

経営者の評価において従業員からの支持は重要なのか？ ～ 先行研究の紹介～

頭 士 奈加子

一、はじめに

二〇二三年一月一七日、Chat GPTを開発するOpenAIは、同社の理事会がSam Altman氏をCEOから解任することを決定したと発表した⁽¹⁾。具体的な解任理由は報じられていないが、同社の同日付のブログではAltman氏の退任について「理事会とのコミュニケーションにおいて一貫して率直さを欠き、理事会の責任遂行を妨げたとの結論に達した。理事会は、同氏が引き続きOpenAIを

率いる能力をもちや信頼していない」と述べている⁽²⁾。その後の報道によると、Altman氏の解任に次いで共同創業者や他の多くの技術者が辞意を表明し、同月一九日にはMicrosoftがAltman氏を採用するという報道があった。さらに、OpenAIの従業員の約九〇%が理事会に反発し、理事会全員の退任とAltman氏の復帰などを求め、さもなければ退職するという主旨の文書を理事会に対し提出したと報じられている。最終的に同月二九日にOpenAIは、Altman氏のCEO復帰と理事会の刷新を発表した。

経営者の解任は、コーポレートガバナンスにおいて取締役会が行う最も重要な意思決定の一つである。先行研究は、取締役会が経営者の評価に際し何を参照しているのかについて、幾つかの要因を示唆している。例えば、企業の業績やアナリストの投資推奨である。これらのほかに、従業員が追加的な情報源になり得るかもしれない。本稿では、この点について調査した米国の先行研究であるWang et al.(2023)を紹介する。現在日本では従業員による経営者の直接的な評価に関する利用可能なデータがほとんど無く、日本企業の現状に分らないが、それでも企業の重要な意思決定における従業員の声の役割や制限について先行研究の発見を共有することには意義があると考ええる。

本稿の構成は次のとおりである。まず次節では、経営者の評価と解任に関する先行研究を紹介する。第三節では従業員の支持と経営者の解任に

関する米国の先行研究Wang et al.(2023)を紹介する。第四節では本稿をまとめる。

二、経営者の評価と解任に関する先行研究

経営者の解任は、その企業における最も重要な戦略的意思決定である。経営者の解任は、十分にその機能を発揮していない経営者に対する取締役会からの最終的な制裁手段ともいえよう。しかしながら、経営者の職務要件は複雑であり変化するため、取締役会が経営者を評価することは容易ではない。また、経営者の解任は、企業に混乱を招くおそれがあり、有能な後継者の確保についても不確実性が高いため、取締役会は経営者の解任に慎重になる傾向がある。

取締役会は、経営者の評価及び解任の決定に際

して、何を参照しているのだろうか。まず挙げられるのは、企業の業績である。先行研究では、企業の業績が悪いと経営者が解任される可能性が高まるということが一貫して報告されている(Gently, et al. 2021)。

また、一部の先行研究は、取締役会がアナリストの投資推奨も考慮していることを示唆している(Wiersena and Zhang 2011)。アナリストは、企業及び経営者を評価する外部専門家として一定の認知を得ている。そして、アナリストの投資推奨は投資家の意思決定や企業の株価に大きな影響を及ぼす。こうしたことから、取締役会は、それが企業の業績に基づく経営者への評価を裏付けるだけのものであったとしても、アナリストの投資推奨を経営者の解任の判断材料として使用する傾向があるというのだ。

しかしながら、経営者のパフォーマンスの全体

像を捉える上で、企業の業績やアナリストの投資推奨には制限がある。企業の業績は経済状況や業界動向、組織のリソースなど多くの要因からの影響を受けるため、必ずしも経営者のリーダーシップを反映しているわけではない。また、経営者は、好調な業績を自分のリーダーシップに、低調な業績を自身のコントロールが及ばない外部要因に帰着させる傾向がある。そして、アナリストは、企業固有の情報を得るために、経営幹部と良好な関係を築けるようポジティブなバイアスのかかった予想や投資推奨を発表する傾向がある。また、アナリストは、自社の顧客（または潜在的な顧客）である企業に対してよりポジティブなバイアスがかかった推奨を発表する傾向がある。

