

满足用户信息需求：综合报告的使用和有用性

目录

关于作者	1
前言	2
执行摘要	3
介绍	8
1. 文献综述	12
1.1 叙述性报告和决策有用性	12
1.2 执业者对综合报告的看法	13
1.3 学术界对综合报告的看法	15
2. 研究途径和方法	18
3. 研究发现	23
3.1 公司报告信息的使用	23
3.2 对综合报告的熟悉程度、了解和认知	25
3.3 综合报告的使用情况及其在决策过程中的潜在作用	26
3.4 资本模型的使用和相关性	28
3.5 阻碍资本市场参与者需要和使用综合报告的因素	31
3.6 其他资金提供者/财务用户	33
4. 结论和总结	34
4.1 结论 1	35
4.2 结论 2	35
4.3 结论 3	36
4.4 结论 4	37
4.5 结论 5	38
4.6 总结	38
参考文献	39
附录	45

关于作者

Richard Slack

Richard Slack 是英国杜伦大学(Durham University)商学院的一名会计学教授。在进入学术界之前，他曾在普华永道会计师事务所工作，是一名特许注册会计师。他的研究领域包括自愿会计披露及其对利益相关方的有用性。

David Campbell

David Campbell 是英国纽卡斯尔大学(Newcastle University)商学院的一名会计学和公司治理教授。他的研究领域涉及自愿报告、社会和环境影响会计以及商业伦理问题。他在马来西亚、印度和澳大利亚的大学担任访问教授。

前言

当国际综合报告框架 2013 年 12 月发布的时候，它带着一个值得赞扬的崇高目标：让公司报告更加全面，更能反映机构所面临的真正挑战，从而对投资者更加有用。

两年半过去了，这份新的研究报告探索了这一目标的实现程度，即提高公司报告对最终用户的实用性。通过初步研究中对资本市场资深参与者和其他重要报告用户的采访，本报告为综合报告对投资界的影响提供了及时的洞见。

显而易见，人们希望从综合报告中得到有用的信息，即对公司战略进行透明简洁的披露，如何衡量和管理公司的战略，以及与之相关的风险。

但是这项研究也表明，综合报告原则在股权投资者和其他资金提供者中的意识还有待提升，这样人们才会期望和需要综合报告。

比如研究表明，除了财务资本外，比较一定时期内资本在机构之间的流动对投资者来说困难重重。

这对我们作为财会行业的领导者和教育者来说是一个明确的挑战。我们需要确保我们能够向公司报告当前和未来的用户解释和传播综合报告的价值，促使综合报告成为一项广泛实施的实践。

本研究通过传播综合报告带来的实际收益，发现了提高人们对综合报告的熟悉度和信赖感的策略。通过这种方式，研究人员为我们提供了宝贵的洞见，使我们了解到综合报告发挥更大的作用。

白容 (Helen Brand OBE)

ACCA 行政总裁



执行摘要

本报告通过采访资本市场资深参与者，探索了财务资本提供者对综合报告及其提供决策有用性信息的潜力的看法。

在这一过程中，报告突出了投资者的信息需求，发现了综合报告广泛实施所面临的关键挑战，并就如何克服这些挑战提出了有用的建议。

关于本研究

国际综合报告框架（“框架”）于 2013 年 12 月发布，框架指出“综合报告的主要目标是向财务资本提供者解释机构如何持续创造价值”（IIRC 2013a: 4）。框架列出了一系列支持这一目的实现的关键目标，例如综合报告（根据框架编制）将提高信息的质量及信息对财务资本提供者和其他用户的决策有用性，甚至从长期来看，综合报告“将成为公司报告的标准”（IIRC 2013a: 2）。正如框架所指出的，综合报告旨在：

- 在借鉴各种不同的公司报告流派的基础上，促成一种更连贯、更有效的公司报告方法，以反映所有对机构持续价值创造能力产生重大影响的因素；
- 加强对广义资本（财务、制造、智力、人力，社会与关系以及自然）的问责制和主管制，提高对资本间相互依赖关系的理解；
- 支持以在短期、中期和长期的价值创造为重点的综合思维、决策和行动。（IIRC 2013a: 2）

框架中的一个基本概念是资本模型，即“让使用者深入了解被机构使用或影响的资源和关系”（IIRC 2013a: 4）。此外，“机构持续创造价值体现为资本因机构的商业活动和产出而增加、减少或转化”（IIRC 2013a: 10）。

尽管综合报告得到了跨国公司和机构的支持，例如框架的发展和之后的发布，但它对用户的特定用途以及有用性还存在疑问，特别是涉及到它的主要受众，即财务资本提供者的时候。关于综合报告有用性的疑问可能还会出现，因为公司报告不管出现什么变化，都需要用户重新适应一种新的报告格式。因此现在很适合研究一个问题：综合报告主要用户如何看待报告对他们的有用性？综合报告能否满足他们的需要？

本研究旨在探明首先是股权投资者，然后是其他财务资本提供者（例如企业和投资银行家）和财务用户对综合报告及其提供决策有用性信息的潜力的看法。本研究旨在通过对全球资本市场资深参与者和其他重要财务用户进行采访，确定他们对公司信息的使用状况、他们的信息需求，以及综合报告如何解决任何信息不对称性问题。此外，通过采访，我们还收集了关于财务资本提供者和其他财务用户当前对综合报告的熟悉程度和需要程度的证据，进而突出了综合报告所面临的关键挑战以及有可能阻碍综合报告在金融市场上得到广泛实施和抑制其需求的因素。

方法

为了帮助人们深入理解用户的需求和财务资本提供者和其他财务用户对综合报告的使用情况以及综合报告对他们的有用性，我们的初步研究通过了半结构化深度采访的方式进行。我们把受访者分为两组，第一组包括股票基金经理和股票分析师（下文统称为“权益投资者”），本研究主要侧重于这一组；第二组包括其他资金提供者和综合报告的其他潜在财务用户（下文统称为“其他资金提供者/用户”），例如企业金融家、私募股权投资者、企业和投资银行家。就第一组而言，大部分采访都在全球金融中心之一的伦敦进行，受访者来自一系列广泛的跨国投资公司。对基金经理和卖方分析师的采访反映了他们各自在覆盖英国、欧洲、北美、亚洲的全球市场以及发展和新兴市场上的投资决策和股票分析职责。就第二组而言，所有的采访都在英国进行。

对第一组 21 位受访者的采访在 2014 年 6 月和 2015 年 1 月期间进行，这些全球资深股权投资者中有 12 位是投资基金经理（买方），其他 9 位是股票分析师（卖方）。第二组中的部分采访在 2014 年 6 月和 7 月之间进行，其余部分在 2015 年 1 月和 4 月之间进行。我们在第二组中总共进行了 16 次采访。每组中的大部分受访者都是主流¹参与者，但本研究还特别征求了那些在社会负责任投资以及环境、社会和治理（ESG）报告领域参与较多的人士的看法。本研究报告了各组受访者的观点，因此本研究为定性研究，不对研究结果进行概括归纳或提供具有统计学重要意义的结果。

在每次采访进行之前，我们会向参与者发送一封邮件，告知研究的主要目标并提供 IIRC 网站的链接。为了确保采访的一致性，在每次采访之前，我们会要求参与者查阅 IIRC 网站（www.iirc.org）。此外，如果合适的话，我们还会要求受访者提供工作场所中他们各自所在或所管理的团队对综合报告的看法，以便我们在采访中对这些看法进行讨论。这样做可以使受访者提供一切他们发现有助于决策过程的必要信息，反映团队的想法以及他们个人对综合报告和框架的看法。我们向每组受访者确保我们将对他们的个人信息和机构进行匿名处理，所有受访者都同意他们将自由畅谈个人对年度报告或可持续发展报告等公司报告信息的使用以及他们对综合报告的使用和看法。

采访通常由一位或两位研究人员与受访者在他们自己的办公室面对面进行。在少数情况下，由于无法面对面进行采访，研究人员利用 Skype 进行采访。

每组中的所有受访者都采用同样的采访形式。每场采访经受访者允许后被记录下来，之后转录成文字。所有采访稿均由两位研究人员独立阅读，之后两人见面，找出每组采访中的关键主题和具有指示性的引言。

关键发现

目前，股票市场参与者（基金经理和分析师）和其他资金提供者/用户对综合报告的看法不一。虽然证据有限，但仍然有一些证据表明买方基金经理使用并需要综合报告，他们中的一些人还参与了框架的咨询和制定。与之相反的是，其他主流投资基金经理和卖方股票分析师并不了解或不熟悉综合报告，这表现为他们目前不需要综合报告，以及他们认为综合报告缺乏决策有用性。在对权益投资者和其他资金提供者/用户的采访中，我们没有发现任何证据可以表明他们对综合报告的熟悉程度与他们的投资立场或策略（例如被动或主动基金管理）或区域市场覆盖情况有关。相反，他们对

¹ 在本研究中，“主流”这一术语用于指代相对于 SRI（社会责任投资）的非 SRI 机构投资活动，或其他更加明确的 ESG 相关投资活动（例如，Juravle 和 Lewis，2008 年；Solomon 和 Solomon，2006 年，和从实践视角，Radley Yeldar，2011 年）。

综合报告的熟悉和使用有可能取决于他们的投资性质或投资组合分析，也就是说，他们的活动与以 ESG 为导向的负责任投资披露要求的直接联系越强，他们对综合报告的了解就越多。其他财务用户基本不熟悉综合报告，但如果用户在 ESG 相关活动中的参与越多，他们就越了解和越熟悉综合报告。

采访中出现了一系列显著的关键主题，总结如下。

公司报告信息的使用

所有参与者都对年度报告等公司报告信息有着充分的了解和使用，包括报告中的叙述性部分，例如董事长或执行总裁的报告，以及财务报表。在对权益投资者和其他资金提供者/用户这两组受访者的采访中，有充分的证据表明，随着当前公司报告（主要是年度报告）的格式变得越来越凌乱和冗杂，报告对用户的作用越来越有限，使用户无法证实他们之前对公司的认识和了解。

除了财务报表外，大多数叙述性报告都被批评信息过于滞后，缺乏连通性和可衡量性。在整个采访中，受访者表现出了对更具相关性、重要性的需求，也承认他们需要叙述性报告变得更有相关性和简洁性，以及报告与公司战略、重要风险和关键业绩指标（KPI）的联系应该更紧密。因此，采访结果似乎表明受访者要求在报告中披露更重要的事项以及建立一种报告文化，支持以更明确的方式披露重大风险、战略信息，以及对投资者有利害关系和相关性的决策事项。

对综合报告的熟悉度、认识和理解

总的来看，权益投资者和其他资金提供者与财务用户对综合报告的熟悉程度及围绕综合报告的话语讨论程度较低，这反映了他们当前对综合报告的需求明显较低，缺乏广泛的参与。但也有一些例外，比如那些更加熟悉 ESG 相关问题的参与者和那些公司或机构高层参与综合报告发展的自我选择类参与者。尽管当前受访者对综合报告的熟悉程度可能参差不齐，但所有受访者都查阅了 IIRC 网站，向各自的团队征求他们的观点，并从中发现了一系列与综合报告相关的主要潜在益处，即使这些益处对他们当前的决策实践并未产生影响。

综合报告作为一份公司报告文件及其在决策过程中的使用和潜在作用

我们从采访中得出三个关键的主题领域：报告和长期价值创造之间的联系；报告和公司战略之间的联系；以及与前两个相关的，报告与公司战略和价值创造相关的 KPI 指标。大部分受访者表示，他们希望看到与公司战略相关的 KPI 指标的一致性和可比性得到提高，公司价值的推动因素能够得到明确地阐释。这通常局限于财务信息，因此不能反映框架中设想的广义资本模型。

资本模型的使用和相关性

总的来看，明确地认识和披露与价值创造相关的广泛事项得到了受访者的认可和欢迎。虽然一些除财务资本之外的因素，比如品牌和供应链管理过程已经被纳入投资决策过程，但资本模型的潜在应用以及对企业各个方面的整合报告还会进一步强化报告的连通性。尽管如此，受访者普遍对框架中的“资本模型”有一定的误解并表达出了他们的担忧。一些市场参与者对资本报告持怀疑态度，这可能会抑制他们当前对框架的需求和使用。这在一定程度上是因为当前缺乏明确的资本报告样本，以及其他一些问题的存在，例如如何对这六项资本进行分解报告，资本在公司之间以及现在和未来

的可比性。对与商业模式相关的战略进行更加深入的探讨将会受到人们的欢迎，这样做可能会提高综合报告中六项资本对投资决策的相关性和有用性。此外，一些受访者表示风险报告和相关 KPI 指标缺乏细分和明确性，而在综合报告中，这一问题可以在探讨相关资本的同时得到有效解决。

此外，尽管可持续和负责任投资（例如“负责任投资原则”和可持续与负责任投资论坛²）有所增长，但仍然可以注意到市场对部分资本，特别是社会与关系资本和自然资本缺乏报告需求，这有可能反映出了参与者整体上不熟悉这些事项，尽管这些事项与公司战略和价值创造具有相关性，而不是不熟悉框架中的相关资本。对比而言，那些对 ESG 事项特别感兴趣的参与者通常都会坚定地支持综合报告和更加有意义的披露，比如将自然资本和战略联系起来披露。

阻碍资本市场参与者需要和使用综合报告的因素

虽然权益投资者和其他资本提供者/用户等这些参与者都认识到了当前的公司报告需要提高质量和信息连通性，减少冗赘，但他们也从需求的角度提到了一系列阻碍综合报告渗透市场的关键因素。首先，他们明显不熟悉综合报告，这反映了当前综合报告缺乏市场渗透。其次，在每组采访中，都有一些参与者表达出了他们对资本模型的可衡量性和连通性以及他们看到的一些非必要行业术语使用的担忧。第三，当前在机构内部和外部，不管是与客户，还是通过广泛的资本市场活动，比如季度报告，都缺乏关于综合报告的全面参与和讨论。虽然编制者发布的越来越多的综合报告有可能帮助综合报告到达“临界规模”，但还有一个更加严苛的挑战，即股票市场内部文化和以激励因素为导向的股票分析师的需求。为了解决这一问题，一个可证明的转变，即买方基金经理对综合报告的重视和需求可能会推动综合报告在投资决策过程中被股票分析师广泛使用。例如，荷兰养老金协会（Eumedion）已经采取措施鼓励综合报告在投资决策中的广泛应用和使用。卖方分析中对综合报告需求和使用的缺乏反映了当前股票市场的短期性以及分析师以激励因素为导向的行为。

建议

需要解决的关键问题是当前综合报告的市场渗透度，权益投资者和其他资金提供者/用户对综合报告的熟悉度，用户对综合报告的需求，以及综合报告对用户的实际有用性。因此，我们需要获得更多的证据来了解综合报告对财务资本提供者和其他用户群体的收益。我们提出了一系列建议来帮助解决这些需求面的挑战。

应该开展实证研究，确定综合报告的市场效益，比如降低资本成本，减少风险溢价。除了直接用户参与外，比如在本研究期间开展的活动，目前还有一些有限的经验证据表明了综合报告对资本市场的收益以及它更加广泛的应用。这些证据的缺乏在一定程度上是因为综合报告是一个相对较新的事物，可能在南非除外。如果综合报告的收益能够更加明确，公司就会更愿意实施综合报告，鉴于它对公司价值的相关性，这也会促进用户需求的提高。

受访者基本上都理解财务资本的本质，但我们在采访中却较难确定他们对其他资本的使用以及资本之间相互关系的认识，尽管这些资本对长期价值创造也非常重要。为了帮助人们提高对框架中其他五项资本以及它们与长期价值和决策过程的直接相关性的认识，我们需要更多的支持性指南和例证，特别是要展现出资本与投资决策的直接相关性。那些已经实施综合报告的公司对他们的资本市场演示中就能够提供这些证据，展示资本在识别关键价值推动因素、基本风险和 KPI 指标监控过

² 负责任报告原则，<www.unpri.org/introducing-responsible-investment/>，2016年3月14日访问。可持续与负责任投资论坛，<www.ussif.org/sribasics>，2016年3月14日访问。

程中的相关性和使用情况。

应该鼓励综合报告投资者网络中当前的机构投资者或那些支持综合报告的投资者在客户会议和相关议程中融入综合报告。

为了更加全面地确立综合报告的地位以及它对于提高战略和关键风险报告程度的相关性，当前的综合报告编制者应该列报他们对综合报告的使用，以及综合报告对财报季之外的资本市场活动中投资决策的益处，因为这些是具有高度时效性的问题。可以将此作为一个平台，全面引入综合报告，解释它对于公司分析师和基金经理的价值，包括它对于 KPI 指标报告的一致性、风险监控和关键风险“红绿灯”，以及支撑公司战略的长期价值推动因素的益处，进而推广资本模型的相关性和重要意义。在此基础上，机构应该把综合报告包括在他们的员工培训项目以及公司针对投资组合经理或分析师的评估指南中。

IIRC 和一些支持综合报告的机构向投资者持续施加的压力，会使人们在进行投资决策时重视长期可持续价值的创造。同样的，也应该增加买方基金经理在这一过程中的参与，要求卖方分析师在他们的报告中更多地使用长期价值指标，在研究纪要中更多地考虑广泛的风险以及业绩衡量指标。进一步的纵向研究可以探索综合报告对投资者的决策有用性。

