

上市公司“管理层讨论与分析”的有用性研究

李锋森 李常青

(1.中国人民银行广州分行, 广东 广州 510120; 2.厦门大学管理学院会计发展研究中心, 福建 厦门 361005)

摘要: 我国证监会引入“管理层讨论与分析”(Management's Discussion and Analysis, 以下简称 MD&A) 信息披露制度已有 5 年历史, 当前我国上市公司 MD&A 到底有没有起到改善公司信息披露质量的预期作用呢? 本文对我国 MD&A 有用性进行实证研究, 研究结果表明我国 MD&A 总体上对预测公司未来销售收入、每股盈余和经营现金净流量的变化情况有显著的辅助作用, 而且股票市场对 MD&A 披露作出了及时迅速的反应。但研究结果也表明, 我国 MD&A 披露存在投资者对前瞻性信息过度信赖而上市公司管理层在信息披露时“报喜不报忧”的现象。

关键词: 管理层讨论与分析; 信息披露; 信息含量; 上市公司

作者简介: 李锋森, 供职于中国人民银行广州分行。李常青, 管理学博士, 厦门大学管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 资本市场财务与会计问题。

中图分类号: F276.6 文献标识码: A

Abstract: It has been five years since China Securities Regulatory Commission set up the MD&A disclosure system in 2002. Do the current MD&As disclosed by Chinese listed companies have the expected function of improving the quality of information disclosure? This paper studies the usefulness of MD&A. The empirical results show that Chinese MD&As are effective predicting indicators of the companies' future operating results and the stock market does make reactions quickly and accordingly. But this paper also shows that Chinese investors might have placed too much confidence in the forward-looking information in the MD&A and the managements of Chinese public companies have a tendency to disclose more good news and less bad news in the MD&A.

Key words: Management's Discussion and Analysis; information disclosure; information content

“管理层讨论与分析”(Management's Discussion and Analysis, MD&A) 是上市公司对外披露的信息当中最具价值的部分, 提供了基于公认会计准则而产生的表内信息及报表附注无法提供的信息, 满足了投资者对信息相关性和前瞻性更高的要求。MD&A 在美国已经有近四十年的历史, 现已在美英加等发达市场经济国家广泛应用, 对提高上市公司信息披露质量起到了至关重要的作用。我国证监会于 2002 年正式引入了 MD&A 信息披露制度, 并于 2005 年强化了有关规定。研究 MD&A 的有用性, 具有很重要的意义, 它直接关系到 MD&A 存在的必要性和合理性, 也是今后进一步研究的基础。研究 MD&A 有用性直接体现为 MD&A 披露对投资者到底有无价值。如果投资者决策时根本不考虑 MD&A 信息, 那么意味着 MD&A 信息没有任何的价值相关性, 或者说 MD&A 信息根本就没有披露的必要, 那么监管当局就不必为此操心。本文以上海证券交易所全部 A 股公司为研究样本, 对我国上市公司 MD&A 有用性进行全面系统的研究, 以期为正确认识我国 MD&A 披露现状、提高上市公司信息披露质量提供新的证据与思路。

文献综述

国外文献对 MD&A 有用性进行实证研究, 一般通过两条途径: 一是研究 MD&A 是否有助于预测公司长期业绩; 二是研究市场对 MD&A 披露的反应。如果 MD&A 确实有助于对公司未来业绩进行预测, 那我们就可以认为它是一种有用的信息披露。但是, 我们通常还希望回答一个更进一步的问题, 即 MD&A 是否提供了会计报表之外的增量信息? 因为披露 MD&A 的初衷就是为了弥补传统会计报表的不足, 披露一些传统三大报表没能提供的有用信息。如果 MD&A 确实提供了增量信息, 资本市场应该会对其披露做出反应, 那么在对财务变量进行控制的条件下, MD&A 应该能对公司股票累计超常收益率(Cumulative Abnormal Return, CAR) 提供增量解释能力。

一、MD&A 的预测作用

根据信息不对称理论, MD&A 作为一种公开信息, 披露了传统会计报表没能提供的非财务信息和前瞻性信息, 因此它应该能在某种程度上降低公司的信息不对称程度, 帮助外部投资者了解公司现状、预测未来。Barron et al (1999)