三、従業員の支持と経営者の解任に関する先行研究

(Wang, et al. 2023)

Wang et al.(2023)は、経営者の評価や解任の決定に際して、企業の業績やアナリストの投資推奨といった情報に制限があることを考慮し、追加の情報源として従業員が機能することを提案している。

従業員は、経営者に関して、社内での経験や観察に基づいた内部情報をもつ、重要な内部利害関係者である。ステークホルダー理論によると、従業員は企業の内部利害関係者として、企業の成功に不可欠かつ貴重な人的資本や社会的資本（信頼やネットワークなど）を提供するものである (Guiso, Sapienza and Zingales 2015)。やむを得ず、

企業の成功や失敗は安定雇用と福利厚生に直接影響するため、従業員は経営者のリーダーシップと戦略に対して注意を払うインセンティブを持つ。

最後に、経営者の戦略の実行に責任を負う内部利害関係者として、従業員は企業の経営と業績に関する未公表の情報を持つ。しかし、そうした情報は必ずしもアナリストが利用できるわけではない。企業が財務報告に反映されるわけではない。したがって、従業員が経営者を支持するか否かは、取締役会が経営者を評価する際に重要かつ貴重な情報となり得る。

しかし、これまでの先行研究では、従業員の意見が取締役会による経営者の留任または解任の決定に影響するものであるかどうかについて、解明されてこなかった。この点を解明するため、Wang et al.(2023)は、従業員の支持が経営者の解任の決定に関する重要な情報源として機能する

かどうかを調査している。

(1) 仮説

企業が成功するためには、従業員の協力と支援が不可欠である。そのため、従業員は重要な内部利害関係者といえよう。従業員は経営者に対して受容、無関心または拒否の三つの反応を示す可能性がある。経営者のビジョンと戦略が自社の競争優位の創出と維持に役立つと従業員が認識すれば、従業員は経営者を有能なリーダーとみなし、経営者の戦略を受け入れる。そして、そのような場合、従業員は経営者の戦略を実行するためにより高い水準のコミットメントを示す。つまり、経営者のビジョンや戦略に対して好意的な見方をしている従業員は、それらを支援するためにより多くの時間と注意を費やす。対照的に、経営者のビジョンや戦略に無関心であるか、疑問を抱いてい

る従業員は、それらを実行する意欲が低い。従業員は戦略の実行に不可欠な人的資本と社会的資本をもつため、経営者に対する従業員の支持とコミットメントは、経営者の戦略の有効性に影響を与える可能性がある。この考え方と一致して、先行研究では、経営者に対する従業員の支持がその後の財務業績とポジティブな関係にあることが示唆されている (Waldman, et al. 2001)。

従業員は経営者の戦略の実行に直接的な責任をもち、企業の成功に不可欠である。このことを考慮すると、従業員の経営者に対する支持は経営者の留任または解任の決定に影響を及ぼす可能性がある。経営者に対する従業員からの支持の水準が高いということは、従業員が経営者のリーダーシップを信頼しており、経営者の戦略を効果的に実行することに時間と注意を費やす可能性が高いというシグナルになる。したがって、そのような

場合、取締役会は経営者を交代させるのではなく留任させる可能性が高い。さもなければ、従業員が動揺し、後任の経営者と協力して働く意欲を失い、結果として企業の将来の成功が阻害される可能性があるからである。対照的に、経営者に対する従業員からの支持の水準が低いということは、従業員が経営者のリーダーシップに対する信頼を失っており、経営者の戦略を効果的に実行することに時間と注意を費やす可能性が低いというシグナルになる。したがって、そのような場合、取締役会は企業の将来的な成功を懸念して、企業のリーダーシップに対する従業員の信頼を取り戻すために、経営者の交代を検討する可能性が高くなる。まとめると、次の仮説が導出される。