介绍

当前公司报告的复杂程度比以往任何时候都高，随着强制性内容和上市规则条例的增加，年度报告的篇幅越来越多，复杂性也越来越高。为了反映公司在当前环境、社会、风险和可持续发展报告等领域的实践，自愿披露信息的比例也在持续增长（de Villiers 等人，2014 年）。所以我们毫不意外地看到，一些公司报告被特定用户认为过于复杂，信息超载，并批评报告中包含“太多杂乱冗赘的信息”（ACCA 2013: 24）。的确已经有很多呼声要求剔除年度报告中冗余的信息，更好地协调和整合披露的信息，提高财务和非财务报告对用户价值和相关性（EFRAG 及其他，2012 年；FRC，2011 年，2012 年；ICAS，2010 年）。ACCA 在一篇评论（2012: 3）《重新评估公司报告的价值》（Re-assessing the Value of Corporate Reporting）的前言中充分总结了当前人们对年度报告的有用性的担忧，其中说道，“近年来公司报告已经引发了越来越多的评议和辩论。随着年度报告的篇幅变得越来越长，编制者占用了越来越多的资源，用户对这些报告的满意度也在不断降低。全球金融危机的爆发无情地揭露了公司报告在目的和有效性上的弱点。传统年度报告还有容身之地吗？”

关于报告内容和重要性的辩论到现在为止已经进行了几十年，以前有一系列倡议活动曾尝试解决人们对报告的相关性、有用性以及用户友好性的担忧，包括普华永道的“价值报告”（Eccles 等人，2011 年，见 ICAEW，2009 年；Stevenson，2011 年）。在这些倡议活动进行的同时，人们对在公司报告中更加全面和有效地融入广泛的框架的需求也增加了，特别是可持续发展报告和治理报告，正如可持续发展会计（Accounting for Sustainability, A4S）、连通报告（Connected Reporting）和世界智力资本倡议（World Intellectual Capital Initiative, WICI），以及倡导“三重底线”报告的全球报告倡议组织（GRI）等这些倡议组织所呼吁的报告形式。监管控制在这些广泛报告倡议中的增长可体现为南非的第三版公司治理守则（King III）。该守则的部分内容（原则 9.2）表达了将财务报告与环境、社会和治理（ESG）报告整合的意图，展现报告机构的经济、环境和社会影响以及表现。约翰内斯堡股权交易所已经正式强制推行该守则，并从 2010 年 3 月 1 日起把综合报告引入其上市要求中。

在英国，2017 年 A4S 发布连通报告框架（Connected Reporting Framework）帮助公司把可持续发展概念更加全面地融入公司决策过程，同时建立和展现财务和可持续发展信息与报告之间的明确关联（Druckman 和 Fries，2010 年）。为了让此类报告更有意义，Druckman 和 Fries（2010 年）提出，治理和可持续发展等更广泛的事项应该与公司战略、风险和组织表现联系起来。此外，它还设想这样一个框架可以帮助打破报告内容的分割性以及非财务信息的战略脱节性（Hopwood 等人，2010 年）。

在 2009 年 12 月，继 A4S 年度论坛之后，IIRC 成立，旨在帮助为报告制定和推动一个全球认可的框架，“建立一个综合可持续发展和财务报告的框架”（Eccles 和 Krzus 2010: 9）。为了让报告领域的这一重大变化取得成功，就需要国际层面的广泛实施和应用以及来自机构和企业的支持。IIRC 于 2010 年 8 月（在国际会计师联合会的支持下）由 A4S 和国际报告倡议组织成立。随后 IIRC 明确指出了综合报告的重要性及其作为“全球综合报告权威”的定位。它有着明确的使命：使综合报告嵌入公共和私人部门的主流商业实践中（IIRC 2013c）。成立四年以来，国际综合报告委员会开展了一系列密集的活动，最终在 2013 年 12 月发布了框架。正如 ACCA 报告（2012: 4）所评论的：“我们正在见证综合报告的萌芽，它试图将这些主题（例如战略、风险和创造）融合在一个统一的框架中。”的确，Stewart（2015: 6）评论道，“投资者对有效披露这一信息的需求不断增加”，因此除了其他事情外，IIRC 应该通过框架的应用，提高此类披露对投资者的有用性。表 1.1 总结了综合

报告的重要发展历程。

表 1.1: 综合报告发展历程总结

日期	重大事件/描述
2009 年 12 月	A4S 论坛: IIRC 的出现。
2010 年 8 月	IIRC 成立, 之后更名为国际综合报告委员会 (2011 年 11 月)。
2011 年 9 月	IIRC 发布讨论文章《向综合报告进发》(Towards Integrated Reporting)。
2011 年 10 月	企业网络试点项目启动。
2012 年 7 月	起草框架大纲
2013 年 3 月	关于框架的背景报告 (和领导方): 资本 (ACCA、荷兰特许会计师协会)
2013 年 3 月	重要性 (美国注册会计师协会 (AICPA))
2013 年 3 月	商业模式 (英国特许管理会计师公会 (CIMA)、国际会计师联合会 (IFAC)、普华永道会计师事务所)
2013 年 7 月	互联性 (世界智力资本倡议组织 (WICI))
2013 年 7 月	价值创造 (安永会计师事务所)
2013 年 4 月	试点项目投资者网络启动。
2013 年 4 月	咨询稿: 框架发布 (IIRC 2013b)。
2013 年 12 月	结论基础——咨询响应和框架发布 (IIRC 2013a)。

框架于 2013 年 12 月发布, 框架指出“综合报告的主要目标是向财务资本提供者解释机构如何持续创造价值” (2013a: 4, 第 7 页重复)。ACCA (2012: 4) 早期对公司报告的述评注意到了综合报告把财务资本³提供者视为主要用户群体, “它试图把投资者确立为主要受众, 更加有效地沟通一系列广泛的财务和非财务信息” (加重强调)。本研究探索了这些用户在综合报告方面的信息需求。在这个过程中, 我们研究了投资者与其他财务资本提供者对综合报告的使用以及报告对他们的有用性。

除了确立资本提供者作为报告主要用户的重要性外, 框架还试图从用户的视角列出这种报告形式的范围和方向, 旨在用一份报告将机构的商业战略、资源利用以及价值创造整合起来, “旨在让使用者深入了解被机构使用或影响的资源和关系——在本框架中统称‘资本’。综合报告还试图解释机构如何与外部环境和资本相互作用, 在短期、中期和长期创造价值” (IIRC 2013a: 4)。

³ 综合报告框架中提到的“资本”指的是财务、制造、智力、人力、社会与关系和自然资本。这些资本是支撑框架的基本概念之一, 其他包括为机构和其他方创造价值以及价值创造过程本身。

表 1.2: 综合报告目标总结

综合报告目标总结

“提高财务资本提供者可获取信息的质量，实现更具效率和效果的资本配置。”

“在借鉴各种不同的公司报告流派的基础上，促成一种更连贯、更有效的公司报告方法，以反映所有对机构持续价值创造能力产生重大影响的因素。”

“加强对广义资本（财务、制造、智力、人力，社会与关系以及自然）的问责制和受托经管责任，提高对资本间相互依赖关系的理解。”

“支持以在短期、中期和长期的价值创造为重点的综合思维、决策和行动。”

来源：国际综合报告框架（2013a: 2，加重强调）

通过制定和实施框架，综合报告为传统的年度报告带来了挑战，它把关注点更加明确地放在战略和价值创造之间的联系上，从而服务投资者和其他财务报表用户以及资本提供者，例如公司债务和私募股权专业人士。由于认识到了综合报告潜在的有用性，Eccles 等人（2015: 10）评论道，“当综合报告被企业付诸实践并得到投资者以及其他重要利益相关方的使用时，[综合报告]就有可能改变企业内部和全球市场上的资源配置决策方式”。尽管如此，虽然综合报告在形成和发展过程中得到了机构和专业组织的高度支持，但 IIRC 的目标是让综合报告“嵌入主流商业实践”并成为“公司报告标准”，而综合报告设定的主要使用者，即财务资本提供者对综合报告的实际使用和需求为这一目标的实现带来了根本的挑战。Humphrey 等人（2015: 4）提出了质疑，“期望通过传统公司报告的这一变化来颠覆长期存在的投资者行为模式和资本市场，这到底现不现实？”GRI（2013: 7）从实践的角度提出了他们的担忧：综合报告的用户是谁？这些报告会被如何消化？坦率得说，作为综合报告设定的一个关键用户，权益投资者是否会在季度报告带来的短期（财务）压力下，把财务信息放在长期可持续发展事项和价值创造信息之前来考虑？（见 Barton, 2011 年；Kay, 2012 年）。

随着框架的出现和出于应对此类挑战的需要，ACCA、IAAER 和 IIRC（2013 年）联合起来对综合报告的进一步发展进行研究。研究的关键是了解用户，特别是财务资本提供者对综合报告的信息需求（ACCA 等，2013: 3），尤其是他们对综合报告的使用以及当前综合报告对他们的有用性的看法。

这一研究展示了全球主流投资者和与 ESG 相关性更强的投资者以及其他资本提供者和财务用户的特定看法。这项研究初步阶段的一个关键点是了解研究对象对综合报告的认识程度以及综合报告在他们的语言和决策过程的渗透程度。这反过来可以帮助确定权益投资者以及广大资金提供者当前对综合报告的熟悉程度和使用情况，以及阻碍他们对综合报告提出需求的因素。除此之外，这项研究还从用户这一重要视角，研究了综合报告对投资者以及其他关键用户已经申明的收益。这样做旨在：

- 确定综合报告对每个重要用户群体的潜在价值；

- 研究综合报告是否通过“资本模型”更加明确地展示了组织的战略、治理、业绩和愿景之间的关系，如果的确能够展示这些关系的话，这对用户有何相关意义；
- 提问对（管理层认为的）关键风险和机遇的披露如何帮助投资者分析它们的短期、中期和长期影响；
- 提问用户综合报告如何帮助他们实现更加有效的资本配置决策，带来更高的长期投资回报。

总的来看，本报告中描述的这项研究为它的目标用户提供了关于当前人们对综合报告的需求、理解以及综合报告的有用性的相关例证，这可能会帮助用户了解综合报告的未来发展。在这一过程中，这一研究也将发现阻碍人们对综合报告的需求和使用的因素，这些因素可能会抑制综合报告在决策过程中的使用，最终为综合报告的长期可持续发展带来重大挑战，使其无法取代年度报告成为公司报告的主导形式及重要工具。

1. 文献综述

综合地编报告尤其是综合报告是公司报告领域中一个相对较新的发展，关于这一主题的历史研究也相对有限。事实上，de Villiers 等人（2014：1054）失望地表示，“鉴于综合报告的发展，这一领域的研究文献非常稀少”。尽管有这样的抱怨，但由于这一主题的当代性和逐渐萌发，已经有越来越多的论文被发表出来，这些论文主要来自实践领域，来自学术领域的论文则少得多，同时人们也越来越多地呼吁在这一领域开展更多的研究（de Villiers 等人，2015 年；Humphrey 等人，2015 年；Serafeim，2015 年；Stubbs 等人，2015 年）。

本文献综述由三个主要部分组成。首先，简要探索之前关于非财务信息披露对资本市场参与者的价值相关性的研究，为后续研究提供指引，探讨综合报告对于推动此类信息在资本市场决策过程中的使用以及市场对信息的需求的作用。然后更加具体地指向综合报告，总结以实践为基础的关于综合报告的出现及其对此类用户的潜在益处以及综合报告所面临的挑战的相关出版物。最后对当前该领域一些更具有批判性的学术文献进行探索，尽管这一阶段的文献相对有限。

1.1 叙述性报告和决策有用性

对本研究初步阶段具有重要性的主题是公司信息，特别是财务信息对资金提供者，尤其是权益投资者的价值相关性和决策有用性。Cascino 等人（2013 年）对资本市场用户对公司信息的使用这方面的文献进行了全面广泛的综述，他们发现资本提供者使用信息的方式有着高度的差别。虽然基金经理和卖方分析师会使用年度报告信息，但他们对信息的使用主要是以财务为导向，旨在估算未来的现金流量和进行价值建模（例如 Bozzolan 等人，2009 年；Coram 等人，2011 年；Flöstrand 和 Ström，2006 年；Imam 等人，2008 年；Orens 和 Lybaert，2010 年；Schleicher 等人，2007 年）。Beyer 等人（2010 年）在他们的相关文献综述中得出结论，信息披露可以加强分析师对公司前景的了解。在早期研究中，Amir 和 Lev（1998 年）与 Flamholtz 等人（2002 年）指出了硬信息（财务）和软信息（非财务）对全面了解一家公司情况的公认重要性。

Breton 和 Taffler（2001 年）与 Abdolmohammadi 等人（2006 年）对分析师报告进行了报告，强调了公司战略、商业模式以及前瞻性信息等叙述性信息确有的相关性。此外，自愿披露信息也被用于帮助投资者了解为什么企业的业绩会偏离之前的期望（Coram 等人，2011 年；Imam 等人，2008 年）。在他们的研究中，Barth 等人（2001 年）展示了公司披露的信息质量的提高和/或改善与财务分析师使用信息覆盖范围的增加之间存在正相关关系。这与之后 Sakakibara 等人（2010 年）的研究结论一致，该研究强调当报告中出现明显信息差缺时，这会对分析师的评估过程产生消极影响。对于那些采用综合报告的报告者来说，挑战在于展现出在报告中包括与公司价值具有直接关联的材料能够让此类报告更有助于资本市场参与者和其他财务用户进行决策。

总的来看，鉴于文献中例证混杂不一，投资者认为年度报告中特定部分到底有多相关，有多有用现在还远未明了。对于更加具体的道德或社会投资决策，环境、社会和治理（ESG）问题有时候被认为有助于决策（例如 Harte 等人，1991 年，和最近的 Cohen 等人，2011 年）。更加广泛地来看，Holm 和 Rikhardsson（2008 年）使用了一个试验性设计，证明了投资者会受到环境信息披露的影响，这一发现与 de Villiers 和 Van Staden（2010 年）在他们对个体股东（非机构投资者）的研究中得出的结论一致，但这与该领域的其他研究存在分歧。Cohen 等人（2010 年）也展示了 ESG 相关披露对投资者的相关性，尽管这一研究对社会负责任投资者存在一定的偏见。Solomon 和

Solomon（2006年）报告机构投资者重视额外的私用 ESG 信息，因为公开可用的披露信息不足，比如在年度报告中。

与这些研究形成对比的是，Adams（2015：24）认为“可持续发展信息在主流决策、报告和业绩管理过程的整合可以说非常有限，或者最多只能称得上缓慢和参差不齐”（见 Adams 和 Frost，2008 年）。就自愿性报告这一广泛主体而言，Campbell 和 Slack（2008 年，2011 年）在他们的研究中指出，这类报告通常都是把上一年的复制粘贴到下一年，“模板”形式根深蒂固。此外，他们发现有明显的例证可以表明，年度报告中的叙述部分通常不会被使用，而且被资本市场用户视为对决策无足轻重的信息。与董事长这一职位公认的独立性形成对比的是，董事长致股东的信通常被认为过于积极和片面（Aerts，1994 年，2005 年；Clatworthy 和 Jones，2003 年，2006 年），而社会和环境报告鲜会被认为具有决策重要性（Campbell 和 Slack，2001 年；Chan 和 Milne，1999 年；Deegan 和 Rankin，1997 年；Milne 和 Chan，1999 年），除非这家公司高度暴露在一些环境或社会风险面前。最近，Serafeim（2015：37）报告，“对机构投资者的调查表明，73%的受访者不认为可持续发展报告与企业战略和风险存在关联，93%的受访者不认为报告中提供了用于财务重要性分析的足够信息”，因此报告没有向投资者提供具有价值相关性的信息。Murray 等人（2006 年）表示，只要社会和环境披露没有成为公司主流活动中的一个重要部分，这些事项几乎不会被投资者认为具有重要性。

1.2 执业者对综合报告的看法

在 ACCA 对 300 多位英国和爱尔兰投资者的调查中，90%的受访者认同“如果企业能把财务和非财务信息整合在一个综合报告模型中，这将会非常有益”（ACCA 2013：6）。但这引发了一些问题，比如这种模型会是什么样的，以及在用这个模型报告时使用哪些衡量指标。此外，这份调查报告还提到“人们对综合报告能带来什么，以及它在实践中如何操作存在一定的困惑”（ACCA 2013：7）。

在提到综合报告缺乏报告标准的时候，一份 GRI 报告告诫道：“综合报告中应包括什么内容，应该如何组织报告来满足用户的需求，当前并没有全球认可的准则或实践为这一方面提供指导。综合报告的用户到底是谁，或者最终如何对这些报告的质量和实质内容进行评估，这些问题也尚未明确”（GRI 2013：7）。