^[3]的研究证实了这一点，他们以 SEC 对 MD&A 的评分作为衡量其披露质量的指标，研究披露质量与财务分析师所作盈余预测的特性之间的关系，发现 MD&A 披露质量越好，盈余预测的错误和离散度就越低，这说明财务分析师已经正确理解 MD&A 的披露内容，信息不对称程度有所降低。 Jones and Cole (2004)^[8]的研究表明，零售业公司在 MD&A 中披露的前瞻性信息能比其他任何历史性信息更好地预测公司未来的资本支出和商店开业数。这说明 MD&A 不但具有良好的预测能力，而且具有显著的增量信息。 Frazier et al (1984)^[12]、Tennyson et al (1990)^[2]、Bryan (1997)^[8]、Cole and Jones (2004)^[8]的研究也都证实了 MD&A 的预测作用。此外，Behn et al (2001)^[5]的研究表明，审计师也意识到了 MD&A 的重要作用：在评估财务困境中的公司未来持续经营能力时，审计师会将 MD&A 中披露的管理层计划（包括募集权益资本、举债或债务重组）作为重要的考虑因素之一，有这些计划的公司被出具持续经营报告的可能性更低。

二、MD&A 的市场反应

有效市场理论认为，在一个有效的资本市场中，证券的价格应该对各种相关信息的披露做出迅速的反应。即使资本市场不是完全有效，相关信息披露之后经过一段时间的消化吸收，市场最终也会对其做出一定的反应。因此，研究 MD&A 的市场反应，可以从另一个角度分析它的有用性：如果市场没有对 MD&A 披露做出任何反应，那说明 MD&A 没有包含任何新的有用信息，或投资者根本就不相信它，这两种情况都说明 MD&A 没有用处。反之，则说明 MD&A 确实有助于投资者做出决策。从现有的文献看，绝大部分研究支持 MD&A 有用论。Bryan (1997)^[8]发现 MD&A 披露之后，价值线投资调查利用了 MD&A 信息对公司未来销售收入预测进行修正。同时，MD&A 中对计划资本支出的讨论与信息公布日附近（前后 5 天）和长期（256 天之后）的股票超常收益率显著相关。 Amir and Lev (1996)^[1]、Eikner et al (2000)^[9]、Cole and Jones (2004)^[8]的研究也都表明，MD&A 信息与同期股票收益率显著正相关，具有显著的增量解释能力。上述研究说明 MD&A 确实含有有用信息，资本市场对其披露做出了反应。但是，Botosan (1997)^[5]以美国机器制造业公司为研究样本，并没有发现 MD&A 披露指数与资本成本显著负相关的证据。不过 Botosan 同时指出，该研究结果只是一个初步结论，一方面研究的样本量较小，另一方面，不同信息披露渠道之间的相互影响也可能对研究结论产生影响。

研究设计

一、MD&A 变量选取

国外学者在对 MD&A 有用性进行实证研究时，一般有两种方法：MD&A 指数法和非指数法。指数法就是先构建一个 MD&A 指数来反映 MD&A 的披露充分性，进而研究因变量诸如股票 AR、CAR、分析师对未来销售收入或 EPS 的预测质量等与 MD&A 指数的关系，如 Botosan (1997)^[5]、Eikner et al (2000)^[9]等人的研究。除指数法之外的其他方法都可称之为非指数法。非指数法一般只研究 MD&A 部分内容的有用性，尤其是非财务信息和前瞻性信息的有用性，如 Bryan (1997)^[6]、Behn et al (2001)^[4]、Jones and Cole (2004)^[9]等人的研究。

本文借鉴 Bryan (1997)^[3]的研究设计，采用非指数法进行研究。考虑到我国 MD&A 的实际情况，选择以下六个 MD&A 子项目作为待研究变量：产品价格、产品销量、销售收入、生产成本、投资进度与收益、前瞻性信息。采用人工阅读并评分的方法，根据内容性质分别对各个变量赋值 +1、-1 或 0。如果某个项目在 MD&A 中没有提及，在统计内容性质和披露频次时记为 N/A，但在回归分析中也赋值为 0。在研究 MD&A 信息的预测作用和市场反应时，选择的因变量分别是：未来一年销售收入和 EPS 的变化率、经营现金净流量变化量以及 MD&A 公布后的短期（公布日前后 5 天、15 天、30 天）股票 CAR。