仮説一 従業員の経営者に対する支持と経営者の

解任との間にはネガティブな関係がある

取締役会が経営者の留任または解任を決定するにあたり、従業員の支持という情報にどれほどの価値があるかは、経営者の解任に重大な影響を与えると言われている他の要因に依存する可能性がある。具体的には、企業の業績やアナリストの推奨、経営者の権力である。

企業の業績は、取締役会が経営者の留任または解任を決定する際に使用する最も重要かつ関連性の高い要因である。企業の業績不振は経営者の解任に大きく影響するため、そのような状況では、取締役会の決定に対して従業員の支持はあまり影響しないことが予想される。企業が業績不振にあるとき、同社とその取締役会は、投資家から業績を好転させるよう強い圧力を受ける。投資家をなだめ、企業の業績を改善するために、業績不振について経営者に直接的な責任がない場合でも、取締役会は経営者の解任を選択することがある。経

営者に対する従業員の支持の水準が低いことは取締役会の評価を裏付けるものだが、経営者の解任リスクをさらに高める可能性は低いだろう。また、取締役会が投資家からの強い圧力を受けていることを考慮すると、経営者に対する従業員の支持の水準が高くとも、取締役会の決定を変えられる可能性は低い。したがって、経営者の解任という取締役会の決定においては、企業の業績不振が支配的な影響を持ち、従業員による経営者への支持が与える影響は弱くなると考えられる。

対照的に、企業の業績が良好な場合、取締役会は投資家から経営陣の交代を求める強い圧力にさらされることはない。そのような状況では、従業員の支持が企業の将来の業績に重要な影響を与えられることを考慮して、経営者を評価する上で従業員からの支持に注意を払うだろう。経営者が従業員から高い水準の支持を得ていれば、取締役会

は経営者のリーダーシップを信頼し、経営者を留任する意向を強めるだろう。従業員の経営者に対する支持の水準が低い場合、それは危険信号となり、取締役会は企業の将来的な成功を確実なものにするために、経営者の評価をより注意深く行うだろう。

まとめると、次の仮説が導出される。

仮説二 従業員の経営者に対する支持と経営者の

解任との間のネガティブな関係は、企業の

業績が良いほど強く、悪いほど弱い

アナリストが企業についてネガティブな投資推奨を行うとき、彼らはその企業の業績見通しと経営者のリーダーシップに重大な懸念を抱いていると言えよう。つまり、ネガティブな投資推奨は、アナリストが企業の業績見通しについてネガティ

ぶな予想をしているというメッセージを投資家に送るだけではなく、アナリストの懸念に対処するための行動を取るよう取締役会に強い圧力をかけるものでもある。このような状況では、取締役会は従業員の経営者に対する支持に重きを置かなくなる可能性が高い。

また、アナリストの投資推奨はポジティブに偏っている傾向があることから、企業の業績を見通す上で必ずしも有益であるとは言えない。そのため、アナリストがポジティブな推奨を出しているとき、取締役会は従業員の経営者に対する支持をより重視する可能性がある。

まとめると、次の仮説が導出される。

仮説三 従業員の経営者に対する支持と経営者の

解任との間のネガティブな関係は、アナリ

ストの投資推奨がポジティブであるほど強

く、ネガティブであるほど弱い

経営者は、取締役会に伝わる情報をコントロールしたり、取締役会による情報の解釈に作用したりすることで、取締役会の意思決定に影響を及ぼすことがある。例えば、経営者は、取締役会の議長を兼任したり、自身の直属の部下を取締役にしたりすることで、取締役会における自身の権力を強めることができる。経営者が取締役会の議長を兼任すると、取締役会の議題や取締役会に提示される情報をコントロールし、取締役会の決定に影響を与えることができる。また、社外取締役よりも社内取締役の割合が多い取締役会は、経営者のリーダーシップや戦略を支持する可能性が高いため、経営者は良好な業績を自分の手柄とする一方で、業績不振を自分のコントロールが及ばない外部要因に帰することができる。