尽管如此，即便有这些不确定性的存在，ACCA 的调查结果仍然揭示了人们对“强化后的关于可持续发展和长期业绩之间关联性的解释”广泛支持（ACCA 2013：20）。Radley Yeldar（2011 年）早期对 34 名投资者和 35 名分析师进行了调查，研究他们对非财务信息的使用以及综合报告的潜在有用性。超过 80%的受访者表示综合报告有益于他们对公司的分析和评估，能够增加额外财务信息的可靠性和对比性，因此也增加了这些信息对他们的潜在价值相关性。此外，84%的受访者表示综合报告能够更加清晰地阐述企业中不同（资本）类型与企业战略和业绩之间的关联，这非常重要，或对他们作为公司用户来说非常重要。但是这些发现大部分源于社会责任投资者，这一点非常重要。其中 68%的受访者直接参与社会责任投资，其他受访者表示他们“至少对这些事项有一定的兴趣”（Radley Yeldar，2011：12）。一个能够展示社会责任投资者相对于主流投资者更加偏重于这些事项的发现是，“其他额外财务因素，特别是自然资源事项，对社会责任投资者具有重要意义，但对主流投资者的意义则小得多”（Radley Yeldar，2011：3）。

在对综合报告的述评中，毕马威（2012：3）直接提到了价值相关性报告面临的挑战，“公司当前报告的信息和投资者需要用于评估企业远景和价值信息之间存在差距；综合报告可以帮助弥补这

一差距，它可以为企业提供一个平台，让它们更加有效地向资本市场解释公司的价值创造的过程；因此，综合报告可以帮助读者了解企业短期成果之外的情况，对它的长期价值形成更清晰的想法”。

普华永道（2010 年）指出，公司报告中缺少的是对报告所有关键元素之间的相互关系的理解，比如公司战略、商业模式和关键报告领域，例如可持续发展和相关风险。事实上，IIRC 和框架发展的一个公认优势是它得到了全球会计师专业组织、“四大”会计师事务所以及众多全球跨国公司的广泛支持，这一点可以从他们对框架咨询稿的响应以及在试点项目中的参与中体现出来。综合报告获得了多方联合支持，而之前相似的报告倡议获得的支持却相对较少，这种对比和反差让许多人认为框架很可能会得到更加广泛的应用和使用。德勤（2011：3）指出，“不久之前，一家公司只要提供产品，发布年度报告，分发股利，就会被视为模范机构，但现在再也不是这样了”。一份毕马威早期的报告引出了这一话题，它说道“综合报告是为了企业和资本市场进行更好的交流”。毕马威继续从企业和利益相关方之间的社会契约这一方面阐述这一观点，“通过以令人信服的方式向市场讲述机构的情况，机构可以以较合理的成本获得资本，提高企业的信誉，保持他们的运营资质”（毕马威，2011：2）。也许这里还会伴随一个假设，一份有效的综合报告可以通过在报告中传递具有重要性和有价值的信息，重新确立企业的合法性和正当性。更早的时候，在综合报告出现之前，Thomas（2004：81）从一个执业者的视角指出，所报告的信息质量，包括以叙述为主的报告，会让股权预测更加可靠，从而“在资本市场产生回报”，这里的所指是未来的报告模型会带来投资者需求。

大部分这些评论以及 IIRC 本身整体上都在批评以往那些落后的报告模型。而综合报告旨在纠正以往这些报告的弱点。“以前公司会向不同受众展现公司的不同形象和业绩，管理层则可以控制这些信息传播的时间和方式，如今这种情况一去不复返了。报告和沟通将成为核心管理信息过程的一个延伸。现在的挑战更在于确定哪些领域应该透明，而不是确定应该讲一个什么样的故事”（普华永道，2010：22）。

瑞银集团（2012 年）在一份关于综合报告的报告中把它视为一种“新方法”：“综合报告是公司报告的一种新方法，它旨在帮助投资者在主要信息要素之间建立具有实质意义的联系，使投资过程更加顺畅。在撰写本报告之时，已经有明显的证据表明投资者有兴趣把报告向中长期事项方面（例如环境变化）转移”（UBS，2012：1）。报告继续说道：“我们预计提高市场效率将是综合报告广泛实施带来的众多收益之一。话虽如此，实施综合报告对个别股权价格的影响很有可能取决于相应的背景：[综合报告中披露的]新信息或洞见有可能是积极的，也有可能是消极的。对于那些转向实施综合报告的公司来说，我们认为那些勇敢者有可能取得胜利”（UBS 2012：1）。一份安永的报告预测，综合报告作为具有市场敏感性的重大信息的管道，将会降低高估或低估公司价值的可能性。有了综合报告，市场可以获得重要信息，投资者能够更加准确地预测市场产量，从而对公司进行更加准确地估值。这些收益将会来自于“全面披露”。这包括与公司战略披露相关的一系列问题，比如“机构开展了哪些活动来为客户、财务资本提供者和其他利益相关方传告价值？机构旨在取得哪些成果？机构依赖于哪些资本？机构将如何为自己在价值链和所在运营市场上定位？”（安永，2014：16）从之前提到的以实践为基础的出版物中可以明显看出，综合报告受到了各方的高度支持，它被视为公司报告前进的道路；财务和非财务信息之间的连通性对用户具有相关性，报告将不再因为分割化而招致批评。

1.3 学术界对综合报告的看法

虽然与其他领域的报告相比，比如环境、社会和治理报告，这一领域的学术文献相对较少，但还是有一些文献正在萌生与那些以实践为基础的文献中整体流露出来的积极语调相比，这些学术文献得出了一系列更加微妙的结果（Humphrey 等人，2015 年）。这些文献包括批评性文章（Flower，2015 年；Thomson，2015 年）。与那些更具支持性的研究（Adams，2015 年）相比，这些文献展现出了学术界人士持有的一系列观点，有些激励人心，充满希望，有些则没那么乐观。似乎综合报告有一些狂热的支持者，他们相信综合报告有能力改变报告实践。这些文献指出，当涉及到在报告中纳入具有投资重要性的叙述性信息时，现有的公司报告模型存在一些严重的限制（Campbell 和 Slack，2008 年；见 Burritt 和 Schaltegger，2010 年）。对综合报告流露出积极的情绪可能在一定程度上因为任何特定的报告都有可能是“一时的风尚”，一些报告实践在一段时间内受宠，就有可能在另一段时间内失宠。增值报表就是一个例子，这种实践曾经受到热烈的追捧，如今已被打入冷宫（Haller 和 van Staden，2014 年）。认识到了这一担忧，Eccles 等人（2015：4）为加快综合报告的实施和使用提供了一系列建议；这些建议包括 IIRC 和可持续发展会计准则委员会（SASB）和 GRI 等其他机构“应该通力合作，向企业、投资者和其他利益相关方解释他们”如何可以帮助提高综合报告主要用户对报告的认识和理解。

《会计、审计和问责》（Accounting, Auditing and Accountability Journal）2014 年特刊推动了关于综合报告和报告框架的讨论。通过一系列富有见地的讨论，它提出了一些与综合报告相关的有益问题。在一篇评论中 de Villiers 等人（2014 年）列出了特刊中的关键主题，并从会计角度列出了研究议程。此外，他们还谈到了学术界对综合报告不断增长的兴趣，认识到“自 2010 年 IIRC 成立以来综合报告的重要性已经大大提高”，并且“得到了学术界的广泛关注”（de Villiers 等人，2014：1043）。

我们从当前关于综合报告的文献中发现了一系列主题。首先，一些研究探索了综合报告的出现，IIRC 的作用以及综合报告发展过程中形成的相互关系。Reuter 和 Messner（2015 年）研究了利益相关方在游说 IIRC 时发表的意见函，其中写到，“围绕 IIRC 初步提议实施综合报告的一些最重要的争议点已经被明确提出并得到讨论”（Reuter 和 Messner，2015：365）。该研究探索了准则制定的正直性，特别是在综合报告这一背景下。Rowbottom 和 Locke（2016 年）批判性地追踪了综合报告的缘起，强调了各方在框架形成过程中的“复杂且脆弱的关系”。尽管如此，他们认为在把综合报告定位为公司报告方面仍然存在着普遍的不确定性。Owen（2013 年）研究了因为综合报告重要性的提升而导致会计课程发生的变化，他指出 IIRC 得到了会计组织和企业的广泛支持。Owen（2013 年）指出了一种关于报告的思维发展，首先是 1975 年发布的公司报告、三重底线报告、可持续发展会计倡议（A4S）和 GRI。他评论道，“上述[综合报告支持者]和其他机构表示，综合报告可以以一种比当前报告模式全面、多维和清晰的方式展示企业的面貌，当前的报告更加注重对历史财务信息的详细列报”（Owen，2013：341）。

最后，Humphrey 等人（2015 年）批判性地研究了综合报告的制度化以及关于综合报告的大胆断言，“它代表着公司报告的一个全新重要的特征……就它的未来相关性和此类报告的价值以及它对企业的长期可持续发展作用而言”（Humphrey 等人，2015：1）。他们强调，鉴于报告形成过程中的相互关系，综合报告通常会得到人们的积极评价，以此来推动它的合理性和重塑公司报告的目的。但事实上，综合报告所面临的一个关键问题是投资者对它的持续需求和使用，这与综合报告声称此类报告旨在为财务资本提供者所用，是对市场需求的一种响应的论断一致。因此，综合报告的发展可能与 Young 的论断一致。Young（2016 年）认为准则制定者应该规定用户需求，以此调节市场对

他们所支持的报告和披露的需要。与这一论点形成对比的是，Serafeim（2015年）表明，那些执行综合报告的公司能够吸引长期股东基数，因此与那些更加短暂或短期投资者相比，他们会在决策中纳入长期目标（见 Bushee 和 Noe，2000年）。事实上，他指出，“因为综合报告可以更加有效地沟通一家公司创造长期价值的潜力，那些实施综合报告的公司更有可能吸引到长期投资者”（Serafeim，2015: 36）。这种吸引具有“商业价值”的投资者的长期目标（包括可持续发展）得到了 Chew 的支持。Chew（2015: 2）断言，“这类投资者很有可能向那些致力于 ESG 投资的公司投入更多的价值，这样做也使管理层有信心实施这些投资”。

其次，一系列研究对关于综合报告的主张以及它（除了向股东传递重大事项的重要作用外）公认的作为向一系列利益相关方传递信息的工具的定位提出了担忧。Flower（2015年）在一篇批判性文章中指出，综合报告已经“抛弃了可持续发展会计”，因为它声称，它主要关注的是“对投资者的价值”，而非“对社会的价值”，因此他得出结论，“事实上，IIRC 已经成了‘规制俘虏’的受害者”（Flower 2015: 1）。

他继续道，综合报告“没有规定公司必须报告那些对公司没有后续影响，但对公司之外的实体有害的活动（例如环境）”（Flower 2015: 1），因此也不会报告与股东没有重大利害关系的事项。尽管制定了框架，他进一步指出，IIRC 的提议对公司报告实践几乎不会产生什么影响，因为它缺乏执行效力。Thomson（2015年）在他对 Flower（2015年）言论的评论中广泛地认可了那些针对综合报告批评，并且同意 Flower 的看法，即综合报告已经“成了行业的俘虏”（Thomson 2015: 19）。Brown 和 Dillard 在他们的评论综述中提出，IIRC 框架是“一种作用非常有限且片面的评估和报告可持续发展事项的方法”（Brown 和 Dillard，2014: 1120），而且他们鼓励拓宽眼界，以开放的方式发展更多有效的报告实践。在提到 IIRC 倡议增强可持续发展报告的潜力时，他们表示那些“权力精英”可能会主导报告议程，鉴于框架中（故意）缺乏强制性规定。在呼吁“复逻辑”会计和赋权性报告设计时，Brown 和 Dillard（2014年）强调了纳入稳健的可持续报告方法的必要性，以此提高可持续发展报告的实质意。Van Bommel（2014年）同样也思考了企业对综合报告的捕获，而非事项和利益相关方之间的协调（设定为“价值次序”⁴，包括市场、行业、城市和环境价值），结果就是综合报告可能成了一种更加合法的实践。这些广泛的担忧与 Solomon 和 Maroun 提出的担忧一致，他们认为从企业对可持续发展事项的思考和报告方面来看，实施综合报告“并不意味着这份报告就能实现它改变企业行为的潜力，或者这份报告中没有空话套话”（Solomon 和 Maroun，2014: 14）。

那些更加支持综合报告倡议的个人和机构相信，综合报告在某种程度上可以改变公司报告文化和标准。支持者通常持有这样的观点，综合报告能够提高公司报告对投资者的重要性，因为它具有前瞻性，包含关于公司战略和风险的重要信息，而且通过报告公司的“六项资本”或他们的衍生品，使报告更全面，更有意义。

Abeysekera（2013: 227）把这描述为“一个实现机构愿景的故事，以它的价值为支撑，由管理层执行，由治理机构监管，使用与财务资本、智力资本、社会资本和环境资本相关的资源方面信息”。同样的，Adams（2015: 23）开展了关于综合报告的研究，讨论“它改变企业参与者思维方式的能力，进而促进可持续发展行为和影响和公司战略规划和决策中的融合”。在这一基础上，综合报告倡议可能会鼓励公司执行高管更多地思考长期事项，更广泛地考虑公司内部的资本以及它们在价值创造过程中的使用。因此，Eccles 等人（2015: 10）提出，综合报告是“影响公司和投资者的一种方法，使他们考虑与企业投资和运营决策相关的积极和消极外部因素带来的后果（尤其是那些涉及通常包含

⁴ 成为“公益的具体概念”（Van Bommel，2014：1159）。

在“可持续发展”类别下的社会和环境事项的投资和决策）”。

在更加广泛的会计文献中，有一个关于长期企业担忧的强调与综合报告倡议有关。2011年《哈佛商业评论》上有一篇麦肯锡咨询公司首席执行官撰写的文章，文章对资本主义的长期主义做了一系列评论，并把短期主义描述为一个“暴君”（Barton 2011: 86）。他继续指出，“当进行重大决策时，亚洲人通常会考虑至少 10 到 15 年的情况。而在美国和欧洲，目光短浅已经司空见惯，这一问题困扰着西方各个行业的机构”（Barton 2011: 86）。在英国，Kay 的述评（Kay Review）（Kay, 2012 年）强调了更应该注重长期决策。Kay 指出，我们必须构建一个“不同于我们近年来所见所闻的金融世界”，从而将企业的重心从短期事项转移到长期事项上（Kay, 2012: 5）。此外，在提到可持续发展和长期投资时，Serafeim（2015: 36）强调“短期主义”是阻止企业向可持续发展过渡的一个主要障碍。比如 2012 年版可持续发展能力调查（SustainAbility Survey）⁵，在 642 位来自企业、非政府组织、学术界和政府机构代表中，有 88% 的受访者把短期财务业绩压力视为公司在可持续发展或 ESG 事项方面进行投资的主要障碍。”

第三类文献研究了综合报告对报告的影响以及它是否已经引领了报告机制或报告环境的重大变革。借鉴 Laughlin 的机构变革模型（1991 年），Stubbs 和 Higgins（2014 年）研究了综合报告是否推动了创新报告实践；他们研究的重点是澳大利亚最先实施综合报告的机构。他们强调了财务和战略团队在报告过程、非财务信息，以及一个更加全面的报告环境中的凝聚作用，但是质疑综合报告能否对报告要素进行重组，从而减少其对财务信息的侧重。这些作者认为，由于缺乏综合全面的准则，综合报告更多的是一种渐进性的变革，而非一种“彻底的革命性”的变革（Stubbs 和 Higgins 2014: 1068）；因此综合报告的进一步广泛实施也面临着阻碍。Higgins 等人（2014 年）采用了一种合理的方法来解读综合报告的制度化。他们认为早期实施者将会为其他采用综合报告的机构设定未来议程以及报告风格，如果综合报告成为一种期望和公司标准的话，这可能会造成报告的“同态现象”，而非公司在未来报告中的创新。少部分研究寻求把综合报告应用到公司实践中，这在一定程度上是因为框架中故意缺乏报告模板或惯例形式。Haller 和 van Staden（2014 年）认为增值报表可以与综合报告形成互补，资本框架提供了一个结构化的列报格式，填补了当前综合报告报告工具的空缺。Abeysekera（2012 年）提供了一个用于组织机构编制综合报告的模板。

最后，从需求的角度来看，两项最新研究 Zhou 等人（2016 年）和 Stubbs 等人（2015 年）提供了一些与本研究相关的综合报告洞见。在他们探索南非综合报告实践的研究中，Zhou 等人（2016 年）发现随着报告与框架一致的程度提高，分析师预测错误和弥散也相应地降低。他们认为“在当前报告机制下，综合报告向资本市场提供的有用信息正在递增”（Zhou 等人，2016: 2）。

这可以说得益于报告在公司战略、商业模式和以未来为导向的披露方面提供的信息质量有所提高。尽管如此，即使发现了这些积极的结果，这些作者仍然提出警示，“虽然综合报告越来越受欢迎，但在有明确的证据表明它的益处之前，综合报告当前的发展动力仍然非常有限”（Zhou 等人，2016: 2）。此外，这项研究是基于南非公司的报告，而在南非综合报告的实施是强制性的，而非自愿，约翰内斯堡证券交易所规定公司“不提供即解释”。与 Zhou 等人（2016 年）得出的整体积极性实证研究结果相比，Stubbs 等人（2015 年）在他们的试验性研究中提出了资本市场用户对综合报告需求持保留态度的原因。虽然这项试验性研究仅限于来自澳大利亚综合报告投资者网络的四位参与者（基金经理和顾问），Stubbs 等人（2015 年）强调了主流资本提供者对综合报告以及资本模式缺乏了解，