二、研究假设

Cole and Jones (2004)^[8]发现零售业公司披露的可比商店销售增长率、商店开业数和计划资本支出有助于预测公司未来销售收入。Bryan (1997)^[3]发现在 MD&A 披露之后，价值线投资调查利用了 MD&A 信息对公司未来销售收入预测进行修正。因此本文提出第一个研究假设：

H1：我国上市公司 MD&A 有助于预测公司未来一年的销售收入变化。

Barron et al (1999)^[3]发现 MD&A 披露质量越高，财务分析师所作的盈余预测的质量就越高。Cole and Jones (2004)^[8]发现零售业公司的可比商店销售增长率、计划商店开业数与未来净利润变化显著正相关。因此本文提出第二个研究假设：

H2：我国上市公司 MD&A 有助于预测公司未来一年的 EPS 的变化。

Bryan (1997)^[3]发现 MD&A 中对计划资本支出的讨论与未来经营现金净流量显著相关，因此本文提出第三个研

究假设:

H3: 我国上市公司MD&A有助于预测公司未来一年的经营现金净流量的变化。

Amir and Lev (1996)^[1]发现移动通讯公司在MD&A中披露的服务区人口规模和市场占有率对信息公布日前后的股票CAR有极好的解释能力。Bryan (1997)^[3]发现MD&A中对计划资本支出的讨论与信息公布日附近(前后5天)和长期(256天之后)的股票CAR显著相关。因此本文提出第四个研究假设:

H4: 我国上市公司MD&A对财务报告公布日前后的股票CAR有增量解释能力。

三、模型设计

为了对上述研究假设进行验证,本文参照 Bryan (1997)^[3]、Ou and Penman (1989)^[11]、陆璇等(2003)^[14]、Finger (1994)^[8]、李常青等(2005)^[13]的研究方法,使用684家上证A股公司2004上半年数据,按照Ou and Penman (1989)^[11]的方法,筛选出最能预测未来销售收入、EPS和经营现金流变化趋势的变量作为模型的控制变量,最后设计出以下四个模型:

$$\text{模型 1: } \Delta \text{SALE} = a_0 + a_1 \text{MD\&A}_1 + a_2 \text{INVENTORY}_1 - a_3 \Delta \text{INVENTORY}_1 + a_4 \text{DUELTDEBTLTDEBT} + a_5 \text{PROFITMARGIN} + a_6 \text{LIABILITY EQUITY} + a_7 \Delta \text{TTASSET} + a_8 \text{INDUSTRY}_j + e(i=1 \sim 5, j=12 \sim 19)$$

其中各变量说明如下:

MD&A₁: 04年上半年产品价格变动;

MD&A₂: 04年上半年销售收入变动;

MD&A₃: 04年上半年生产成本变动;

MD&A₄: 04年上半年投资进度与收益;

MD&A₅: 04年上半年公司业绩的未来展望;

ΔSALE: 未来销售收入增长率,即05年上半年相对于04年上半年的增长率;

INVENTORY: 04年6月末存货的自然对数;

ΔINVENTORY: 04年6月末存货相对于03年6月末的增长率;

DUELTDEBT/LTDEBT: 04年6月末一年内到期的长期负债/长期负债;

PROFITMARGIN: 04年上半年销售毛利率;

LIABILITY/EQUITY: 04年6月末负债权益比;

ΔTTASSET: 04年6月末总资产相对于03年6月末的增长率;

INDUSTRY: 行业变量。

$$\text{模型 2: } \Delta \text{EPS} = a_0 + a_1 \text{MD\&A}_1 + a_2 \Delta \text{INVENTORYTURN} + a_3 \Delta \text{LASTSALE} + a_4 \text{TTASSETTURN} + a_5 \text{ROE} + a_6 \text{OPROFIT/TTASSET} + a_7 \Delta \text{CURRENTRATIO} + a_8 \Delta \text{TTASSET} + e(i=1 \sim 5)$$