強力な権力をもつ経営者はその地位を確立している傾向があり、従業員の支持が経営者の解任に影響を与える可能性は低いかもしれない。つまり、従業員からの支持の水準が低い場合でも、権力をもつ経営者はこれを軽視することが考えられる。そのような経営者は、この情報が従業員全体の見解ではなく、不満を抱いている従業員の非常に偏った見解を表しているにすぎないと説明することで、従業員の支持という情報の信頼性を毀損することができる。あるいは、これらの従業員は競争環境や企業の戦略をよく理解していないと主張することもできる。権力をもつ経営者が取締役会からの支持や恩恵を受けていることを考慮すると、そのような経営者は、取締役会に対して従業員からの不利な評価を無視しよう説得し、経営者の地位に留まろうとすることが考えられる。

対照的に、経営者の権力が弱ければ、従業員の

支持に対する取締役会の解釈に影響を与えることができない。このような状況では、従業員の支持は、取締役会が経営者を留任させるか解任するかを決定する際に、より強い影響を及ぼす可能性が高い。すなわち、従業員の経営者に対する支持が低ければ、経営者の解任リスクを著しく高める可能性がある。

まとめると、次の仮説が導出される。

仮説四 従業員の経営者に対する支持と経営者の解任との間のネガティブな関係は、経営者の権力が弱いほど強く、強いほど弱い

(2) データと変数

Wang et al.(2023)の実証方法は次の通りである。まず、サンプルは二〇一〇年から二〇一八年までの米国の上場企業三三八社のデータで構成さ

れており、観測数は一、二五二企業・年である。⁽³⁾

次に分析に用いられた変数を紹介する。まず、被説明変数は、経営者の解任の有無を表わすダミー変数である。このダミー変数は、その年に経営者が解任された場合は一、そうでない場合は〇の値をとる。なお、自発的な離任か非自発的な解任かを区別し、非自発的な解任を「解任」としている。

説明変数は、従業員から経営者に対する支持の指標である。これには、Glassdoor.comから収集された経営者（CEO）のリーダーシップに対する従業員の評価に関するデータが用いられている。Glassdoor.comは新規ユーザーがWebサイト上の情報にアクセスする前に雇用主の評価を送信することを奨励しており、これを使用して経営者に対する従業員の支持の指標を作成する。⁽⁴⁾ データの利用にあたって、過去を反映しているかもしれない

ない元従業員の意見により指標や検証結果が左右されないようにするため、現役従業員から提供されたデータに限定する。加えて、少なくとも六〇人以上の現役従業員からの評価の送信があったデータに限定する。最後に、従業員の支持データが、前任または後任の経営者ではなく、現任の経営者に関するものであることを確実にするため、経営者交代があつた企業・年を除外する。Glassdoor.comでは経営者を不支持、無関心、支持の三つのカテゴリに分けて評価している。そこで、不支持を一、無関心を二、支持を三としてコード化する。そして、企業・年ごとに従業員の経営者に対する支持の平均を計算し、これを従業員の経営者に対する支持の指標とした。⁽⁵⁾ この指標は、値が大きいほど従業員の経営者に対する支持の水準が高いことを示す。

また、被説明変数（経営者の解任）と説明変数

(従業員の経営者に対する支持)との関係に作用する可能性があるモデレーター変数として次の三つの変数も用いる。一つ目は企業の業績である。

これは、産業調整済みROAと産業調整済み株主利益率を標準化して合算した複合指標である。

二つ目はアナリストのネガティブな投資推奨である。まず、I/B/E/Sデータベースのデータを適用し、アナリストの投資推奨を五段階で評価する(一＝強い買い、二＝買い、三＝ホールド、四＝アンダーパフォーム、五＝売り)。アンダーパフォームと売りをネガティブな推奨とみなす。月ごとに、各企業をカバーした全アナリストによる推奨の総数に占めるこれらのネガティブな推奨の割合を算出し、年間平均を算出する。なお、推奨を行ったアナリスト数の違いを考慮するため、各企業・月に推奨を行ったアナリストの数で加重平均している。この指標の値が高いほど、