⁵ www.sustainability.com/projects/the-globescan-sustainability-surveys

声称综合报告对这些用户的益处“只是预期，并未成型”（Stubbs 等人，2015：13）。

尽管关于综合报告的学术文献有所增加，但目前为止大部分研究都关注的是综合报告的提供和内容，综合报告的出现和面临的批评，IIRC 的作用和相关关系，以及关于投资者优先于广泛利益相关方群体的辩论。Stubbs 等人（2015 年）强调当前缺乏从投资者角度出发的综合报告研究，“现在还没有研究从需求方面探索综合报告，了解用户对综合报告的看法”（Stubbs 等人，2015：1），同样的，Serafeim（2015：34）也指出，“我们对综合报告在投资者和决策方面的影响的了解非常有限”。这与 Adams（2015 年），Cheng 等人（2014 年）和 Humphrey 等人（2015 年）指出的人们呼吁从用户角度研究综合报告一致，这也是当前研究旨在解决的问题。

2. 研究途径和方法

框架的焦点是财务资本提供者，本报告与框架一致，旨在了解股票市场参与者（基金经理和股票分析师）以及其他财务资本提供者对综合报告相关事项的看法。为了帮助人们更好地了解用户需求，财务资本提供者对综合报告的使用以及报告对财务用户的有用性，本研究设计和开展了半结构化的深度采访。采访分为两组：第一组以股权投资人为主，他们是本研究的主要重心，第二组包括其他资金提供者以及综合报告的其他潜在用户，例如企业金融家、私募权益投资者，以及企业和投资银行家。此外，为了成功地让财务资本提供者参与到本项目中，研究团队中融入了两位资深会计学者（本研究作者），他们与两位匿名股票市场资深执业者进行初步交流。这两位执业者起到了至关重要的作用，帮助我们与来自全球众多金融机构的受访者进行对谈。

在采访之前，我们先对框架进行详细的回顾并对相关文献进行综述。这使得研究人员可以列出一系列关键的问题，组织每场采访的结构。这种通用的结构使我们得出一个全面综合的概述，了解重要用户群体目前对综合报告的使用以及报告对他们的有用性。此外，它还可以帮助我们识别相应群体对信息需求的共性和差异领域；他们对综合报告的熟悉程度和了解，以及他们对框架的认识。此外，随着其他新报告框架的出现和确立，用户对框架的熟悉程度和讨论以及新框架相关事项在机构中的渗入程度也明显变得更加重要，通过采访，我们获得了关于当前人们对综合报告的参与和认识水平的洞见。初步采访完成后，针对每组采访，本研究探讨了下列基本问题，即：

- 受访者对综合报告的熟悉程度、了解和认知；
- 受访者当前对正式公司报告文件的使用程度，例如年度报告，以及年度报告与综合报告的关系；
- 受访者是否把综合报告看作一份报告文件和决策工具；
- 综合报告对价值创造、公司战略和“资本模型”使用的关注是否有助于满足受访者的需求；
- 综合报告的主要优点以及受限之处，特别是信息“供应链”中任何可以感知到的，不能满足投资决策信息需求的缺点；
- 使用综合报告的阻碍以及综合报告的有用性；
- 综合报告未来有哪些发展可以满足受访者对公司信息的需求。

这些疑问被转化成一系列通用的采访问题，详见附件。采访问题是半结构化的，这可以使受访者就一系列预先确定的综合报告相关问题表达他们的观点，但更重要的是，它还可以使研究人员探究那些需要进一步澄清的问题，使受访者有机会详细阐述他们认为综合报告重要的方面（Barker, 1998 年；Beasley 等人，2009 年；Jones 和 Solomon, 2010 年）。作为采访问题制定的一部分，我们先开展了两场先导采访，以确保问题的适宜性，使用户可以概括和探讨他们对综合报告的熟悉程度、理解和使用。最初，我们会在采访进行之前向受访者发送一份示例综合报告让他们阅读。但鉴于采访者来自不同的领域，我们认为更加合适的做法是让每位采访者接受采访之前浏览综合报告网站（www.iirc.org），从中选择与他们具有相关性的示例报告。

我们要求每位受访者浏览综合报告网站是希望这样可以提高本研究的相关性和一致性。在每场采访之前，我们会向每位受访者发送一封邮件，列出采访的主要目标，并提供综合报告网站链接。此外，如果适用的话，我们还会要求受访者提供他们所在或所管理的团队对综合报告的看法，以便在采访中探讨这些观点。这使得受访者可以提供其他他们觉得有助于决策过程的必要信息，反映他们的团队以及个人对综合报告和框架的看法。

在每场采访开始时，研究人员会提供研究概况以及他们作为信息收集者的角色，在综合报告相关问题上保持坚定的中立立场，以便受访者开放诚恳地谈论他们对报告信息以及综合报告的使用。接下来，参与者简述他们在机构中的职位以及他们如何使用和消化财务报告信息。采访然后根据附录中列出的问题结构进行，但受访者可能会偏离话题或谈到特定背景下他们感兴趣的点。研究团队中的一位或两位成员将参加所有采访。面对面采访在受访者的办公室进行。在其他采访中，如果不能安排差旅行程或因为成本问题无法进行面对面采访的话，可以通过电话或 Skype 方式进行。在得到允许的前提下，所有采访都将记录下来，然后匿名转录用于分析。

如上文所述，采访分两组进行，现在我们来对采访进行更加详细的探讨。本研究的焦点以及“本项目的重要部分”（ACCA 2013: 3）是第一组采访，即对资深股票市场参与者的采访，从主流和 ESG 投资视角涵盖了全球股票市场（Juravle 和 Lewis, 2008；Solomon 和 Solomon, 2006 年）。为了反映全球股票市场的性质，我们对全球股票分析师（卖方）以及全球投资基金和投资组合经理（买方）进行了采访。

从广义上来说，投资经理和分析师被分成两组，即信息中介/分析师和基金/投资组合经理（Barker, 1998 年；Campbell 和 Slack, 2008 年）。研究表明这两组人在市场的不同领域工作，但又相互依存。卖方分析师一般被认为追求的是短期目标，依据新闻信息源行事（比如业绩报告），向基金经理（买方）提供股票或投资建议。

从卖方分析师的利益出发，他们会通过公司报告笔记和建议历史中传递的一些深刻洞见来培养一批基金经理追随者。在进行投资决策的时候，基金经理通常会使用卖方研究以及内部股票分析师的研究和他们的长期公司关系以及他们对股票情况的认识（Barker, 1998 年；Brown 等人，2014 年）。

本研究需要与基金经理和股票分析师进行深入的探讨：他们通常都是资本市场上难以接触的参与者（Pettigrew, 1992 年；Roberts 等人，2006 年）。由于研究团队的人员构成以及他们和资深执业者的初步交流与合作，我们得以对全球股票市场上的资深分析师和领先投资基金经理进行交流。交流最初取决于全球投资机构中执业者的私人联络人，然后由这些联络人向研究人员介绍潜在受访者（Buchanan 等人，1988 年）。首先由首席研究员亲自联系每位潜在受访者，向他们详细介绍研究

的范围，商定采访时间和组织工作。更重要的是，所有受访者的个人和机构信息都将进行匿名处理，每位受访者都同意自由畅谈他们对公司报告信息的使用以及他们对综合报告的使用和看法。在采访过程中，我们邀请每位受访者提供合适的资本市场参与者人选建议，希望增加受访者的人数，以便在研究期间，把不同机构的采访次数最大化。与执业者的初步联络再加上参与采访的受访者的推荐，针对第一组高级资本市场参与者，我们在 2014 年 6 月和 2015 年月期间共进行了 21 次采访（最初目标为 8 到 12 次采访）。

所有受访者均为首席全球投资组合/基金经理或在全球股票分析中担任董事级别职位。采访平均时长 50 分钟左右，最长 80 分钟。表 3.1 对受访者进行了总结，并指出了受访者之前对综合报告的了解或认识（见 4.2.1）。第一组中所有受访者按照采访实际发生顺序，从 CP1 开始进行编码。

在 21 场采访中，有 12 位为买方基金经理，其余 9 位为卖方股票分析师。尽管大部分采访内容与主流投资相关，反映了当前全球资本市场情况，但其中有五位受访者明确参与了 ESG 相关股票研究和基金管理活动。

更广泛地说，第一组采访的整体样本规模与相似资本市场参与者研究相比较好（Barker 等人，2012 年：11 位基金经理；Campbell 和 Slack，2008 年，2011 年：19 位卖方分析师；Coram 等人，2011 年：8 位金融分析师；Solomon 等人，2011 年：20 位机构投资人；Solomon 和 Solomon，2006 年：21 位机构投资人）。

本研究大部分采访在全球金融中心伦敦进行，受访者来自一系列广泛的全球投资公司。相应地，对基金经理和卖方分析师的采访也反映了他们各自在涵盖英国、欧洲、北美、亚洲、发展中国家（包括巴西、俄罗斯、印度和中国）以及新兴市场的全球市场上的投资决策和股票分析职责。表 3.2 总结了这些市场受访者的广泛地理分布，应该指出几乎所有的受访者都覆盖了一个以上地区，包括发达和新兴资本市场（例如专门基金），不局限于单一市场。因此，第一组采访中受访者的观点涵盖了一系列广泛的资本市场，不受地理位置的限制。

表 2.1: 受访者（资深股权投资人）总结

编号	职位/职称	主流/ESG	卖方/买方	之前关于综合报告的认知
CP1	全球市场投资组合经理	主流	买方基金经理	×
CP2	全球专门基金主管	主流	买方基金经理	×
CP3	欧洲股权研究主管	主流	卖方股票分析师	×
CP4	全球股权投资总监	主流	买方基金经理	√
CP5	资深股票分析师	主流	卖方股票分析师	×
CP6	全球可持续发展股权研究	ESG	卖方股票分析师	√
CP7	股权基金和企业参与副总监	ESG	买方基金经理	√
CP8	全球股权基金英国投资办公室副主管	主流	卖方股票分析师	×
CP9	工业股权全球市场研究执行董事	主流	卖方股票分析师	×
CP10	股权与金融全球市场研究执行董事	主流	卖方股票分析师	×
CP11	欧洲基金主管	ESG	买方基金经理	√
CP12	治理全球股权总监	ESG/主流	买方基金经理	√
CP13	财富管理执行董事	主流	买方基金经理	×
CP14	全球股权基金经理	主流	买方基金经理	×
CP15	英国机构基金总监兼主管	ESG/主流	买方基金经理	×
CP16	全球投资组合经理	主流	买方基金经理	√
CP17	全球股权执行总监	主流	买方基金经理	×
CP18	ESG 欧洲股票分析师	ESG	卖方股票分析师	√
CP19	ESG 研究欧洲主管	ESG	卖方股票分析师	√
CP20	基金副经理	ESG/主流	买方基金经理	√
CP21	股权研究分析师	主流	卖方股票分析师	×

表 2.2: 累计投资覆盖领域概括

	英国	欧洲	北美	亚洲	发展中市场	新兴市场
基金经理	9	8	6	4	4	3
股票分析师	9	8	6	3	4	1

第二组采访包括广泛的资金提供者以及公司信息的其他财务用户。第二组中的部分采访在 2014 年 6 月和 7 月与第一组采访同步进行,其余采访是在第一组采访完成后在 2015 年 1 月和 4 月进行。第二组采访采用了与第一组相同的联系过程并与受访者达成一致。同样的,所有采访的安排、规划和执行都遵循同样的模式,以面对面采访和电话/Skype 采访结合的方式进行。在必要的时候,研究人员会对附录中列出的采访问题进行微调以反映第二组中每位受访者的情况和特殊背景,第二组受访者的构成更加多样,第一组仅涵盖资本市场参与者。刚开始计划对第二组参与者进行 8 到 12 次采访。在使用了执业者联系人后且加上研究阶段潜在受访者人数增加,最终第二组采访的参与者人数

达到 16，相见表 3.3。对第二组参与者的所有采访均已 OU 编码，表示“其他提供者/用户”，OU 后的数字代表采访实际发生的次序。在 16 位受访者中，有四位之前对综合报告有所了解（OU3；OU7；OU8 和 OU11）（见 4.2.2 节）。

与第一组相比，对较为广泛的资金提供者/其他用户的采访往往较短。尽管如此，平均采访时间也在 35 分钟左右，最长为 50 分钟。

然后如表 3.1 和 3.3 所示，所有转录后的采访稿由受访者进行编码，从中发现关键句并逐字引用，突出关于综合报告的主要观点和问题。刚开始的时候，由两位学术研究员对所有采访稿进行阅读，熟悉两组所有采访中得出的一般性发现。然后在结构化采访问题中一般探究领域的引导下对采访稿进行后续分析。在分析的时候，每位研究员独立地对采访数据进行详细的手动主题分析，发现与每个探究领域相关的主题，从中隔离出浮现的规律（Boyatzis, 1998 年；Miles 和 Huberman, 1994 年）。分析的方法与 Easterby-Smith 等人（1991 年）建议在阶段性研究使用的方法以及其他以采访为基础的研究中使用的方法（Campbell 和 Slack, 2008 年；Armitage 和 Marston, 2008 年；Solomon 等人, 2011 年）一致。独立分析完成后，研究人员见面探讨与每个探究领域相关的所有引言，并就最终的采访数据编码达成一致。本研究所报告的是相应各组受访者的观点，因此是质性研究，不会将研究结果概括类推或提供具有重要统计学意义的结果。

表 2.3: 受访者（资深股权投资人）总结

编号	职位/职称	类型
OU1	另类投资战略团队领导	ESG
OU2	慈善投资部门投资经理	ESG
OU3	道德投资顾问组	ESG
OU4	私募股权产品组合经理	主流
OU5	经纪公司执行合伙人	主流
OU6	私募股权产品组合主管	主流
OU7	可持续发展报告副主管兼顾问	ESG
OU8	可持续发展独立顾问	ESG
OU9	私募股权投资合伙人	主流
OU10	信贷高级公司总监	主流
OU11	企业财务公司研究分析师	主流
OU12	企业财务公司研究分析师	主流
OU13	企业银行关系总监	主流
OU14	私募股权融资主管	主流
OU15	公司信贷高级经理	主流
OU16	公司信贷高级经理	主流

3. 研究发现

根据基本研究领域和相关采访问题将研究发现分为五个主要部分。每部分以财务资本提供者的观点为开端，在必要的时候要注意基金经理和分析师以及主流和 ESG 视角之间的差别。在有相关性的地方，编码也会提到 ESG，表明受访者参与了 ESG 相关活动。与本研究的范围和目标以及框架中的主要用户群体一致，这是本研究发现的主体和重点。每一部分首先提供股权资金提供者的观点，然后简要阐述从其他资金提供者/综合报告用户身上得到的结论。在必要的时候，还会指出其他用户的职能性活动，比如那些参与公司债务、信用评级、私募股权、公司财务和道德/可持续发展相关活动的人。

3.1 公司报告信息的使用

3.1.1 财务资本提供者（股权投资人）

正如我们所预期的，不论是买方还是卖方的所有受访者都非常熟悉公司年度报告和报告环境。受访者在对年度报告的探讨中有一个广泛的共识，它被用作一份参考文件，偶尔会被用户访问，但缺乏与公司价值创造相关的前瞻性信息。例如，CP1 这样描述他/她及其团队对年度报告的使用：“我觉得年度报告是第二个停靠港。如果你想快速知道这个公司做什么，它的竞争优势是什么，它的未来发展方向是什么，我觉得这是一份非常有用的参考文件。”

毫不意外，鉴于他们的角色，股票市场用户直接关注的是财务报告和管理层讨论/主席声明。他们的观点可以用 CP5 的话来简要概括：“我每年会看一次[年度报告]，但我会从中挑出一些来阅读，我往往会阅读管理层讨论，我也会阅读主席声明，但可能到这里就不会再继续了。”同样的，其他人也提到了他们对年度报告的使用：“主要数据和信息来源是公司新闻……但这些报告和报表总的来说也让你了解一些更详细的信息……其中有一些信息，但我觉得我们不会坐下来从头看到尾。”(CP9)。CP8 说道，“对我来说，使用率最高的[部分]应该是报告前面的执行摘要，整体上了解一下公司的现状和未来远景，然后是财务报表。”

虽然受访者使用年度报告，但鉴于报告的历史性质和缺乏用户导向，因此对投资者群体没有价值相关性，所以他们通常会当前的公司报告实践提出一些批评。从一位基金经理的角度来看，CP4 表示：“总的来看[年度报告]是向后看的，它告诉你的是过去一年中公司做的事情，没有很多前瞻性信息。也没有很多信息解释公司实际上是如何尝试为股东创造价值的。”

同样的，CP15 在提到年度报告的时候也隐约提及了综合报告的潜在有用性，“年度报告的问题是它只告诉我们你做了什么，但如果能把你说的这些话都整合起来可能更有用。”

一系列股票分析师也批评了年度报告的历史性和缺乏更多与价值创造相关的内容，比如“我往往会把报表看作后顾性信息”(CP14)；“它最多能让我们了解一下发生了什么，然后非常笼统地讲述一下未来的情况”(CP19)。此外，年度报告中包含“太多关于过去的详细信息，对未来的价值创造关注不足”(CP21)。

这些对年度报告用户相关性的担忧促使受访者做出下列评论：

- “并没有很多人阅读[年度报告]”（CP7）。
- “[国际会计组织]担心年度报告已经失去了它在财务资本市场上的影响力；它在某种程度上被视为一种监管性、强制性和冗长的文件，大家都不再用它了”（CP4）。
- 从一位股票分析师的角度来看，基金经理“未必会留意公司报告”（CP13）。

