对公司未来发展的一种主观看法，不是对客观事实的描述，与生俱来存在一定的不确定性。这种不确定性会使其比硬信息面临更多的诉讼风险。美国证券市场严厉的法律制度束缚了上市公司软信息的充分披露，也束缚了上市公司管理层在MD&A报告中的充分信息披露。

为了鼓励上市公司披露软信息，保护其免受不当诉讼的侵害，美国联邦法院在其司法判例中产生了“预先警示原则”，与此同时，成文法“安全港规则”也逐渐为SEC所采纳，以保护预测性信息披露者免于遭受不合理的诉讼。

三、我国上市公司应披露的MD&A信息

1. MD&A信息内容。我国法律法规中要求公司管理层应当对财务报告与其他必要的统计数据以及报告期内发生或将要发生的重大事项进行讨论与分析，以有助于投资者了解其经营成果、财务状况（含现金流量情况）。具体包括：

（1）报告期内公司的经营情况。概述公司报告期内总体经营情况，分析公司主营业务及其经营状况，报告期公司资产构成、公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量的构成情况，公司主要控股公司及参股公司的经营情况及业绩分析等信息。若公司经营情况发生重大变动，则应当分析主要影响因素，解释变动原因。

（2）报告期内公司的投资情况。公司应当分析报告期内公司投资额的变动情况，介绍被投资单位名称、主要经营活动、投资占被投资单位权益的比例等。此外，公司还应对报告期内募集资金与非募集资金的投资情况、投资项目的进度及收益状况、投资项目的变更情况等进行说明。

（3）公司管理层应当说明完成预测或计划的进度情况，说明预测或计划的调整内容，并对预计亏损或者与上年同期相比发生的大幅度变动予以警示。

（4）公司管理层应对会计师事务所出具的有强调事项段、保留意见、无法表示意见或否定意见的审计报告及其所涉及事项做出说明，并对公司做出的会计政策、会计估计变更和差错更正的原因及影响进行讨论、分析。

（5）对公司前景的展望。公司管理层应当分析所处行业的发展趋势及公司面临的市场竞争格局，向投资者提示管理层所关注的未来公司发展机遇和挑战以及面临的所有风险因素，为实现未来发展战略所需的资金需求、使用计划以及资金来源情况，维持公司当前业务及完成在建投资项目的资金需求等。

MD&A报告中披露的信息并不局限于以上内容，还可以披露新年度的经营计划、经营目标等信息。

2. MD&A信息性质。MD&A报告中包含的对报告期内公司的经营情况、投资情况、完成预测或计划的进度情况的说明，以及对会计师事务所出具的有强调事项段、保留意见、无法表示意见或否定意见的审计报告的讨论与分析等信息，是对客观历史事实的描述与说明或者是基于历史事实的讨论与分析，应归属于硬信息。

MD&A报告中对公司前景的展望部分的内容，以及披露的新年度的经营计划等，是公司管理者对未来发展状况的一种预测，是基于管理者对公司及市场等因素的主观认识而形成的，应归属于软信息。

四、完善我国MD&A信息法律责任规定的建议

我国目前针对证券市场虚假陈述等违法行为的相关法律责任规定，较以前有了很大改进，但仍存在不足。第一，民事赔偿责任制度不健全。第二，MD&A信息披露制度不健全。第三，虚假陈述举证责任在投资者。第四，缺乏“软信息”免责制度。因此，在我国目前的法律体制下，不仅投资者的利益未得到完备的保护，而且善意的上市公司也无法充分运用MD&A报告与投资者进行沟通。相反，MD&A报告还很有可能成为不法披露者的新欺诈工具。MD&A报告还没有真正成为上市公司与投资者之间的沟通桥梁。

笔者借鉴美国证券市场MD&A信息法律责任的规定，提出以下建议。

1. 加强民事赔偿责任制度的建设。我国目前的证券法律制度应当加强民事赔偿责任制度的建设，就民事责任的构成、民事赔偿的确定等方面，做出更合理的规范，使投资者的利益真正得到保障。

2. 由“辩方”即上市公司承担虚假陈述举证责任。由上市公司承担举证责任，投资者在较小的举证责任下会有更大的动机去起诉违法信息披露者。众多投资者的法律诉讼导致的高额举证成本以及公司信誉损失等成本会对信息披露主体形成一定的约束作用。

3. 完善MD&A信息披露要求。MD&A信息越来越被投资者所重视，管理层所提供的预测性信息也逐渐成为投资者决策的重要依据，应当鼓励上市公司在MD&A报告中披露更多的预测性信息。我国的MD&A信息披露制度刚刚引入不久，与美国证券市场发展了几十年的披露制度相比，尚未形成系统的规范，善意的信息披露者感觉没有法律制度可以遵循。因此，应当就MD&A报告应披露的内容、涵盖的范围以及披露格式等方面做出更加详尽、合理的规定。

4. 建立安全港制度。在加强保护投资者利益的法律法规建设的同时，逐步设立安全港制度，并伴有充分的有意义的警示性声明，在合理的基础上做出预测性信息披露。

主要参考文献

①汤立斌.上市公司会计信息披露法律责任的设定问题.会计研究，2002；8

②弗·伊斯特布鲁克，丹·费雪.雨廷译.美国证券市场的强制披露与投资者保护.经济社会体制比较，2004；4

③杨郊红.美国上市公司信息披露制度的变迁及启示.证券市场导报，2005；4