其中各变量说明如下:

ΔEPS: 未来每股净利润增长率,即05年上半年相对于04年上半年的增长率;

ΔINVENTORYTURN: 04年上半年存货周转次数相对于03年上半年的增长率;

ΔLASTSALE: 04年上半年销售收入相对于03年上半年的增长率;

TTASSETTURN: 04年上半年总资产周转率;

ROE: 04年上半年权益报酬率;

OPROFIT/TTASSET: 04年上半年营业利润/总资产;

ΔCURRENTRATIO: 04年6月末流动比相对于03年6月末的增长率;

ΔTTASSET: 04年6月末总资产相对于03年6月末的增长率。

$$\text{模型 3: } \Delta \text{CFFO} = a_0 + a_1 \text{MD\&A}_1 + a_2 \text{LASTSALE} + a_3 \text{LASTCFFO} + a_4 \Delta \text{PAYABLE} + a_5 \text{DEPRECIATION} + a_6 \text{INDUSTRY}_j + e(i=1 \sim 5, j=10 \sim 17)$$

其中各变量说明如下:

ΔCFFO: 未来经营现金流净值增长量,即05年上半年相对于04年上半年的增长量;

LASTSALE: 04 年上半年销售收入;
 LASTCFFO: 04 年上半年经营现金流净值;
 ΔPAYABLE: 04 年 6 月末应付账款相对于 03 年 6 月末的变化量;
 DEPRECIATION: 04 年上半年折旧费用。

$$\text{模型 4: } CAR = a_0 + a_1 MD\&A_i + a_6 UE + a_7 UD + a_8 SIZE + a_9 SHARERATIO + a_{10} ROE + a_{11} BETA + e(i=1 \sim 5)$$

其中各变量说明如下:

CAR: 股票累计超常收益率, 分 (t-5,t+5) (t-15,t+15) (t-30,t+30) 三个时间窗口, 分别对应模型 4.1、模型 4.2 和模型 4.3;

UE: 未预期盈余, $UE_{i,t} = E_{i,t} - E[E_{i,t}] = E_{i,t} - E_{i,t-1}$;
 UD: 未预期现金股利 $UE_{i,t} = E_{i,t} - E[E_{i,t}] = E_{i,t} - E_{i,t-1}$;
 SIZE: 公司规模, 取 04 年 6 月末总资产的自然对数;
 SHARERATIO: 04 年 6 月末流通股比例;
 ROE: 04 年上半年权益报酬率;
 BETA: 股票贝塔。

4. 样本选择与数据来源

在样本的选择上, 我们选择截至到 2006 年 9 月 1 日在上海证券交易所上市交易的全部 A 股公司共计 822 家, 然后剔除 2003 年至 2005 年期间数据缺失的样本公司。由于金融业公司的财务结构与其他行业公司通常有比较大的差异, 按照惯例, 所有金融业公司从样本中剔除。由于模型中 MD&A 变量需要人工收集, 限于时间精力有限, 本文采取随机抽取的方法从剩下公司中选出 400 家公司作为研究样本。为了避免个别异常值对模型回归结果的影响, 每个模型对各个变量数据的最大 2% 和最小 2% 都做了截尾处理。筛选样本公司的详细过程见表 1。

表 1 样本公司筛选过程

所有上证 A 股公司	822 家
剔除: 数据缺失公司	87 家
剔除: 金融业公司	51 家
剩余公司数	684 家
随机抽取公司数	400 家
其中: 模型 1 样本数	272 家
模型 2 样本数	327 家
模型 3 样本数	352 家
模型 4 样本数	325 家

注: 由于变量数据截尾处理是针对每个模型单独进行的, 因此四个模型最终剩下的样本数各不相同。

本文中所有 MD&A 变量均是从上市公司 2004 年半年度财务报告中手工收集而来, 公司财务数据来源于 WIND 资讯, 公司行业分类数据来自上海证券交易所网站。使用的分析软件是 SPSS13.0。