当问到为什么的时候，受访者提到年度报告的“历史性内容”和“缺乏对未来价值的关注”。在初步总结了年度报告后，我们了解了受访者对报告的熟悉程度，然后采访将重点探讨综合报告。

3.1.2 其他资金提供者/财务用户

像其他财务资本提供者一样，第二组受访者，即“其他提供者/用户”都非常熟悉年度报告并解释他们对年度报告作为一种报告文件的使用和批评。总的来看，第二组中所有受访者都在他们各自的职能领域内使用到了年度报告，主要是为了提供背景信息，并把它作为一种确认性文件来证实他们对一家公司的评估。例如 OU10 提到了他/她的团队在进行公司债务和信用评分时对年度报告的使用：“我们大量使用了财务报表。我们的模型在评估客户的信誉时很明显大量使用了这些数据。”同样的，其他用户也提到了综合报告的使用，但也提出了一些批评。从私募股权的视角来看，“显然我们会阅读年度报告，但年度报告的存在只是为了补充我们已经知道的知识。按照当前的结构，他们只是把上一年的陈述性内容复制粘贴到下一年，所以我觉得大部分人实际上会忽略陈述性部分”（OU6）。一位拥有企业债务背景的受访者说道，“我和每一家公司打交道的时候都会首先去看年度报表”（OU13）。但是在有用性方面，这位受访者提到，“只有一小部分报告提供了真正有价值的信息，因为年度报告已经是一种过时的报告，而且通常在开倒车。”

总的来看，其他提供者/用户对综合报告的真实价值持批判态度，但是不确定或不知道或不了解综合报告会给他们带来哪些收益。一位可持续发展顾问对此进行了简短的总结：“你的确需要改变报告，报告现在并不能达到目的，但我觉得现在应该着重做的事情是，企业如何以一种综合的方式有效运转，如何刺激主流群体对此类报告的兴趣”（OU7 ESG）。

尽管所有用户对他们当前对报告的认识和使用都很满意，但几乎没有人提到主席或执行总裁综述之外的陈述性内容。所以环境问题在很大程度上被忽略了，除非尽职调查或价值评估过程中明确发现了环境风险，但是大部分其他用户没有发现或提出这些问题进一步的相关性。

那些参与道德或环境事项的受访者除外：一位受访者提到了他/她的团队对此类报告的使用：“我们是公司报告的用户，尤其是一些涉及到 ESG 报告的道德投资政策。我们在伦敦可持续发展资本主义、社会投资和财务领域的关系网络非常广泛，所以也会定期参与 ESG 事项”（OU3 ESG）。

3.2 对综合报告的熟悉程度、了解和认知

3.2.1 财务资本提供者（股权投资人）

在按照采访前邮件中要求的浏览 IIRC 网站之前，受访者对综合报告的熟悉程度参差不齐，虽然一些买方参与者熟悉综合报告，但对它的使用和需求却各有不同，而主流卖方受访者与专注 ESG 事项的股票分析师相比，几乎都不熟悉综合报告。在 12 位基金经理中，有六位（其中两位对 ESG 相关事项有兴趣）之前在他们的工作中听说过和使用过综合报告，并且高度熟悉使用这种报告形式的文件。一位受访者说道，“综合报告并不是一种完全独立出来的文件。它是对你的企业的一种智慧探讨，但是涉及范围更广，并不只讲你如何赚钱”（CP7）。CP4 解释道，此类报告包括“管理层如何创造附加值”，并补充道，“当我比较亚洲股票的时候，有时候我会说综合报告很重要……它们看待企业治理的方式以及报告与价值和战略的联系，这些对我非常重要。”（CP11 ESG）从相似的 ESG 角度来看，在提到买方的时候，一位分析师提到，在他/她的团队看来，“买方和我们的客户对综合报告非常了解，他们会经常与 IIRC 讨论”（CP6 ESG）。同样以积极的语气，CP20 指出在他/她看来，综合报告“可能是公司和投资者，特别是长期投资者之间一个非常关键的沟通机制。”

三位基金经理特别提到了他们公司在综合报告咨询过程中的作用。比如：

- “我是我们公司在 IIRC 工作组中的代表”（CP4）。
- “大约三年前当他们在考虑这一框架应该是什么样子时，我们参与了他们的咨询”（CP12）。
- “我听说过综合报告……我觉得当时是在 IASB 资本市场的顾问委员会上，我是其中的一员”（CP16）。

对比之下，六位基金经理，包括两位职责与 ESG 事项相关的经理，以及大部分卖方分析师（九位采访者中的六位），除了那些工作以 ESG 为导向的受访者，之前都没有听说过综合报告，甚至之前他们分析过的一些公司已经编制了综合报告或是 IIRC 试点网络中的一员。他们的回答一般如下（斜体字为采访者）：

- “综合报告，没听说过，刚刚听到的。”（CP2）
- “你听说过综合报告吗？”“你是说年度报告？”“不，是综合报告。”“那我没听说过。”（CP5）
- “你听说过综合报告吗？”“没有。”“xxx 银行不是编制了综合报告吗？”“是的，但我恐怕还是没听说过。”（CP10）

尽管在本研究之前人们对综合报告的熟悉程度各不相同，但所有的受访者在接受采访之前都浏览了 IIRC 网站，因此能够表达他们对综合报告作为一种报告工具的看法。

3.2.2 其他资金提供者/财务用户

除了那些参与道德或 ESG 相关活动的受访者外，大部分其他（例如第二组）提供者/用户（16 位受访者中有 12 位）都没有听说过综合报告，因此也没有在他们的日常工作中使用综合报告。当问到综合报告的时候，大部分受访者表示他们并不熟悉，比如“你听说过综合报告吗？”“没有，你觉得我应该听说过，是吗？”（OU13）。更广泛地来看，OU10（信贷）在他/她的回答中说道，“你之前听说过综合报告吗？”“完全没有。我觉得我跟其他信贷分析师以及我们的全球企业部门说过，他们也没有听说过。”其他人更不屑提及除当前已经冗杂的报告实践之外的其他任何报告。比如：

- 正如一位私募股权受访者所说的，“我反对这些微型产业，它们创造的一些东西根本没有价值。”（OU6）
- “我觉得这是一个不错的理想，但我不觉得它会变成现实。”（OU14）
- 一位企业金融家之前在担任审计师的时候与 IIRC 打过交道，但没有实际的参与，但是他/她承认会把综合报告当作一份文件阅读。在问他/她“你听说过综合报告吗？”他/她说“没有，我之前做审计师的时候听说过 IIRC，但从来没有听说过综合报告。但它肯定算是一个开端吧。如果有的话读一读也无妨。”（OU12）

尽管所有受访者都访问了 IIRC 网站，所以能够就它的潜在用途、资本和阻碍因素发表意见，但只有一位主流用户表达了他/她目前对综合报告的熟悉度：“作为一名并购分析师，综合报告可以帮助你非常明确地了解这家公司将会如何执行他们的战略，这意味着它会提供更加详细的信息。我觉得这是一个很棒的想法……对我来说，它似乎能够让我更加清晰地了解长期战略，而不仅是季度报告，我觉得这是一种积极的做法，也是一种好的思维方式，从道德层面来讲也是这样的。”（OU11）

可能正如我们所预期的，那些参与道德投资/ESG 导向活动的人更熟悉综合报告。虽然道德投资顾问 OU3 表示自己没有任何综合报告专业知识，但他/她强调了综合报告的使用以及他/她的团队对报告设计和目标的熟悉程度，“我们会出于参与的目的而使用公司报告，所以当我们为了一场会议而让自己了解一些情况时，显然我们会使用那些公开披露信息和提及 ESG 报告的政策。”一位可持续发展顾问在提到综合报告的足迹和历史发展时说道：“综合报告从何而来……威尔士亲王尝试做的正是改变公司业绩报告的方式，更多地纳入环境和社会问题，而不只是[单纯关注]财务表现。”（OU7）。

3.3 综合报告的使用情况及其在决策过程中的潜在作用

3.3.1 财务资本提供者（股权投资人）

在对第一组受访者进行采访的时候，我们探讨了综合报告已经申明的一系列收益以及人们对综合报告在当前和未来决策过程中的潜在应用的期望。因此，尽管受访者不熟悉综合报告，特别是股票分析师，但当问到他们认为综合报告对他们作为股票市场用户有什么实际或潜在用处时，受访者提到了三个关键领域：报告与长期价值创造之间的联系；报告与公司战略的联系；以及与上述两个联系相关的，在报告时使用与战略和价值创造相关的 KPI 指标。这些都可见于下表 4.1。很明显，基

金经理和股票分析师在他们的观点中都认可了综合报告作为一种报告工具的潜在益处，虽然他们目前并不了解或使用此类报告。

表 3.1: 股权投资人对综合报告潜在益处的看法

主题	用户群体	评价
综合报告和长期价值	基金经理-买方	“如果我们有一个 4 到 10 页的综合报告总结，向我们展示公司在价值创造方面希望实现什么，如果这能成为一个模板让我们研究查阅，这是一种谈论未来的更好的方式。”（CP4）
		“把价值创造绑定到实际的综合报告中，这样的报告对那些资本市场参与者会更有用，报告内容更加集中，只关注非常有用的一些重要事情。”（CP13）
		“框架的一个益处就是他们真的在努力涵盖价值创造、可持续发展所有层面的内容，以及你怎样为股东创造长期价值。”（CP16）
	股票分析师-卖方	“它让我们更好地了解企业的长期发展方向。”（CP13）
		“综合报告为我们系统地列出了创造长期价值从 a 到 b 的移动轨迹。”（CP5）
		“美国一些采用综合报告的公司发展非常稳定。我们发现了这一点，所以它和企业的长期价值创造之间有着更加紧密的联系。”（CP6 ESG）
“综合报告太有用了。它试图向我们展示长期经济价值推动因素或变化来自哪里，迫使企业给出更加详细的信息，提高了透明性，让我们的分析变得更加容易。”（CP9）		
与公司战略的联系	基金经理-买方	“综合报告不同的地方在于基金经理会以哪些不同的方式来使用它，特别是有些人会利用公司管理层会议来讨论战略，把它作为决策工具来实施。我觉得报告中应该包括一个评论，即他们讨论了什么，哪些事情没有按照计划进行，管理层打算怎样改变他们的战略做出回应。”（CP4）
		“综合报告真是个聪明的想法，他们把他们的战略放在一个表中，你只需要阅读就可以了，你会觉得‘我知道他们在干什么，完全了解’。”（CP15）
		“我们希望从报告中了解‘这家企业表现怎么样’‘我们根据企业在各经济体和各市场上的战略和执行情况，以及所有对他们有影响的外部因素来确定他们未来的行动，’综合报告体现了这些信息。”（CP16）
	股票分析师-卖方	“综合报告只有和你的战略真正联系起来的时候才有意义，如果你的战略是清晰的，目标是清晰的，那么一切都是清晰的。只不过需要以一种简洁的方式来把它制定出来。”（CP6）
		“战略报告会很有趣。如果这些报告两年后能成型的话，你将会看到那种转变。除了有趣外，它还具有持续性，迭代性。如果战略文件说，今年我们实施了一个过程来评估生产效率的有效性，明年我们还会报告这一事项，这样就会更加有用。”（CP9）
		“里面有一些货币价值[原文如此]，有一些数字，有一些解释，但同时也要向我们展示将会使用哪些关键业绩指标来衡量管理层如何创造附加值。”（CP14）
与公司战略的联系 以及在报告中 使用 KPI 指标		“推动这家企业增长的因素是什么，还有激励管理层的 KPI 指标。我想看到报告把这两者结合起来，如果没有的话，我会觉得‘为什么没把它们结合起来呢？’我希望报告和报表把 KPI 指标整合起来，我还希望有些文字和数字能对这些指标进行说明。这是实现这些 KPI 指标的一种战略。”（CP15）

股票分析师-卖方 “一份报告的概念很吸引人。这意味对那些长期投资者来说，他们可以通过关键业绩指标更加容易和清晰地了解公司战略和商业模式以及可持续发展之间是否具有 consistency。”（CP6 ESG）

“我们至少需要报告中提到商业模式、战略和可持续发展，以及一些关键业绩指标、一些量化指标，一些质性指标，不需要 100 个，但也许可以有 4、5、6 个，不仅是结果方面的指标，还有与关键战略相关的目标。”（CP18 ESG）

“显然综合报告涉及了商业模式、管理层质量以及财务报表，当然会对我们有帮助。报告里面包括了一些财务 KPI，但也有非财务 KPI，所以如果你告诉我你的报表中有这个指标，有这个目标，这显然对投资者来说是一个重要信息。”（CP19 ESG）

受访者认可了综合报告的潜在收益以及未来的应用可能，但没有发现与他们的投资战略相关的观点之间的差别。例外的情况是那些来自道德/ESG 投资环境的受访者对综合报告的熟悉程度要高得多，对综合报告相关的使用也普遍得多。从广义上来看，这些对话似乎可以初步表明受访者认可了这一新兴报告框架的收益，它更加明确地列出了战略事项以及战略和重要风险和 KPI 指标考核之间的联系。尽管如此，这些积极的观点也需要置于一定的背景中来理解，因为受访者普遍缺乏对综合报告的使用或操作知识，正如本章节上文 4.2 节和下文 4.5 节所提到的，后者也是阻碍综合报告未来应用的一个相关因素。正如初期的一些报告倡议，我们还需要进一步的证据来表明，那些可能被视为有用的倡议会受到资本市场参与者的长久需要，显然对于他们作为一个用户群体而言也具有相关性。

3.3.2 其他资金提供者/财务用户

第二组受访者就战略报告和相关风险粒度的增加以及综合报告带来的收益表达了大致相似的观点。这些观点普遍体现在下文表 4.2 中列出的其他用户观点。综合报告这些收益再一次由于受访者当前缺乏对此类报告的参与而需要被降低。正如第一组采访一样，他们对综合报告实际需求看法将在本章 4.5 节以相似的方式进行探讨。

3.4 资本模型的使用和相关性

3.4.1 财务资本提供者（股权投资人）

讨论完综合报告将战略和价值创造融入报告中对每组受访者的相关性后，接下来我们要求受访者给出他们对框架中的一个基本概念——“资本”模型的看法。部分基金经理（12 位受访者中的 6 位），即那些之前听说过综合报告因此从 ESG 角度来看具有相关性的受访者，以及少数卖方分析师（9 位受访者中的 4 位）了解资本模型的基本概念，相关的企业所有方面整合报告，以及这些概念如何与商业模式和战略联系起来。

表 3.2: 股权投资人对综合报告潜在益处的看法

其他用户	评价
另类/道德投资顾问	“我认为综合报告的关键是变得粒度化，提供数据，年度报告好就好在它能够提供财务数据，我觉得这种数据可以帮助与上年结果进行对比，与这个行业中的其他公司对比。对我来说，这才是综合报告的独特之处。”（OU1 ESG）
可持续发展顾问	“如果一家机构真的在为投资者编制任何沟通性文件的话，如果这份文件中提到了他们的战略，并且从风险的角度列出了更广泛的风险，不仅仅是财务风险，同时它的信息更具前瞻性，我觉得投资者自然会看到其中的价
企业借贷	“我们需要了解一家企业的战略，任何信用分析师都可以做一个关于企业的定位分析。所以综合报告可能会充实这些信息，因为如果你了解了报告中的那些深度信息，报告就是有用的，可能还会增加价值。”（OU10） “对战略及其与基本业务的联系的报告质量不一。所以对我来说，综合报告把所有信息都整合起来，包括战略以及与战略相关的风险。”（OU15）
企业财务	“我觉得这是报告风险的一种有趣方式。回到财务报告周期之外的战略评估，这可能会成为一种机制，将焦点真正地放在与战略相关的风险和机遇上。”（OU11）
私募股权	“更加明确地描述了与基本商业战略相关的风险以及在企业中如何衡量、监控和利用这些风险。除此之外，KPI 指标更加明确地与战略联系起来并对它们进行长期持续报告。”（OU14）

这些联系推动通过使用已识别的相关资本对战略价值链和价值创造进行恰当的报告。因此，资本是指“价值存量。此类价值存量会因机构的活动和产出而增加、减少或转化”（IIRC 2013a: 4）。从分析师的角度来看，CP9 说道，“我喜欢……也是我尝试了解的东西是综合报告更高的信息详细程度……它迫使企业协调和打破那些运动的部件”。同样的，一位基金经理这样说道：“资本与长期战略方向是一体的，是什么在推动这些，价值创造的关键部分是什么，这些非常关键。我们真正寻找的是那些管理层真正了解这些事项的企业，我不确定所有管理层都了解这些，这是一个很重要的问题。”（CP14）。”

一位 ESG 分析师 CP6 强调了“资本”与价值报告和战略之间的联系，这位受访者高度赞同资本将战略和更广泛的可持续发展事项连接起来的作用。“资本只有在和战略真正联系起来的时候才有意义。我们需要有一个叙述性部分将战略、财务事项和可持续发展真正联系起来。”CP19 在谈到环境资本的时候也响应了这一看法。“年度报告中可能有 20 到 25 页关于可持续发展的内容，但问题是它跟企业的活动有什么关系。综合报告所强调的一个事实是，如果财务分析师阅读这份报告，他们会接触到这些信息，但这些信息必须再详细一些，才能真正地被纳入他们的分析中。”