アナリストによるネガティブな投資推奨が多いことを意味する。

三つ目は経営者の権力である。経営者の権力については、取締役会との関係において経営者の権力に影響を与えることが報告されている次の六つの変数の複合指標を用いている。すなわち、経営者のデュアリティ(経営者が取締役会の議長を兼任しているかどうか)、各取締役が務める社外取締役の平均数に対する経営者が務める社外取締役の数、経営者が社内で持つ肩書の数、取締役に對する経営者の持株比率の割合、取締役会の独立性(社内取締役の割合)、社外取締役のうち経営者の在任中に選任された社外取締役の割合である。これら六つの変数のスコアを標準化して合算したものを経営者の権力の複合指標としている。

最後に、コントロール変数を説明する。まず、企業によってGlassdoor.comに評価情報を提供し

た従業員の数に違いがあるため、評価情報を提供した従業員数の自然対数を用いる。次に、経営者の解任に影響を与える可能性があるため、従業員の持株比率もコントロールする。先行研究により経営者の解任に影響を与えることが報告されている経営者と取締役会の特徴もコントロールする。経営者の特徴についてはその年齢と性別を用いる。取締役会の特徴については、取締役の数、平均年齢、女性取締役の比率を用いる。また、取締役会の政治的イデオロギーが従業員や経営者の解任に対する取締役会の見解に影響を与える可能性がある。そこで、各取締役の共和党に対する寄付から算出した政治的指向スコアの加重平均を用いる。なお、取締役会議長に一、監査委員会委員長に〇・五、その他の取締役に〇・三の重みをつけている。企業レベルのコントロール変数としては、まず、企業規模として従業員数の自然対数を

コントロールする。加えて、経営者の評価の厳しさや不確かさ、複雑さを測るものとして各企業のアナリストのカバレッジとコンセンサスの水準をコントロールする。産業レベルのコントロール変数としては、産業の状況変化が経営者の解任に影響を及ぼす可能性を考慮して、各産業の五年間の売上高成長率の標準偏差をコントロールする。最後に、年および産業のダミー変数を用いて、異なる時点や産業の状況にまたがる観察されない異質性をコントロールする。

(3) 分析モデル

経営者の離職に関する研究では、生存時間分析が広く使用されている。生存時間分析はサバイバル分析ともいい、ある事象の持続期間（生存時間）の決まり方を分析するものである。その際、ある事象の生存時間、事象発生後の各時点で持続

しているサンプルの割合（生存率）、ある時点で持続している事象のうちどの程度が次の時点で終了するか（ハザード率）が注目される。

Wang et al. (2023) では生存時間分析を用いて、各経営者が解任されるリスクを経営者の在任期間と時変または時不変の共変量（説明変数）の関数としてモデル化し、どのような要因が経営者の解任リスクにどう影響するのかを検証している。⁶⁾ 具体的には、Cox比例ハザードモデルを使用した分析が行われている。今回注目するのは、経営者の解任リスク（ハザード率）である。Cox比例ハザードモデルを適用すると、 t 年に在任している経営者が解任されるハザード関数 $h(t)$ は次のように定義される。

$$h(t) = h_0(t) \exp(\beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k)$$