数据分析与研究结果

一、模型变量描述性统计及分析

MD&A 变量披露情况的描述性统计结果见表 2、表 3。

表 2 MD&A 变量披露性质统计

MD&A 子项目	利好		利坏		中性		N/A		合计	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例	数量	比例
产品价格	79	19.8%	74	18.5%	15	3.8%	232	58.0%	400	100%
产品销量	241	60.3%	56	14.0%	10	2.5%	93	23.3%	400	100%
销售收入	293	73.3%	57	14.3%	46	11.5%	4	1.0%	400	100%

生产成本	42	10.5%	182	45.5%	47	11.8%	129	32.3%	400	100%
投资情况	51	12.8%	52	13.0%	287	71.8%	10	2.5%	400	100%
未来展望	107	26.8%	54	13.5%	29	7.3%	210	52.5%	400	100%
合计	813	33.9%	475	19.8%	434	18.1%	678	28.3%	2400	100%

表 3 MD&A 子项目披露频次统计

披露 频次	披露 6 项	披露 5 项	披露 4 项	披露 3 项	披露 2 项	披露 1 项	合计
公司数	63	127	111	71	26	2	400
比例	15.75%	31.75%	27.75%	17.75%	6.50%	0.50%	100%

从表 2 可以看出，六个 MD&A 子项目中披露情况最好的是销售收入和投资情况，披露情况最差的是产品价格和公司未来展望。但大部分公司在披露销售收入和投资情况时，仅仅是简单地计算前后两年的增长百分比，并没有进一步深入分析。MD&A 中对公司未来前景的展望是我们关注的重点，也是 MD&A 的精华。令人遗憾的是，我们发现有过一半的上市公司在其 MD&A 中没有披露任何方面的前瞻性信息。而且在实际披露了一些前瞻性信息的 MD&A 中，我们发现利好消息几乎是利坏消息的两倍。从 MD&A 六个子项目的总体情况来看，管理层在 MD&A 披露中的“报喜不报忧”倾向也比较明显，好消息在数量上明显多于坏消息。

表 4 MD&A 变量相关系数矩阵

相关系数	价格	销量	收入	成本	投资	未来
价格	1					
销量	0.1516	1				
收入	0.2431	0.8117	1			
成本	-0.0018	-0.0498	-0.0394	1		
投资	0.0713	0.1916	0.1995	0.0865	1	
未来	0.2223	0.3411	0.3445	0.2155	0.2215	1

从上述 MD&A 变量相关系数矩阵中可以看出，产品销量与销售收入变量的相关系数很高，同时代入同一模型中会产生多重共线问题，由于产品销量的披露情况与销售收入相比更差一些（有更多公司该子项目的披露情况为“没有提及”），因此本文没有把产品销量变量代入四个回归模型中。其他 MD&A 变量之间的相关系数都不高，不会产生多重共线问题。

二、实证结果分析

MD&A 包含了公司各个方面的信息，投资者是通过整体信息而不是仅凭某方面信息对公司总体业绩做出评价并据以决策的。因此本文研究的是 MD&A 变量整体有用性，模型回归分析关注的重点是五个 MD&A 变量整体的增量解释能力，也就是比较包含 MD&A 变量的模型与没有包含 MD&A 变量的模型的解释能力，如果前者显著高于后者，则认为 MD&A 变量总体上具有显著的增量信息含量。

1、全样本分析

在全样本分析中，所有公司样本都进入回归模型，分析结果见表 5。

表 5 全样本回归分析结果

回归模型	不含 MD&A 变量		包含 MD&A 变量		MD&A 信息含量		
	R ²	F	R ²	F	R ² 变化	F 变化	显著的单个 MD&A 变量
模型 1	0.102	2.252***	0.169	2.844***	0.067	4.039**	1***、2*、3*
模型 2	0.043	2.351**	0.072	2.330***	0.029	2.244**	1**、3**
模型 3	0.134	4.343***	0.164	3.843***	0.030	2.422**	1**、4**
模型 4.1	0.054	2.907***	0.080	2.388***	0.026	1.724	5**