一位基金经理也提到了通过资本将可持续发展事项纳入报告，这位受访者说道，“如果你思考资本的话，我觉得从全球来看，人们越来越意识到像水这类的东西对一些公司现在已经成了重大事项，企业必须逐渐意识到他们必须对这些事项进行更多地报告，而综合报告显然是实现这一目标的最简单最明确的方法。”（CP12）。一位基金经理在讨论报告与相关风险报告相关的资本的收益时说道，“我觉得这取决于行业。比如[就自然资本而言]，如果水资源是商业模式中的一个关键部分，我就会希望这些公司更多地报告相关的风险。”（CP11 ESG）

尽管如此，其他买方受访者和那些卖方受访者在浏览了 IIRC 网站后都对“资本”模型表示不屑，并且把它视为一种毫无必要的行话术语，为它的广泛应用制造了障碍。尽管一些受访者认可“资本”和

战略与价值之间的关系，但他们对框架中给报告贴上的标签持怀疑态度。比如，CP2 说道，“所以我们有可能需要改变我们对综合报告思考的方式。我不确定这个资本图表本身是否特别有用。它之所以有用是因为它可以帮助你从更广泛的视角看待问题，但把它们都标签化，把它们叫‘资本’，这个我就不能完全确定了。”一位以 ESG 为导向的基金经理 CP7 表达了相似的观点，“它只是一种好的报告，可以理解。所以如果你想把什么叫做人力资本，你就可以把它叫做人力资本。”

关于资本的相关性和术语还有一些不同的观点，这些从基金经理的回答中可以明显看出，但是采访指出编制者只会报告那些与公司相关的资本，因此也反映了对他们的价值创造链有重大意义的资本。CP1 就六项资本的报告表达了强硬的观点：“我不希望看到企业浪费时间来思考这些事情，我觉得这是一个很大的负担，我也不觉得它能带来任何收益。这是对时间的极大浪费。”另一位基金经理认为“资本”模型是不妥当的，“太多的行话术语。如果你想把它变成主流实践，不会起到什么收益的。当你因为未来的定价风险而考虑减少碳排放或者你只是想缩减你的能源账单时，你真的需要讨论环境资本吗？”（CP13）

此外，一些分析师表达了他们对“资本”模型对他们的价值相关性的担忧。“许多[资本]会被完全纳入财务[信息]中。其他许多信息可能有用，但实际上主导股票价格的还是财务事项”（CP10）。对当前风险报告的批评，以及综合报告能否通过侧重报告“资本”及其与战略的联系来帮助提高当前实践的疑问在一定程度上源于对战略报告和“资本”使用的讨论。

CP4 对此做了恰当的总结，受访者说道，“我们需要分析师了解这些风险……他们才会提出正确的问题，但综合报告可能会把这些风险推到更前线。”总的来看，当前的报告普遍被认为缺乏明确性和足够的颗粒度；基金经理和分析师都提到了这个问题。第一组受访者认为这是正式报告文件公开存档的必然后果，编制者缺乏隔离和识别他们在公共领域的关键风险的积极性，这可能会损害商业敏感信息。

研究人员探索了受访者能否预见到，通过综合报告对关键风险和战略以及相关资本之间的联系侧重，关键风险报告会发生一些变化。CP4 表达了积极的看法：“我们需要分析师了解这些风险，但如果他们了解自己的公司，他们就会知道这些事项，或者他们会找出这些信息，他们会提出正确的问题，但综合报告可能会把这些问题推向更前线……综合报告就像一个评论，让我们了解哪些事情没有实现，或者有些我们可能不知道的风险。”

同样的，CP20 表示希望综合报告能够帮助“董事会把关注点”更多地集中在回报率和商业风险上，这可能是综合报告的一个影响，[因为]它可能提高披露质量。CP14 说道，有了综合报告，“从美国报告我看到了他们如何处理关键风险，它的确倾向于强调这一事项是否与战略有关。”

尽管如此，即使有了对战略的关注和资本模型的帮助，总的来看受访者对风险报告是否会有实质性的改进持怀疑态度，但是作为用户他们会很看重这种变化。CP11 说道，“我希望看到更多关于相关风险的信息。”同样的，CP7 说道：“如果新风险出现，或[如果]风险逐年改变，[那么]应该对此进行讨论。如果战略没有按照它们在上一份报告中描述的那样被执行，也应该对此加以评论……报告中应该有一份评论，讨论哪些事情没有按照计划执行，管理层计划如何改变他们的战略来进行应对。”

在关键风险报告方面，CP17 强调，“我不想要风险，我想知道的和我见到他们时会问的是他们面临的三大关键挑战是什么。只有一项是财务方面的，其他会更加广泛。所以我希望[从综合报告中]

得到的是他们面临的挑战以及关于挑战的评论。”CP1 质疑这类披露是否会在未来出现，受访者说道，“假设你想知道企业的风险，这些风险[决定]着收益的质量，然后如何估值取决于你……但是这不会成为现实的。”

3.4.2 其他资金提供者/财务用户

总的来看，第二组中的其他提供者/用户不熟悉“资本模型”，并在对综合报告的述评中表达了他们对综合报告对他们的有用性的担心，对其中的术语和可衡量性提出了相似的批评。例如“我不是很喜欢综合报告，我觉得人和财务资本以及环境是不同的……用这种方式来谈论它有点儿‘科技化’，我觉得这会不会让人们望而却步”（OU3 ESG），以及“它在某种程度上有点膜拜的意味”（OU11）。与一些资本市场参与者的观点相似，其他人的批评更加激烈：“信息有什么用？完全没有信息，他们只是勾选方框而已。这对于那些做决定和买卖股票的人根本没有什么用，因为没人知道这些信息到底是什么意思。”（OU6）对比而言，其他人更加愿意接受报告中的新技术：“我觉得……一段时间后，你就会熟悉这些术语，但刚开始的时候可能会……有点陌生。每个点有个定义或全面理解后就能理解它的意思。人们可能会过度使用术语，这可能会掩盖综合报告到底在说什么。”（OU10）一位企业金融家说道：“更广泛地说，我希望看到来自投资者视角的更多观点，他们希望从这个过程中看到什么，哪些是他们现在无法得到的。是否更应该看重哪些资本？”（OU16）

第二组受访者通常对“资本模型”以及资本在报告中的应用没有过多的看法。从实践角度来看，仅有一位用户特别提到了客户对它的使用，“他们[客户名字]已经研究了在这个框架，并应用它来使自己的企业符合要求。他们并没有使用六项资本，而是使用了四项，然后对它们进行细微的改变，我觉得这些都符合框架的精神。”（OU7 ESG）

3.5 阻碍资本市场参与者需要和使用综合报告的因素

3.5.1 财务资本提供者（股权投资人）

正如上文 4.3.1 和 4.4.1 章节所列出的，通过浏览 IIRC 网站，基金经理和股票分析师发现了一些列与综合报告相关的益处。尽管如此，即使发现了这些益处，受访者对综合报告的熟悉程度明显较低。采访人试图寻找阻碍基金经理和股票分析师各自需要和使用综合报告的因素。

正如表 4.3 所示，这些探讨中出现了三个主要的问题，此外还有其他一些涉及到个人的更微小和具体的问题。首先，虽然综合报告旨在“向财务资本提供者解释机构如何持续创造价值”，但就综合报告对他们作为股票市场用户，以及后者由于资本市场行为和文化而形成的短期导向和激励的相关性而言，基金经理和分析师之间存在明显的分歧。尽管一些基金经理认为综合报告及其长期导向有助于决策的形成，但大部分卖方股票分析师有着明确的短期目标，相应地他们认为综合报告与他们关系较远。从卖方角度来看，受访者思考了他们工作整体的短期目标性以及匹配的薪酬和激励计划。这反映了资本市场上长期价值投资和卖方短期视野之间的冲突。其次，尽管框架在咨询阶段得到了来自机构的高度支持，但可以看到综合报告在实施者群体中并没有达到“临界规模”（例如，见下文 CP4），以及与之相关的，机构内部和机构之间以及他们的投资顾问并没有就综合报告形成共同话语（或议程事项）。除了市场文化外，所有受访者都被问到应该如何推动和嵌入综合报告，对综合报告

进行更广泛的探讨的可能性以及综合报告的覆盖范围。这些话语可以帮助提高受众对综合报告的需求，从股票分析师的视角增加人们对综合报告的认识。

这些话语可能包括对综合报告的特定探讨以及思考综合报告与战略和价值的联系，作为公司在资本市场日活动向财务资本提供者进行演示的一部分。在投资顾问和客户会议以及内部会议上特定提到和使用综合报告以及综合报告在投资机构入职和报告培训活动中的作用仍然是一些需要解决的关键问题

表 3.3: 对综合报告的需求和市场冲突

主题	用户群体	评价
资本市场文化	基金经理-买方	<p>“他们[卖方]是否有足够的动力来更广泛地看待问题？”“可能没有，主流卖方不会被要求去思考这些事情。在很多时候，实际上需要我们去向他们要这些信息，因为他们是服务提供者，他们不会花时间来讨论和思考一些你没有问到的事情，对吧？”（CP4）（作者加重强调）</p> <p>“我觉得这些激励是错误的，因为长期视角的表现方式不是妥当地考虑长期价值创造推动因素或商业风险。”（CP14）</p> <p>“这座城市太短视了，我觉得这会是一种长久的现象。你并不能做什么来改变，但我觉得我们有责任要求更多的长期价值。”（CP15）</p>
	股票分析师-卖方	<p>“如果我觉得它会影响财务事项的话，我才会[阅读综合报告]。”（CP5）</p> <p>“我每月分析，不会每周那么频繁，所以长期业绩不是一个主要推动因素。”（CP8）</p> <p>“其他很多事项包含在其中也很好……但会变得有点脱离主题……可能有一些投资者会从非常长期的视角看待问题，如果你要写一份长期行业报告的话，这可能会有相关性。”（CP10）</p>
需求变化的“临界规模”	基金经理-买方	<p>“没有足够的‘最佳品种’，这是一个问题，我们正在努力达到临界规模……我觉得我们任何人都没有在我们的会议中充分使用它。”（CP4）</p> <p>“这是一个真正的挑战，去达到一个临界规模，得到一个牵引因素。”（CP7 ESG）</p> <p>“[我们需要]讨论他们的综合报告或者问一个问题，‘你们有综合报告吗？你们是否正在编制综合报告？’”（CP11 ESG）</p> <p>“我觉得逐渐人们的意识就会提升，因为会有越来越多的公司编制和使用综合报告，把它作为与基金经理和卖方沟通的工具，然后它会逐渐发展。”（CP16）</p>
	股票分析师-卖方	<p>“只需要几个小时就能增加人们对它的意识；它可能会，也可能不会影响投资决定。在这一阶段可能不会，但如果你以很小的代价提高了自己的意思，它明天能对我产生影响吗？不会。十年呢？可能会。”（CP8）</p> <p>“买方会说我们需要报告这些指标[更广泛的社会或自然资本]，这样我们才能做出决定……我会说，98%[买方]都不会这样做，因为我们需要时间来完成这些文书和相应的研究笔记，而根本没有受众。”（CP9）</p> <p>“它肯定是要由需求推动的，如果买方告诉我们他们觉得这很重要，我们肯定会重视这件事情。但我觉得要让他们觉得这件事重要，他们必须先要看到它对股价的影响。就我的行业而言，我觉得他们还没到这一阶段。”（CP10）</p>

关于综合报告实际应 用的话语	<p>基金经理-买方 “我的同事肯定不会问到我这些，所以如果我有 60 多个同事，几乎没有人会在公司的沟通交流中说起或甚至提到这件事情，那么就只有我来做了。”（CP4，作者加重强调）</p> <p>“没有[没有培训，因为]没有很多公司使用综合报告。一旦达到临界规模，一旦公司开始对分析师说，看一下我们的综合报告……我们必须不断推动它的发展。美国现在危险的地方在于他们没有参与，所以我们必须让它成为一个全球化的事情。”（CP4）</p> <p>“我觉得这是一个关于教育和合作的问题……我觉得问题之一在于并没有很多人[基金经理和公司]在做这件事情。”（CP12）</p> <p>“我们是否会[在综合报告方面]实现那种过滤效应，我觉得不会吧。”（CP13）</p>
	<p>股票分析师-卖方 “让市场熟悉这种观点，你可以利用这些资本来展示企业，并把它和未来价值联系起来。”（CP3）</p> <p>谈到综合报告的使用：“我觉得部门更能接受它了，我们每年都做 ESG 调查……我们与分析师交谈，我们还有越来越多的工作要和分析师一起完成。”（CP6 ESG）</p> <p>“综合报告应该成为我们全体大会或客户会议上的讨论的一部分，这一点非常重要。”（CP19 ESG）</p>

3.6 其他资金提供者/财务用户

其他提供者/用户在表达他们对综合报告更广泛的实施和使用的担忧时，也提到了投资者需求和市场文化的问题。从广义上来看，其他提供者/用户并没有预见到他们对年度报告信息、订阅数据库以及从私人沟通渠道收集的数据的使用方式会出现什么即时的变化。比如，一位企业金融家说道，“我没有用综合报告信息，除非有证据表明它可以帮助我进行财务评估，否则为什么要改变呢？我当前的数据来源可以提供足够的信息来让我和管理层进行对话。”（OU12）。一位企业债务经理也表达了相似的观点：“我觉得这些报告没有必要。如果我想要战略和商业信息的话，那么要么我应该早就知道了，或者它已经存在于公共领域了。没有必要把它移到其他什么地方了。”（OU16）

与第一组的观点一致，第二组许多受访者也发表了对他们所在的金融市场的性质的看法，并且在没有提示的情况下提到了股票市场用户缺乏综合报告需求以及短期和长期市场需求与文化之间的冲突问题。比如，从企业财务视角来看，OU11 指出，“这里的一个关键问题是我们的过于关于季度报告，这是因为从这些公司买股票的人往往会关注三个月的周期。市场上的短期参与者多于长期参与者，所以需求在哪呢？”一位私募股权参与者就资本市场的性质而导致的综合报告的使用和实施情况表达了相似的担忧，但也承认这并不是一个普遍的问题。他/她指出“有很多短期交易者根本不在乎这些，我了解这种情况，但这并不代表所有人。”（OU6）一位企业债务提供者的观点更加积极，但仍然同意综合报告面临着突破广泛应用和使用瓶颈的挑战。

他/她认为时机在市场上非常重要：与其与年终结果竞争，综合报告可以作为一份文件，对公司进行更加周密谨慎的述评，并带有适当的严肃性。他/她说道：“也许从投资者的角度来看，的确应该对公司投资者系统运作的方式进行全面的重新思考。我们需要重新思考整个体系运作的方式，把这引入这一体系中，这也是建议的做法。也许可以在每年不同的时间点进行回顾，用一种更加综合的视角看待问题。”（OU9）从这里开始，显然综合报告仍然被视为一份单独的报告文件，即便它的应用和使用已经变得更加广泛，但它的目标是成为一份单一公司报告文件。

虽然由于与第一组受访者提到的那些相似阻碍因素，更主流的提供者/用户对综合报告的广泛使用持怀疑态度，但那些更加以道德投资和 ESG 相关活动为导向的提供者/用户则表达了更加积极的观点。比如，一位 ESG 投资经理 OU2 说道，“你已经获得了主流投资者报告，然后你获得了负责任投资报告。我觉得在这一方面有许多工作要做；显然投资者也需要参与才对……衡量环境和社会影响对于那些拥有复杂多资产组合的投资者来说极具挑战性，所以这是一个过程。当我和资产管理者、主流投资官和分析师交谈的时候，负责任投资团队和主流人群之间是有交集和互动的，因此关于综合报告能否解决这些问题的辩论似乎会变得越来越充实。”此外，另一位道德投资顾问 OU3 强调了“临界规模”的问题，比如让综合报告成为主流的使用程度，以及关于综合报告的话语。他/她说道：“我觉得如果它在那的话，这就是一个开始，不是吗？如果他们没有在年度报告和报表中看到它，那么……它就不在雷达范围内。他们不需要以它为基础对公司进行评估。但如果它在那儿的话，如果他们想，他们就能看见。”

一位可持续发展顾问 OU7 的观点也许对综合报告面临的挑战和一些用户的积极情绪进行了很好的总结，受访者说道：“我认为从 IIRC 的角度来看，他们面临着一个真正的挑战……让投资者群体得到那一领域群体的认可……我觉得 IIRC 真正需要做的是了解他们如何能够强化关于综合报告理念的讨论，企业需要以这样一种不同的方式来运转和运营，事实上，综合报告正是这样一种产物。”

4. 结论和总结

目前股权投资人（基金经理和分析师）和其他财务资本提供者/财务用户对综合报告看法不一。有些证据表明一些买方基金经理使用并需要综合报告，但这并不是普遍现象。同样的，可能正如预期的那样，一些特定的 ESG 经理、分析师和其他提供者/用户是综合报告的支持者，认为综合报告通过整合与战略相关的资本（特别是自然资本）能够导向更有意义的 ESG 披露。对比而言，其他主流基金经理和卖方股票分析师在通过本研究接触综合报告之前，整体上并不了解或熟悉综合报告。这也反映在他们当前缺乏对综合报告的需求，以及看不到综合报告对他们的有用性。除此之外，受访者认识到需要更加关注综合报告以及报告的质量和可比性，以便将战略、风险和 KPI 指标持续地联系起来。通过这些采访，所有受访者现在都了解了综合报告及其作为一份概括了年度报告的单一报告或作为年度报告的一部分，对战略、资本和价值创造的关注，但关于它在实际应用中的误解和疑问仍然明显存在。