ここで、 $h_0(t)$ は t 年の基準ハザード関数と呼ばれ、ハザード率が（説明変数の影響に関係な

く）時間によりどう変化するかを規定する部分である。 x_1, \dots, x_k は前年末の説明変数である。

β_1, \dots, β_k は各説明変数に対応する係数である。
 $\exp(\beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k)$ はハザード率が説明変数によりどう変化するかを規定する部分である。Cox比例ハザードモデルでは、基準ハザード関数の確率分布を仮定しない代わりに、説明変数に応じてサンプルの比率をとることで基準ハザード関数を相殺する。説明変数が一か〇の値をとるダミー変数のみだった場合、ハザード率の比率（ハザード比）は $\exp(\beta)$ で表される。

$$\text{ハザード比} = \frac{h(t, X=1)}{h(t, X=0)} = \frac{h_0(t) \exp(\beta \times 1)}{h_0(t) \exp(\beta \times 0)} = \exp(\beta)$$

つまり、ハザード比 $\exp(\beta_i)$ は時点によらず、 x_i の一単位の増加によって引き起こされるハザード率の比率である。今回の分析に当てはめると、変数 x_i の値が一単位増加すると経営者が解任

される確率が e^{b_1} (b_1) 倍増加するということである。つまり、 $\exp(b_1)$ が一より大きい場合、経営者の解任にポジティブな影響を与えることを意味する（すなわち、解任されやすい）。 $\exp(b_1)$ が一未満の場合、経営者の解任にネガティブな影響を与えることを意味する（すなわち、解任されにくい）。

(4) 検証結果

はじめに、記述統計と相関関係の結果を紹介する。経営者の解任の有無を表わすダミー変数の平均値は 0.05 、標準偏差は 0.22 であった。

従業員の経営者に対する支持の指標（不支持が一、無関心が二、支持が三）の平均値は 2.4 、標準偏差は 0.28 であった。また、企業業績の平均値（標準偏差）は 0.00 （ 1.49 ）、アナリストのネガティブな投資推奨の平均値（標

準偏差）は 8.71 （ 11.63 ）、経営者の権力の平均値（標準偏差）は 0.00 （ 2.75 ）であった。従業員の経営者に対する支持と経営者の解任との間の相関係数はマイナス 0.07 であった。

Cox 比例ハザードモデルの検証結果は次の通りである。はじめに、メインの結果を紹介する前に、モデレーター変数とコントロール変数のみを含むモデルの予備的な検証の結果を紹介する。検証の結果、モデレーター変数のうち企業の業績と経営者の権力は経営者の解任にネガティブな影響を与えることが示された。アナリストのネガティブな投資推奨については統計的に有意な結果が得られなかった。

次にメインの結果である。まず、従業員の経営者に対する支持が経営者の解任とネガティブな関係にあると予測する仮説一 の検証結果を紹介す

る。検証の結果、従業員の支持に対するハザード比($\exp(\beta_1)$)は 0.1175 ($z = -2.21$, $p = 0.027$)であった。さらなる分析の結果によると、他のすべての変数の値をそれぞれの平均値にした場合、従業員の支持が平均値から一標準偏差増加すると、経営者の解任リスクは一三・七%から一〇・〇%に減少することが分かった。これは二七・一%減に相当する($137 - 10.0\% = 137\% = 27.1\%$)。対照的に、従業員の支持が平均値から一標準偏差減少すると、経営者の解任リスクは一三・七%から一八・五%に増加することが分かった。これは三五・一%増に相当する。これらの結果は仮説一を支持するものである。

続いて、従業員の支持と経営者の解任との間のネガティブな関係の強弱がモデレーター変数によって作用されるかどうかに着目する。第一に、企業の業績が高い(低い)ほど、従業員の支持と