模型 4.2	0.081	4.499***	0.101	3.084***	0.020	1.355	
模型 4.3	0.035	1.856*	0.077	2.295***	0.42	2.758**	1**

注：*表示 10% 水平显著，**表示 5% 水平显著，***表示 1% 水平显著。R2 变化等于表中第 4 列的 R2 减去第 2 列的 R2。F 变化是 R2 变化的 F 值，它衡量的是 5 个 MD&A 变量整体解释能力的显著性。在数值上它不等于表中第 5 列的 F 减去第 3 列的 F。

表 5 显示，对模型 1、2、3 来说，MD&A 变量总体上都是显著的，对因变量有显著的增量解释能力。特别是，在这三个模型中产品价格（即变量 MD&A₁）的回归系数都是显著的。从模型 1、2、3 的回归结果可以看出，管理层在 MD&A 中披露的各项内容，尤其是对公司产品价格的讨论，对预测公司未来销售收入、EPS 以及经营现金流净值都有显著的辅助作用。表 5 结果还表明，市场对 MD&A 披露没有及时作出反应（模型 4.1 和 4.2 中 MD&A 变量总体 F 值都不显著），只是在比较长的时间之后（一个月左右）才对此作出了一定的反应（模型 4.3 中 MD&A 变量总体 F 值是显著的）。既然在 (-5, +5) 和 (-15, +15) 两个时间窗口 MD&A 变量总体上都不显著，那么在 (-30, +30) 时间窗口 MD&A 变量总体上显著会不会只是一种统计上的巧合呢？下文高披露公司回归分析将有助于回答这个问题。

2、高披露公司回归分析

由于在全样本回归分析中，MD&A 变量中没有提及的子项目也被赋值为 0，与披露内容为中性的子项目赋值相同，而且从表 2 我们可以看到，没有提及的子项目占总数的比例将近 30%。上市公司管理层在 MD&A 中没有提及某项内容的具体原因可能多种多样，但总结起来不外乎无内容可披露、有内容但不必披露（重要性太低或其他原因）和有内容但不想披露三大类原因。如果是属于第三类原因，那么被隐瞒的信息既有可能是中性的，也有可能是利好或利坏消息。在全样本回归分析中，由于没有提及的子项目占总数的比例不低，这样的数据处理方法对研究结果可能会有较大影响。为了在一定程度上控制这种干扰因素对回归结果造成的影响，本文按照 MD&A 子项目的披露频次把全部样本公司分成高披露公司和低披露公司两组。把 MD&A 子项目披露频次过半的（即披露了 4 项或以上）公司归为高披露公司，披露频次低于一半的公司归为低披露公司。从表 3 可以看出，高披露公司有 301 家，占样本总数的 75.25%，低披露公司有 99 家，占总数的 24.75%。在高披露公司中，没有提及的子项目占总数的比例为 19%，而低披露公司的比例是 45%。由于高披露公司中没有提及的子项目占总数的比例要明显比全样本低，我们可以预测在高披露公司回归分析中，MD&A 变量总体的显著性水平应该会比全样本回归分析时的显著性水平有所提高。表 6 就是对高披露公司回归分析的结果。由于低披露公司样本数量太少，本文只对高披露公司进行了分组回归分析。

表 6 高披露公司回归分析结果

回归模型	不含 MD&A 变量		包含 MD&A 变量				
	调整后 R ²	F	调整后 R ²	F	R ² 变化	F 变化	显著的单个 MD&A 变量
模型 1	0.083	2.419***	0.127	2.642***	0.062	2.907**	1**、3**
模型 2	0.026	2.053**	0.049	2.208**	0.040	2.352**	1**、3**
模型 3	0.089	3.075***	0.104	2.743***	0.033	1.902*	1**
模型 4.1	0.043	2.785**	0.071	2.659***	0.047	2.406**	5*
模型 4.2	0.058	3.440***	0.078	2.839***	0.039	2.028*	
模型 4.3	0.022	1.193*	0.049	2.108**	0.046	2.279**	1**、5**