研究突出了一个关键的挑战：当前不管在机构内部，还是外部与客户的沟通，或是在更广泛的资本市场活动中，都缺乏对综合报告在实践中普遍使用和探讨。尽管编制者向市场提供的报告可以帮助综合报告达到足够的数量从而激发人们对它的普遍认识，但还有一个更加严苛的挑战来自于股票市场内部的文化以及股票分析师以短期激励为导向的需求。为了解决这一问题，买方基金经理应将他们的关注点转移到综合报告上并提出切实需求。除此之外，下列问题也需要解决。

- 综合报告信息是否会在内部和外部会议上被明确提及？
- 资本市场介绍中综合报告占多少？
- 综合报告是否被包括在会议议程中？

如果因为市场对综合报告的需求和兴趣提高，综合报告对股本投资人和其他资金提供者/用户的

有用性和相关性使其成为主流，那么关于综合报告中术语的担忧将会消散。尽管当前已经发现的许多问题反映了资本市场上短期和长期目标、文化和激励机制之间的对立形势，这些也是 IIRC 和综合报告作为一种公司报告工具所面临的基本挑战。如果综合报告想要以市场为导向可持续发展，而不是在公司报告历史中昙花一现，那就必须克服这些挑战。

作者认为本研究代表着对全球股票市场参与者和其他资金提供者/用户对综合报告态度的最广泛深入的探索。在本报告结束之时，可以根据研究收集的发现做出下列几点评论和建议。

4.1 结论 1

当前的公司报告模式有着明显的限制。这是因为年度报告被认为过度关注历史信息，因此很少包含具有决策重要性的陈述内容或非财务信息，因为存在战略遏制因素。

通过对股权投资人和其他资金提供者/用户两组受访者的采访，有足够的证据表明除了确证性外，当前越来越冗杂的公司陈述式报告对用户的价值越来越小。这在一定程度上反映了报告中战略、关键相关风险和 related KPI 指标之间缺乏连通性，因此陈述式披露报告的各个部分通常会被视为割裂孤立地存在，对决策的作用非常有限。除了财务报告外，几乎没有证据表明这些自愿性报告有重大意义，且主流股票市场参与者几乎从没不会阅读这些报告。这种颓势引发了企业高层和机构接受一些新的倡议，包括综合报告，认为这些倡议有可能创造一种更加集中、互联和重要的报告环境。

编制者采用综合报告速度往往不同，正如部分受访者所指出的，除了当前的年度报告，他们觉得可能没有必要进一步披露关于战略的信息，尤其是指出关键战略风险和 related KPI 指标。

这在一定程度上可能是因为惯性和保守（或者模板化披露的使用）。对商业敏感信息的担忧可能也解释了为什么人们会抵制颗粒度更高、连通性更强以及可能更具有决策相关性的披露。如果有证据表明股本投资者和其他资金提供者需要综合报告，如果或当综合报告实施者被用户视为公司报告领域的最佳实践时，企业可能会更加积极地改变它们的报告实践，更加全面地实施综合报告。

4.2 结论 2

由于对传统报告的厌倦，用户现在需要的是更具有相关性、重点更突出和重要性更高的报告。在向他们解释了综合报告，或在他们浏览过 IIRC 网站后，很多受访者对一些重要观点和主题做出了积极的响应（但是是从假设的角度而非实践角度）。

很明显市场需要一种颗粒度更高和决策相关性更强的公司报告。从本研究进行过程中开展的诸多对话可以明确看出，任何倡议只要承诺能够提高信息的质量和连通性原则上就可以得到较好的认可和接受。受访者明确地需要相关性更强和重点更集中的披露以及一种支持在报告与投资者相关的风险、战略和特定决策事项（例如 KPI 指标）体现重要性的报告文化。如果一种报告文化仅披露大概或非颗粒度化的事项，那它对财务资本提供者几乎没有直接的用处，相应地，很多人依靠他们积累的行业知识，而这些知识并没有在年度报告或其他以网络为基础的报告等公开报告工具中体现。

4.2.1 建议

根据上述两个结论，未来的实证研究应该注重确立综合报告对市场的益处，比如由于综合报告重点明确，信息连通，因为报告质量和透明度提高（例如 Barth 等人，2013 年；Zhou 等人，2016 年），从而降低资本成本和降低风险溢价。

除了诸如研究过程中开展的直接用户参与活动外，目前关于综合报告对资本市场的收益以及综合报告广泛实施的收益的实证研究还非常有限。如果这些价值相关性益处能够更加明确的话，那么不仅从编制者的角度来看，企业实施综合报告的积极性会更高，而且从用户的角度来看，他们对综合报告的需求可能会更高。此外，对综合报告重心的担忧在于，综合报告没有实现它的潜力，会变得过度关注财务资本，而且会因为过度看重财务推动因素在确定未来资本市场需求格局中的作用而将其他资本边缘化。

4.3 结论 3

当前综合报告在资本市场和其他财务用户中的渗透和探讨程度较低，这反映了他们当前对综合报告的需求程度以及缺乏广泛的参与。在这一方面有一些明显的例外，即那些更加熟悉 ESG 相关事项的受访者和那些在公司或机构综合报告发展过程中有高层参与的受访者。

在研究期间，很明显大部分权益投资者和其他资金提供者/财务用户都不熟悉或没有听说过综合报告。尽管他们都对当前的报告持批评意见，但他们都非常熟悉年度报告这种确证性文件。在采访中，没有任何证据表明受访者对综合报告的熟悉程度与他们的投资立场或策略（例如被动或主动基金管理和相关投资时间范围）有关，而更有可能是因为他们自己的投资组合中的一个职能与负责任投资的 ESG 导向披露需求直接相关。其他熟悉综合报告的受访者往往在框架咨询和制定阶段充当着代表的角色。其他财务用户同样也明显不熟悉综合报告，除了那些参与 ESG 或道德财务相关活动的受访者，他们已经比较熟悉综合报告，并且积极地使用可持续发展和其他更广泛的社会和环境报告。

对综合报告的不熟悉还体现在一种错误的认识上，一些受访者认为综合报告是一种以合规为基础的框架，因此要求公司披露更多与六项资本中每项资本相关的战略、风险和关键 KPI 指标信息。与此相关的是一个期望，对一些受访者来说，综合报告模板可以帮助提高报告的可比性。框架明确规定报告应该反映公司的战略和价值创造。因此，综合报告应该避免模板化的报告要求，相反，框架中推崇的原则鼓励公司更加全面地反映和解读他们的战略他们对相关资本的使用，以及价值创造过程中的相关风险。

4.3.1 建议

为了帮助提高对综合报告的熟悉程度和相关讨论，需要将综合报告更加稳固地确立在权益投资者和其他资金提供者/财务用户的职责范围内。需要更加明确地向用户阐明综合报告作为一种公司报告，能够从公司层面反映战略、风险、价值创造以及资本的相关性的独特性。可以对此起到推动作用的方法包括在客户会议上增加对综合报告的使用，买方基金经理或那些参与可持续发展报告的人

作为变革代理人来提出相关议程。正如一位参与者所思考的，如果综合报告在那里，它就会被人们谈论，就会得到更加明确的理解，但目前会议上缺乏综合报告的身影，这意味着人们不会注意到它，甚至有可能误解它。鉴于综合报告在其发展阶段得到了机构的大力支持，此类议程设置和综合报告在内部和外部投资者会议上的使用倡议可能会得到高层的积极鼓励和支持。

进一步的挑战是如何增加综合报告在资本市场演示中的覆盖度和关注度。结果日演示的一个共同特征是迫不及待地冲向市场，与去年的报告日持平或超过去年。鉴于在这一时期难以获得关注和对结果的注重，更多的思考应该放在确立综合报告的地位，以及反思财报季之外其他资本市场活动的战略和关键风险。

这可以作为一个平台，通过它来更加全面的引入综合报告，向公司分析师和基金经理解释它的价值，包括 KPI 指标报告的一致性、风险监督和关键风险信号灯报告，以及利用资本模型来思考长期价值推动因素和企业基础战略。

4.4 结论 4

卖方的短期目标会阻碍他们实施综合报告。由于卖方通常是报告信息的第一用户，要想刺激他们对综合报告的需求，卖方文化需要发生变化，以及更多统一的证据表明买方对综合报告需求的增加，反映他们对综合报告的使用。

2012 年 Kay 的述评 (Kay Review) 的一个主要方面是对短期主义投资决策的批评，它指出，“股权投资中介的爆炸式发展”已经“导致投资者的成本增加，这有可能进一步导致激励措施的错位以及从中介，而给最终投资者的视角看待市场有效性” (Kay, 2012: 10)。这种批评可能是公平的，因为卖方参与者拥有短期激励，相应地，他们往往可能会为了将自己的短期奖励最大化而忽视投资者的长期需求。在强调“英国公司投资者的集体参与”的必要性的同时，Kay (2012: 13) 指出，由于卖方分析师和基金经理等投资中介所受激励的性质，短期主义会抑制投资者的参与程度。

综合报告的全部意义在于解释和描述一家公司的长期价值创造推动因素。如果交易者和那些卖方参与者受到了短期激励，他们往往不太可能注意到中长期价值推动因素，这有可能制约了一些重要的市场参与者对综合报告的兴趣，包括但不限于卖方参与者。在卖方的这种激励机制得到解决之前，这将会损害最终投资者（例如退休基金或单位信托）的利益，受益的则是那些更加短视的卖方参与者。Humphrey 等人 (2015: 4) 指出当前的财务资本提供系统强调“短期优先于长期”，并质疑综合报告能否“满足长期财务资本提供者以市场为导向的信息需求”。如果关键市场参与者对综合报告没有长期需求，那么这显然对综合报告的广泛实施带来了威胁。

4.4.1 建议

综合报告旨在为长期价值创造提供具有价值相关性的信息披露，提高有助于决策的信息的质量。虽然一些市场部门可能拥有长期视野，但卖方参与者对短期事项的明显重视意味着综合报告在广泛需求和使用方面面临着根本性的挑战。因此，IIRC 需要通过其投资者网络和其他支持性机构向机构持续施压，以长期可持续发展价值为基础进行投资决策。相应地，买方基金经理应该提高他们的参与程度，促使卖方分析师在他们的报告以及研究笔记中对更广泛的风险和业绩指标的思考中，更多

地使用长期价值指标。尽管从短期来看，市场力量几乎不会发生任何改变，但如果能够循序渐进，逐步改变，以一种更加全面的方法来进行投资决策，就会加快和增加综合报告的需求和使用。

4.5 结论 5

受访者对框架中的六项资本普遍存在误解和质疑。受访者对这些资本的报告提出了怀疑，这在一定程度上是因为当前缺乏综合报告的任何报告模板。他们担心报告者可以衡量任何指标，说任何他们想说的话，这有可能是因为市场缺乏对这些资本的报告需求，特别是自然资本，但资本在综合报告的演变过程中具有重要的历史意义且与战略和长期价值创造具有情境相关性。人们对这一倡议的普遍反应可能限制和抑制了对这六项资本的报告实践，除非能够就每项资本的报告方式达成一致意见，确保各企业对这些资本的报告具有长期一致性。受访者提出了如何把资本报告分解成 KPI 以及企业报告的长期可比性的问题，这可能也预示着框架这一部分的实施将会遭遇普遍的失败。此外，由于一些受访者缺乏对综合报告的了解，他们认为所有资本，即使那些与公司无关的资本都需要报告，因此会导致不必要的报告。

4.5.1 建议

基于相关证据，六项资本模型似乎应该得到更好的解释，特别是像一些受访者所说的，应该去掉与综合报告相关的专业术语。尽管一些参与者认为一旦人们理解了这些资本的意义，参与和使用的阻碍因素也会消失，另一些人却质疑由于这些资本明显属于专业术语，它们究竟能否应用在综合报告中。虽然受访者了解财务资本的性质，但其他资本的提及和使用以及它们的相互关系在采访中还是更难确定。为了帮助推动六项资本的理解和应用以及它们与长期价值和决策的直接相关性，受访者要求对这些资本给出更加明确的指导和示例，特别是它们与投资决策的直接相关性。

这些可以通过那些已经实施综合报告的公司他们的资本市场演示中展示出来，表明六项资本在识别基本风险、关键价值推动因素和长期价值创造以及 KPI 指标监控中的相关性和用途。这将会进一步突出对与关键风险匹配的相关 KPI 指标进行长期持续报告的必要性，确保（正如框架指导原则设想的那样）报告可比性成为综合报告的一个特征，从而进一步推动其对市场参与者的决策有用性。

4.6 总结

总体而言，从大量权益投资者和其他资金提供者/财务用户中收集的证据似乎可以表明，综合报告若想成功地成为主流报告框架，则必须有持续增长的市场需求。就目前来看，虽然综合报告在财务资本提供者中有一定的使用度和熟悉度，但似乎多数存在于那些参与特定 ESG 或道德相关投资/决策事项，对更加广泛的可持续发展报告已经比较熟悉的参与者，以及那些在公司或机构层面的综合报告发展和形成过程中有所参与的群体。目前几乎没有证据表明主流基金经理或卖方分析师使用或需要综合报告。尽管如此，大多数受访者的确认为当前公司报告有必要进行改革，提高战略、风险和商业价值推动因素之间的连通性。若想实现综合报告的这一潜力，则需要克服巨大的市场文化挑战。如果市场对综合报告的需求提高，则会进一步要求编制者对此类报告进行更全面的实施。如果综合报告得到了足够全面的应用，资金提供者将会向其余报告者进一步施压，要求编制同等水平和富有意义的披露报告。

