

「漂綠行為及其對企業營運績效之影響」

- 柯文乾/國立臺北大學金融與合作經營學系教授
- 羅珮洳/國立臺北大學金融與合作經營學系碩士畢業生
- 詹場/法鼓文理學院人文社會學群教授暨國立臺北大學金融與合作經營學系教授
- 邱健嘉/國立政治大學財務管理系助理教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 147 期(2025 年 9 月出版)

企業永續發展已成為全球資本市場的重要議題。隨著投資人與監管機關高度重視環境、社會與治理（ESG）議題，企業紛紛透過永續報告書與實際投入展現相應的承諾。然而，部分企業僅止於象徵性地揭露、缺乏實質的作為，形成所謂「漂綠」(greenwashing)。漂綠行為可以營造短期形象，但長期將導致資訊不對稱、信任崩解與聲譽風險。本研究為臺灣少數以量化方法檢驗漂綠行為對企業營運績效影響之實證研究，期望能揭示漂綠現象的經濟後果，並對政策與實務提供貢獻。

壹、研究動機

在全球永續轉型浪潮下，ESG 揭露已成為企業吸引資金與建立信譽的重要途徑。各國監管機關持續強化永續資訊揭露規範，以確保市場能正確判讀企業的永續性。然而，永續揭露的制度化過程亦衍生新挑戰：當法規要求逐步嚴格而外部壓力升高，部分企業傾向以象徵性行動應付監理與投資人期待，造成「有名無實」的漂綠現象。漂綠不僅誤導市場，更削弱 ESG 政策的公信力與推動效能。

臺灣近年亦積極回應此趨勢。金管會於 2024 年中發布《金融機構防漂綠參考指引》，明確界定漂綠為「在永續相關之聲明、行動或陳述中，提供無

法令人清楚理解或過於誇大之訊息，或僅選擇性揭露正面影響或缺乏證據支持其永續特徵之訊息，進而可能誤導金融消費者、投資人或其他市場參與者之判斷」。該指引要求金融機構及其商品揭露應真實正確、具證據支持、陳述清楚、資訊完整、不誤導市場，並鼓勵建立內部風險管理與第三方查核機制，以防止漂綠疑慮。政策亦明定，聲稱具永續特徵時應明確揭露比較方法、說明限制條件，且不得僅以碳抵換等手段宣稱環境永續。

然而，該項指引仍屬行政指導性質，缺乏強制性法律約束，實務上金融商品、投信投顧及保險業者仍存在資訊不對稱與揭露不一致的問題。此顯示臺灣在永續治理上的主要挑戰不僅在於制度設立，更在於如何防止規範流於形式，促使企業誠實揭露與實質落實。對於非金融產業而言，漂綠問題更隱晦，缺乏量化監測與市場評價機制。本研究因而嘗試建立可量化之漂綠指標，補足現有制度下對實質綠色落差的識別不足，進一步檢驗漂綠行為是否對企業經營之財務績效造成影響。

為此，本研究結合臺北大學與臺灣指數公司合作建立的「SEED 永續評鑑資料庫」，針對 2019 年至 2023 年臺灣上市櫃公司，區分象徵性行動與實質性行動，並以兩者差距構建漂綠指標。此指標能衡量企業永續揭露與實際執行間的落差，並進一步計算出「誇飾」（象徵高於實質）與「沉默」（實質高於象徵）分數，以分析不同型態之經濟效果。核心研究問題包括：（一）漂綠行為是否削弱企業績效？（二）沉默型永續是否反而創造價值？（三）公司治理是否能調節漂綠與績效之關聯性？藉此，我們希望釐清永續誠信與企業績效間的內在連結，並為主管機關建立量化監測工具提供學理基礎。

貳、研究結果

實證結果顯示，漂綠指標與企業營運績效呈顯著負相關，意即象徵行動比例愈高的企業，其資產報酬率（ROA）愈低。此結果說明，企業若僅停留於表層揭露，將無法獲得市場與投資人的長期認同。漂綠行為雖可能在短期內塑造形象，卻在中長期因信任崩解、聲譽受損與監管風險上升而影響獲利表現。進一步區分漂綠型態後，發現誇飾型漂綠顯著降低企業績效，而沉默型永續則有助於提升績效。此結果反映市場愈趨成熟，投資人能分辨企業的永續誠意，並以資本流向獎懲企業的行為。換言之，「多做少說」的企業往往獲得更高評價與經營效率，而「多說少做」的企業最終將面臨信任懲罰。

此外，從 ESG 三構面分析可知，漂綠行為在公司治理層面影響最為顯著。若企業僅在報告中強調董事會監督或治理制度，而缺乏具體執行成效，其營運表現下降幅度最大。反之，治理面實質行動如強化董事職能、資訊透明化與永續獎酬制度設計，則有助於提升績效。此一結果揭示治理為防範漂綠的核心關鍵。研究亦以 Tobin's Q 作為替代變數，並採 Gaussian Copula 方法校正潛在內生性，結果一致，證實漂綠行為確實導致營運與市場價值下降。整體而言，本研究提供清楚的實證證據，說明永續行為若未落實於實務，終將在經營績效上付出代價。

參、結論與政策建議

本研究雖以量化方式檢驗漂綠行為對營運績效的影響，但其目的不僅止於統計驗證，更希望對全臺上市櫃公司有所啟發。誠如 Edmans (2023) 所指出，企業善盡環境與社會責任，不應僅為符合法規或回應投資趨勢，而應將永續理念內化為經營核心。永續作為並非額外負擔，而是企業價值極大化的重要途徑。追求永續即是追求長期競爭力，若僅流於表面，制度設計再完善

亦難治本。漂綠行為的出現，可能源於有意的形象操作，也可能來自對永續監管制度要求的誤解。然而，制度的功能在於教育與引導。唯有讓企業理解漂綠的代價與誠信揭露的價值，方能從根本改變行為。當企業意識到遵循法規、回應社會期待不僅是外在壓力，而是經營責任與市場契機，永續發展才能從形式轉化為文化。

因此，本研究提出以下政策與實務建議。第一，強化永續揭露的真實性與可驗證性。主管機關應建立統一揭露準則與第三方查核制度，要求企業提供可檢核的數據與查核意見，並對違反揭露誠信者施以明確懲處。同時，鼓勵誠實揭露與實質投入的企業，建立正向誘因與評級獎勵，形成市場自我篩選機制。第二，提升公司治理在永續推動中的角色。董事會應明確將永續績效納入經營目標與獎酬制度，確保永續策略能落實於組織運作，而非停留於報告層次。可考慮設立永續委員會或指定獨立董事負責監督 ESG 議題，強化決策層對永續責任的問責機制。第三，推動企業文化由「遵從」走向「內化」。政府與產業界可透過教育訓練、案例分享與指標透明化，促進企業將永續觀念融入經營思維。短期而言，永續行動確實可能增加成本，但長期將帶來品牌信任、資金成本降低與市場競爭力提升。唯有當永續被視為核心價值而非形象工具，企業方能在全球供應鏈與投資市場中立於不敗之地。

總結而言，本研究的實證結果顯示，漂綠行為不僅損害企業形象，更削弱營運績效；反之，誠信揭露與實質行動能創造長期價值。此發現不僅為學術研究提供新的量化證據，更對企業與監管者提出明確訊息，永續不應流於形式，而應成為企業文化的一部分。臺灣企業唯有真正將永續精神融入決策

與治理，才能從「合乎制度」邁向「內化信念」，讓永續發展成為驅動價值創造的持久力量。

參考文獻

Edmans, A. (2023). “The end of ESG.” Financial Management, Vol. 52, 3-17.