注：*表示 10% 水平显著，**表示 5% 水平显著，***表示 1% 水平显著。

分析结果证实了我们的预测。表 6 显示，在高披露公司回归分析时，MD&A 变量总体显著性水平比全样本分析时有明显提高。在所有模型中，MD&A 变量总体不但在 10% 水平下都是显著的，而且对模型因变量的增量解释能力也都有所增强，这体现在 MD&A 变量总体对模型 R2 的贡献都有所提高（除了模型 1 略有下降）。这说明对高披露公司来

说，MD&A 披露的各项内容，不但对预测公司未来销售收入、EPS 以及经营现金流净值有显著的辅助作用，而且投资者也意识到了 MD&A 的这种作用，并对此及时作出了相应反应，从而形成了股票市场 MD&A 披露的反应。

3、MD&A 前瞻性信息有用性

前瞻性信息是 MD&A 的精华，在 MD&A 中有着特别重要的地位。我国半年报准则特别强调指出，MD&A 不能只重复财务报告的内容，应着重于其已知的、可能导致财务报告难以显示公司未来经营成果与财务状况的重大事项和不确定性因素。中国证监会 2005 年底发布的新版年报准则进一步强调并详细规定了 MD&A 前瞻性信息应该包括的主要内容。美国 SEC 也特别强调，MD&A 中必须披露前瞻性信息，一切目前已知的趋势、事件和可以合理预见将会对公司产生重大影响的不确定因素，都在必须披露之列。由于前瞻性信息是监管机构和投资者关注的重点，本文对前瞻性信息有用性专门进行分析。分析方法还是使用前面四个模型，但模型中都只包括变量 MD&A₅，不包括其他 MD&A 变量，使用的公司样本是 MD&A₅ 披露情况不为 N/A 的 190 家公司。表 7 就是分析的结果。

表 7 MD&A 前瞻性信息有用性

回归模型	调整后 R ²	F	MD&A ₅ 是否显著
模型 1	0.030	2.903**	否
模型 2	0.023	3.301**	否
模型 3	0.130	5.632**	否
模型 4.1	0.104	3.142***	10%上显著
模型 4.2	0.145	4.230***	10%上显著
模型 4.3	0.107	3.202***	5%上显著

注：*表示 10% 水平显著，**表示 5% 水平显著，***表示 1% 水平显著。

从分析结果来看，MD&A 前瞻性信息对预测公司未来销售收入、EPS 以及经营现金流净值没有显著的辅助作用，但奇怪的是，市场却对前瞻性信息披露作出了一定的反应。对于这种似乎不合理的现象，本文将在后文中加以探讨。

研究结论与启示

本文的研究结果支持假设 1、2、3，即我国上市公司 MD&A 有助于投资者预测公司未来销售收入、EPS 和经营现金流净值的变化情况。这样的研究结论与 Barron et al (1999)^[3]、Cole and Jones (2004)^[8] 等国外研究结论是一致的，即 MD&A 有助于投资者对公司未来业绩的预测，而这也正是各国监管部门建立 MD&A 披露制度的初衷所在。

对于 MD&A 披露的市场反应问题，全样本分析与高披露公司分析的结果不是完全一致的。全样本分析结果认为，市场对 MD&A 披露作出了一定的反应，但这种反应是比较滞后的；而高披露公司分析结果认为，市场对 MD&A 披露作出了及时迅速的反应。虽然两者都支持假设 4，即 MD&A 对股票 CAR 有增量解释能力，但在市场反应及时性方面，两者的结论是不同的。那么哪一种结果是正确的呢？笔者更倾向于后一种结果。因为在全样本分析时，没有提及的子项目占总数的比例较高，而在赋值上将其与披露内容为中性的子项目等同（都是 0），这种赋值方法可能会降低 MD&A 变量总体显著性水平。