参考文献

- Abdolmohammadi, M., Simnett, R., Thibodeau, J.C. and Wright, A.M. (2006), 'Sell-side Analysts' Reports and the Current External Reporting Model', *Accounting Horizons*, 20: 375–89.
- Abeysekera, I. (2013), 'A Template for Integrated Reporting', *Journal of Intellectual Capital*, 14 (2): 227–45.
- ACCA (2012), *Re-assessing the Value of Corporate Reporting* <www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/financial-reporting/reassessing-value.pdf>, accessed 11 February 2014.
- ACCA (2013), *Understanding Investors: Directions for Corporate Reporting* <www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/financial-reporting/pol-afb-ui02.pdf>, accessed 10 June 2014.
- ACCA, IAAER and IIRC (2013), *Call for Research Proposals: Integrated Reporting* <www.files.iaaer.org/research/ACCA_IIRC_IAAER_CFP.pdf?1424099037>, accessed 31 January 2014.
- Accounting Standards Steering Committee (1975) *The Corporate Report, discussion paper* <www.ion.icaew.com/ClientFiles/6f45ef7e-1eff-41ff-909e-24eeb6e9ed15/The%20Corporate%20Report2.pdf>, accessed 28 November 2015.
- Adams, C. A. (2015), 'The International Integrated Reporting Council: A Call to Action', *Critical Perspectives on Accounting*, 27: 23–8.
- Adams, C. A. and Frost, G. (2008), 'Integrating Sustainability Reporting into Management Practices', *Accounting Forum*, 32 (4): 288–302.
- Aerts, W. (1994), 'On the Use of Accounting Logic as an Explanatory Category in Narrative Accounting Disclosures', *Accounting, Organizations and Society*, 19 (4–5), 337–53.
- Aerts, W. (2005), 'Picking Up the Pieces: Impression Management in the Retrospective Attributional Framing of Accounting Outcomes', *Accounting, Organizations and Society*, 30 (6): 493–517.
- Amir, E. and Lev, B. (1998), 'Value-relevance of Non-financial Information: The Wireless Communication Industry', *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1–3), 3–30.
- Armitage, S. and Marston, C. (2008), 'Corporate Disclosure, Cost of Capital and Reputation: Evidence from Finance Directors', *The British Accounting Review*, 40 (4): 314–36.
- Barker, R. G. (1998), 'The Market for Information – Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers', *Accounting and Business Research*, 29 (1): 3–20.
- Barker, R., Hendry, J., Roberts, J. and Sanderson, P. (2012), 'Can Company-Fund Manager Meetings Convey Informational Benefits? Exploring the Rationalisation of Equity Investment Decision Making by UK Fund Managers', *Accounting, Organizations and Society*, 37 (4): 207–22.
- Barth, M.E., Kasznik, R. and McNichols, M.F. (2001), 'Analyst Coverage and Intangible Assets', *Journal of Accounting Research*, 39 (1): 1–34.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y. and Landsman, W.R. (2013), 'Cost of Capital and Earnings Transparency', *Journal of Accounting and Economics*, 55 (2–3): 2016–224.
- Barton, D. (2011), 'Capitalism for the Long Term', *Harvard Business Review*, 89 (3): 84–91.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R. and Neal, T. L. (2009), 'The Audit Committee Oversight Process', *Contemporary Accounting Research*, 26 (1): 65–122.
- Beyer, A., Cohen, D., Lys, T. and Walther, B. (2010), 'The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature', *Journal of Accounting and Economics*, 50: 296–343.
- Boyatzis, R.E. (1998), *Transforming Qualitative Information: Thematic Analysis and Code Development* (Thousand Oaks, London and New Delhi: SAGE Publications).
- Bozzolan, S., Trombetta, M. and Beretta, S. (2009), 'Forward-Looking Disclosures, Financial Verifiability and Analysts' Forecasts: A Study of Cross-Listed European Firms', *European Accounting Review*, 18 (3): 435–73.
- Breton, G. and Taffler, R. J. (2001), 'Accounting Information and Analyst Stock Recommendation Decisions: A Content Analysis Approach', *Accounting and Business Research*, 31: 91–101.
- Brown, J. and Dillard, J. (2014), 'Integrated Reporting: On the Need for Broadening Out and Opening Up', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27 (7): 1120–156.
- Brown, L. D., Call, A. C., Clement, M. B. and Sharp, N. Y. (2014), 'Skin in the Game: The Inputs and Incentives that Shape Buy-Side Analysts' Stock Recommendations', *working paper* <http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2458544>, accessed 15 November 2014.
- Buchanan, D., Boddy, D. and McCalmam, J. (1988), 'Getting In, Getting On, Getting Out, and Getting Back', in Bryman, A. (ed.), *Doing Research in Organisation* (London and New York: Routledge), 53–67.
- Burritt, R.L. and Schaltegger, S. (2010), 'Sustainability Accounting and Reporting: Fad or Trend?', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 23 (7): 829–46.
- Bushee, B. and Noe, C. (2000), 'Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors and Stock Return Volatility', *Journal of Accounting Research*, 38 (3): 171–202.
- Campbell, D.J. and Slack, R.E. (2008), *Narrative Reporting: Analysts' Perceptions of its Value and Relevance*, ACCA Research Report 104 <www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/narrative-reporting/rr-104-001.pdf>, accessed 10 February 2014.
- Campbell, D.J. and Slack, R.E. (2011), 'Environmental Disclosure and Environmental Risk: Sceptical Attitudes of UK Sell-side Bank Analysts', *The British Accounting Review*, 43 (1): 53–64.
- Cascino, S., Clatworthy, M., Garcia Osma, B., Gassen, J., Inam, S. and Jeanjean, T. (2013), *The Use of Information by Capital Providers: Academic Literature Review*, <www.efrag.org/files/Academic%20Research/EFRAG_ICAS_27-12-17.pdf> accessed 28 May 2014.
- Chan, C. and Milne, M. J. (1999), 'Investor Reactions to Corporate Environmental Saints and Sinners: An Experimental Analysis', *Accounting and Business Research*, 29 (4): 265–79.
- Cheng, M., Green, W., Conradie, Konishi, P. and Romi, A. (2014), 'The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities', *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25 (1): 90–120.
- Chew Jr., D. H. (2015), 'A Message from the Editor', *Journal of Applied Corporate Finance* 27 (2): 2–3.
- Clatworthy, M. and Jones, M. J. (2003), 'Financial Reporting of Good News and Bad News: Evidence from Accounting Narratives', *Accounting and Business Research*, 33 (3): 171–85.
- Clatworthy, M. and Jones, M. J. (2006), 'Differential Patterns of Textual Characteristics and Company Performance in the Chairman's Statement', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (4): 493–511.
- Cohen, J., Holder-Webb, L., Nath, L. and Wood, D. (2011), 'Retail Investors' Perceptions of the Decision-Usefulness of Economic Performance, Governance and Corporate Social Responsibility Disclosures', *Behavioral Research in Accounting*, 23: 109–29.
- Coram, P. J., Mock, T. J. and Monroe, G. S. (2011), 'Financial Analysts' Evaluation of Enhanced Disclosure of Non-financial Performance Indicators', *The British Accounting Review*, 43 (2): 87–101.
- Deegan, C. and Rankin, M. (1997), 'The Materiality of Environmental Information to Users of Annual Reports', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10: 562–83.
- Deloitte (2011), *Integrated Reporting. A Better View?* <www.iasplus.com/>

en/binary/sustain/1109integratedreportingview.pdf>, accessed 12 June 2014 .

de Villiers, C., Rinaldi, L. and Unerman, J. (2014), 'Integrated Reporting: Insights, Gaps and an Agenda for Future Research', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27 (7), 1042–67.

de Villiers, C., Rinaldi, L. and Unerman, J. (2015), 'Call for papers: Special Issue on Case Study Insights from the Implementation of Integrated Reporting', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, <www.emeraldgroupublishing.com/products/journals/call_for_papers.htm?id=6194>, accessed 14 March 2016.

de Villiers, C. and van Staden, C.J. (2010), 'Shareholders' Requirements for Corporate Environmental Disclosures: A Cross Country Comparison', *The British Accounting Review*, 42 (4) : 227–40.

Druckman, P. and Fries, J. (2010), 'Integrated Reporting: The Future of Corporate Reporting' in Eccles, R.G., Cheng, B. and Saaltzman, D. (eds), *The Landscape of Integrated Reporting*, (Massachusetts: the President and Fellows of Harvard College) , 81–5.

Easterby-Smith, M., Thorpe, R. and Lowe, A. (1991), *Management Research: An Introduction* (London: SAGE Publications) .

Eccles, R., Herz, R., Keegan, M. and Phillips, D. (2001), *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game* (New Jersey: John Wiley) .

Eccles, R. and Krzus, M. (2010), *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy* (New Jersey: John Wiley) .

Eccles, R., Krzus, M and Ribot, S. (2015), 'Meaning and Momentum in the Integrated Reporting Movement', *Journal of Applied Corporate Finance*, 27 (2) : 8–17.

EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group), the Autorité des Normes Comptables (ANC) and the Financial Reporting Council (2012), *Towards a Disclosure Framework for the Notes*, discussion paper (Brussels: EFRAG) .

Elkington, J. (1998), *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, (Gabriola Island and Stony Creek, CT: New Society Publishers) .

EY (2014), *Integrated Reporting. Elevating Value* <www.ey.com>, accessed 23 May 2015.

Flamholtz, E.G., Bullen, M.L. and Hua, W. (2002), 'Human Resource Accounting: A Historical Perspective and Future Implications', *Management Decision*, 40 (10) : 947–54.

Flöstrand, P. and Ström, N. (2006), 'The Valuation Relevance of Non-financial Information', *Management Research News*, 29 (9) : 580–97.

Flower, J. (2015), 'The International Integrated Reporting Council: A Story of Failure', *Critical Perspectives on Accounting*, 27: 1–17.

FRC (Financial Reporting Council) (2011), *Cutting Clutter; Combating Clutter in Annual Reports*, <www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/FRC-Board/Cutting-Clutter-Combating-clutter-in-annual-reports.pdf>, accessed 10 February 2014.

FRC (Financial Reporting Council) (2012), *Thinking about Disclosures in a Broader Context, A Road Map for a Disclosure Framework*, <www.frc.org.uk/getattachment/99bc28b2-c49c-4554-b129-9a6164ba78dd/Thinking-about-disclosures-in-a-broader-context.aspx>, accessed 10 February 2014.

[Forum for Sustainable and Responsible Investment](http://www.ussif.org/sribasics), <www.ussif.org/sribasics>, accessed 14 March 2016.

GRI (2013), *The Sustainability Content of Integrated Reports – a Survey of Pioneers* <www.globalreporting.org/resource/library/GRI-IR.pdf>, accessed 16 February 2014.

Haller, A. and van Staden, C. (2014), 'The Value Added Statement – An Appropriate Instrument for Integrated Reporting', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27 (7) : 1190–216.

Harte, G., Lewis, L. and Owen, D. (1991), 'Ethical Investment and the Corporate Reporting Function', *Critical Perspectives on Accounting*, 2: 227–53.

Higgins, C., Stubbs, W. and Love, T. (2014), 'Walking the Talk (s) : Organisational Narratives of Integrated Reporting', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27 (7) : 1090–

119.

Holm, C. and Rikhardsson, P. (2008), 'Experienced and Novice Investors: Does Environmental Information Influence Investment Allocation Decisions?', *European Accounting Review*, 17: 537–57.

Hopwood, A.G., Unerman, J. and Fries, J. (eds) (2010), *Accounting for Sustainability. Practical Insights* (London: Earthscan) .

Humphrey, C., O'Dwyer, B. and Unerman, J. (2015), 'The Rise of Integrated Reporting: Understanding Attempts to Institutionalize a New Corporate Reporting Framework' (paper presented at The British Accounting and Finance Association Conference, Manchester, April 2015) .

ICAEW (Institute of Chartered Accountants in England and Wales) (2009), *Developments in New Business Reporting Models*, <www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/financial%20reporting/information%20for%20better%20markets/ifbm/developments%20in%20new%20reporting%20models.ashx>, accessed 9 May 2015.

ICAS (2010), *Making Corporate Reports Readable* (Edinburgh: ICAS) .

IIRC (International Integrated Reporting Council) (2013a), *The International <IR> Framework*, <www.iirc.org>, accessed 4 June 2014.

IIRC (2013b), *Consultation Draft of the International <IR> Framework* <www.iirc.org>, accessed 24 March 2014.

IIRC (2013c), IIRC Council, meeting of 5 December 2013 <www/integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/COUNCIL-20131205-ITEM-4b-STRATEGY.pdf>, accessed 17 May 2015.

Imam, S., Barker, R. and Clubb, C. (2008), 'The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts', *European Accounting Review*, 17 (3) : 37–41.

Jones, M. J. and Solomon, J. F. (2010), 'Social and Environmental Report Assurance: Some Interview Evidence', *Accounting Forum*, 34 (1) : 20–31.

Juravle, C. and Lewis, A. (2008), 'Identifying impediments to SRI in Europe: a review of the practitioner and academic literature', *Business Ethics: A European Review*, 17 (3) : 285-310) .

Kay, J. (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long Term Decision Making* (London: Crown) .

KPMG (2011), *Integrated Reporting. Performance Insight Through Better Business Reporting, Issue 1* <www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/road-to-integrated-reporting.pdf>, accessed 10 October 2014.

KPMG (2012), *Integrated Reporting. Performance Insight Through Better Business Reporting, Issue 2* <<https://www.kpmg.com/AU/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Better-Business-Reporting/Documents/integrated-reporting-issue-2.pdf>>, accessed 11 October 2014.

Laughlin, R.C. (1991), 'Environmental Disturbances and Organizational Transitions and Transformations: Some Alternative Models', *Organization Studies*, 12 (2) : 209–32.

Miles, M. B. and Huberman, A. M., (1994), *Qualitative Data Analysis* (Thousand Oaks: SAGE Publications) .

Milne, M. and Chan, C. (1999), 'Narrative Corporate Social Disclosures: How Much of a Difference do they Make to Investment Decision-making?', *The British Accounting Review*, 31: 439–57.

Murray, A., Sinclair, D., Power, D. and Robb, G. (2006), 'Do Financial Markets Care about Social and Environmental Disclosure?', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (2) : 228–55.

Orens, R. and Lybaert, N. (2010), 'Determinants of Sell-Side Financial Analysts' Use of Non - financial Information', *Accounting and Business Research*, 40 (1) , 39–53.

Owen, G. (2013), 'Integrated Reporting: A Review of Developments and their Implications for the Accounting Curriculum', *Accounting Education: An International Journal*, 22 (4) : 340–56.

Pettigrew, A. (1992), 'On Studying Managerial Elites', *Strategic Management Journal*, 13 (2) : 163–82.

[Principles for Responsible Investment, issued 2006](http://www.unpri.org/introducing-responsible-investment/), <www.unpri.org/introducing-responsible-investment/>, accessed 14 March 2016.

PwC (PricewaterhouseCoopers) (2010), *Integrated Reporting. What Does Your Reporting Say About You?* <www.pwc.co.uk/assets/pdf/integrated-reporting-what-your-reporting-says-about-you.pdf>, accessed 21 May, 2015.

- Radley Yeldar (2011), *The Value of Extra-financial Disclosure: What Investors and Analysts Said* (London, UK: Radley Yeldar, GRI and A4S) .
- Reuter, M. and Messner, M. (2015), 'Lobbying on the Integrated Reporting Framework', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28 (3) : 365–402.
- Roberts, J., Sanderson, P., Barker, R. and Hendry, J. (2006), 'In the Mirror of the Market: The Disciplinary Effects of Company/Fund Manager Meetings', *Accounting, Organizations and Society*, 31 (3) , 277–94.
- Rowbottom, N. and Locke, J. (2016), 'The Emergence of <IR>', *Accounting and Business Research*, 46 (1) : 83–115.
- Sakakibara, S., Hansson, B., Yasano, T. and Kozumi, H. (2010), 'Analysts' Perceptions of Intellectual Capital Information', *Australian Accounting Review*, 54 (20) : 274–85.
- Schleicher, T., Hussainey, K. and Walker, M. (2007), 'Loss Firms' Annual Report Narratives and Share Price Anticipation of Earnings', *The British Accounting Review*, 39 (2) : 153–71.
- Serafeim, G. (2015), 'Integrated Reporting and Investor Clientele', *Journal of Applied Corporate Finance*, 27 (2) , 34–51.
- Solomon, J. and Maroun, W. (2014), *Reporting Pre- and Post-King III: What's the Difference?* <www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/integrated-reporting/tech-tp-wtd.pdf>, accessed 2 April 2015.
- Solomon, J. and Solomon, A. (2006), 'Private, Social, Ethical and Environmental Disclosure', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (4) : 564–91.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D. and Joseph, N. L. (2011), 'Private Climate Change Reporting: An Emerging Discourse of Risk and Opportunity?', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24 (8) : 1119–48.
- Stevenson, N., (2011), 'New Dawn for Reporting', *ACCA Accountancy Futures*, 3: 10–12 <www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/03/acca1.pdf>, accessed 15 May 2015. .
- Stewart, L. (2015), 'Understanding Corporate Performance: Investor Demand for ESG Standards, Executive Summary', *Journal of Applied Corporate Finance*, 27 (2) : 5–6.
- Stubbs, W. and Higgins, C. (2014), 'Integrated Reporting and Internal Mechanisms of Change', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27 (7) , 1068–89.
- Stubbs, W., Higgins, C., Milne, M. and Hems, L. (2015), 'Financial Capital Providers' Perceptions of Integrated Reporting', *working paper* <www.papers.ssrn.com/sol3/papers/>, accessed 19 July 2015.
- Thomas, A. (2004), *A Tale of Two Reports* <www.pwc.blogs.com/corporatereporting/files/a_tale_of_two_reports.pdf>, accessed 19 March 2016.
- Thomson, I. (2015), 'But Does Sustainability Need Capitalism or an Integrated Report, a Commentary on "The International Integrated Reporting Council: A Story of Failure" by Flower, J.', *Critical Perspectives on Accounting*, 27: 18–22.
- UBS (2012), *What is Integrated Reporting?* <www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2012/06/UBS-What-Is-Integrated-Reporting.pdf>, accessed 10 June 2014.
- van Bommel, K. (2014), 'Towards a Legitimate Compromise?', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27 (7) : 1157–89.
- Young, J. (2006), 'Making up Users', *Accounting, Organizations and Society*, 31: 579–600.
- Zhou, S., Simnett, R. and Green, W. (2016), 'Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?'. *Abacus* (forthcoming) <www.afaanz.org/openconf/2015>, accessed 17 July 2015

附录

综合报告研究：采访问题概览

简介

- 简要概括研究目的——聚焦综合报告的使用和有用性/相关性以及框架的认知/更广泛的渗透。
- 简要概括“负责任资本主义”的发展和以叙述为基础的报告/与战略和长期价值创造的联系以及投资者/财务资本提供者的信息需求。

采访问题

- 你的工作职责是什么（买方/卖方）；主流或 SRI；投资策略（主动/被动）？
- 你的职位/决策层次有多高？
- 你如何使用年度报告和其他公司报告文件？你对公司报告的信息需求？
- 在接受这次采访之前，你听说过综合报告吗，或者你对综合报告有多熟悉？
- 关于综合报告对你的有用性和你对综合报告的使用，你的初步观点是什么？你觉得投资者是主要受众吗？
- 从综合报告网站和你对综合报告的评估，你对战略和风险与商业模式的关联，以及报告的连通性有什么看法？这能否展示一家企业是如何创造价值的？
- 各项资本以及它们与价值创造的联系对你有什么相关性？
- 综合报告中风险信息有什么相关性，你觉得价值创造中的重大风险信息会在披露时被重点标注出来吗？
- 市场对 ESG 报告的期望/态度及其相关性是否有变？财务报告、可持续发展和治理之间的联系对你来说是一个问题吗？
- 没有统一的模板，但每个公司都有自己的综合报告，这个会有问题吗？
- 综合报告如何才能成为主流，阻碍它成为主流的因素是什么？
- 综合报告是否应该成为年度报告的一部分？如果把综合报告作为资本市场演示中的一个特定部分，是否有用？
- 你参加或了解过关于综合报告的培训/内部课程/信息吗？综合报告在机构内的传播情况如何？它会出现在客户会议或议程上吗？
- 你认为综合报告在资本市场上的使用和有用性会达到临界规模吗？

PI-USE-USEFULNESS-IR

ACCA [The Adelphi 1/11 John Adam Street London WC2N 6AU United Kingdom / +44 \(\(0\)\) 20 7059 5000 / www.accaglobal.com](https://www.accaglobal.com)