前文对 MD&A 前瞻性信息有用性的分析结果似乎有些令人费解。既然前瞻性信息对预测公司未来业绩没有显著的辅助作用，为什么市场会对它作出一定的反应呢？笔者认为，原因可能在于投资者信任 MD&A 但上市公司管理层在披露 MD&A 时有“报喜不报忧”的倾向。投资者由于缺乏获知上市公司发展前景的其他更好途径，对 MD&A 披露的任何前瞻性信息可能都格外重视。但上市公司管理层在披露 MD&A 时有利好倾向，因此披露的前瞻性信息并不能有效预测公司未来的真实业绩。从这样的研究结果我们可以得出一个结论，那就是如果不对 MD&A 进行有效监管，则 MD&A 有沦为上市公司管理层欺骗广大投资者的一种工具。因此，进一步完善 MD&A 披露制度、加强监管力度，有着重要的现实意义。

李常青等 (2005)^[13] 的研究结果表明，我国上市公司 MD&A 信息披露指数本身不具有信息含量，而本文研究结果表明我国 MD&A 具有一定的有用性。综合两篇文章的研究结论我们可以得到这样一个启示，即要提高 MD&A 披露质量，关键不在于披露信息的多寡，而在于披露的信息是否真正有用。我国 MD&A 披露制度发展时间还很短，相关法律法规还不健全，上市公司 MD&A 披露质量普遍不高也是情理之中的事（即使是在 MD&A 有几十年发展历史的美国，SEC 也抱怨上市公司 MD&A 披露质量不高）。但是随着 MD&A 的逐步发展，实务界和监管部门应该把关注重点从 MD&A 披露充分性转移到披露内容的有用性上来。只有这样才能防止 MD&A 披露流于形式，真正起到提高上市公司信息披露质量的作用。

【基金项目:国家自然科学基金资助项目:“上市公司‘管理层讨论与分析’信息披露理论与实证研究”(项目批准号:G0205-70572092);2006年度教育部新世纪优秀人才支持计划(NCET-06-0565);教育部人文社会科学重点研究基地基金资助(07JJD630009)】

参考文献:

- [1]Eli Amir, Baruch Lev. "Value-Relevance of Nonfinancial Information: the Wireless Communications Industry" [J]. Journal of Accounting and Economics. 1996.22,3-30
- [2]Tennyson, B. M., R. W. Ingram, and M. T. Dugan. "Assessing the information content of narrative disclosures in explaining bankruptcy". Journal of Business Finance and Accounting. 1990.17 (Summer): 391-410.
- [3]Barron O.E., C.O Kile and T.B. O'keefe. "MD&A Quality as Measured by the SEC and Analysts' Earning Forecasts" [J]. Contemporary Accounting Research. 1999. 16(1).75-109.
- [4]B. K. Behn, S. E. Kaplan and K. R. Krumwiede. "Further Evidence on the Auditor's Going Concern Report: the Influence of Management Plans" [J]. Auditing. 2001 (March).20,1.
- [5]Botosan C.A. "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital" [J]. The Accounting Review. 1997.72(3). 323-349.
- [6]Bryan S. "Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis" [J]. The Accounting Review. 1997. (April). 285-301.
- [7]C. L. Jones. and Cole C. J. "The Quality of Management Forecasts of Capital Expenditures and Store Openings" [J]. Working paper. Washington University. 2004.
- [8]Cole C. J. and C. L. Jones. "The Usefulness of MD&A Disclosures in the Retail Industry" [J]. Journal of Accounting, Auditing and Finance. 2004. 361-88.
- [9]Eikner, A. Elaine, Hassan Hefzi and G. William Glezen. "Prospective Information in Managements' Discussion and Analysis: A Test of Incremental Information Content"[J]. The Journal of Interdisciplinary Studies. 2000.13. 13-22.
- [10]Finger C. A. "The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow" [J]. Journal of Accounting Research, 1994.32(2):210 - 223.
- [11]Ou and Penman. "Accounting Measurement, Price - Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices" [J], Journal of Accounting Research, 1989.Vol. 27, 111 - 144.
- [12]Jennifer Francis, Katherine Schipper and Linda Vincent. "The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns" [J].Contemporary Accounting Review. 2003.20. 121-64.
- [13]李常青等. 管理层讨论与分析: 借给投资者的一双“慧眼”[N].上海证券报. 2005.11.24.
- [14]陆璇、张岭松、陈小悦.利用上市公司公开的财务信息预测未来的销售[J]. 当代财经科学. 2003. 第25卷. 第1期.