経営者の解任の間のネガティブな関係がより強い(弱い)と予測する仮説二の検証結果を紹介する。検証の結果、従業員の支持と企業の業績の交互作用のハザード比($\exp(\beta_1)$)は 0.491 ($z = 2.90$, $p = 0.004$)であった。さらなる分析の結果によると、他のすべての変数の値をそれぞれの平均値にした場合、企業の業績が平均より一標準偏差高い場合、従業員の支持が平均から一標準偏差増加すると経営者の解任リスクは七・二%から三・三%に減少し(五四・二%減相当)、従業員の支持が平均値から一標準偏差減少すると経営者の解任リスクは七・二%から一四・九%に増加する(一〇六・九%増相当)。一方、企業の業績が平均値より一標準偏差低い場合、従業員の支持が平均値より一標準偏差増加すると経営者の解任リスクは二四・七%から二〇・七%に減少し(一六・二%減相当)、従業員の支持が平均値より一

標準偏差減少すると経営者の解任リスクは二四・七%から二九・二%に増加する（一八・二%増相当）。これらの結果は仮説二を支持するものである。

アナリストの投資推奨がネガティブである（ネガティブでない）ほど、従業員の支持と経営者の解任との間の負な関係はより弱い（より強い）と予測する仮説三の検証結果を紹介する。検証の結果、従業員の支持とアナリストのネガティブな投資推奨の交互作用のハザード比($\exp(\beta_1)$)は一・〇五七 ($z=3.13$, $p=0.002$) であった。さらなる分析の結果によると、他のすべての変数の値をそれぞれの平均値にした場合、アナリストのネガティブな推奨の指標が平均より一標準偏差高い場合、従業員の支持が平均から一標準偏差増加すると、経営者が解任される確率は一八・二%から一五・一%に減少し（一七・〇%減相当）、従業員の支

持が平均から一標準偏差減少すると経営者が解任される確率は一八・二%から二一・八%に増加する（一九・八%増相当）。一方、アナリストのネガティブな推奨の値が〇の場合、従業員の支持が平均から一標準偏差増加すると経営者の解任の確率は一〇・二%から五・九%に減少し（四二・二%減相当）、従業員の支持が平均から一標準偏差減少すると経営者の解任の確率は一〇・二%から一七・一%に増加する（六七・六%増相当）。これらの結果は仮説三を支持するものである。

最後に、経営者の権力が強い（弱い）ほど、従業員の支持と経営者の解任の間のネガティブな関係が弱い（強い）と予測する仮説四の検証結果を紹介する。検証の結果、従業員の支持と経営者の権力の交互作用のハザード比($\exp(\beta_1)$)は一・五九五 ($z=3.06$, $p=0.002$) であった。さらなる分

析の結果によると、他のすべての変数の値をそれぞれの平均値にした場合、経営者の権力が平均より一標準偏差高い場合、従業員の支持が平均より一標準偏差増加すると経営者の解任の確率は八・七％から八・四％に減少し（三・四％減相当）、従業員の支持が平均より一標準偏差減少すると経営者の解任の確率は八・七％から九・〇％に増加する（三・四％増相当）。一方、経営者の権力が平均より一標準偏差低い場合、従業員の支持が平均より一標準偏差増加すると経営者の解任の確率は二一・〇％から一一・八％に減少し（四三・八％減相当）、従業員の支持が平均より一標準偏差減少すると経営者の解任の確率は二一・〇％から三四・五％に増加する（六四・三％減相当）。これらの結果は仮説四を支持するものである。

(5) 考察

経営者の解任は、コーポレートガバナンスにおいて取締役会が行う最も重要な意思決定の一つである。従業員は企業の成功に欠かせない重要な内部利害関係者であるが、既存の研究では、従業員の意見が経営者の解任の決定に関し何等かの役割を果たしているかどうかについて未解明であった。Wang et al.(2023)の結果は、従業員の経営者に対する支持が経営者の解任にネガティブな影響を及ぼすことを示唆している。そのため、経営者は株主だけでなく、従業員からの支持も得る必要がある。従業員の支持を得られなければ、取締役会によって解任されるリスクが高まるからである。最近の研究では、従業員の評価が株価収益率に関係しており、企業は職場の慣行を改善することで従業員の否定的な評価に対処していると報告しているものもある。これらの調査結果と合わせ

し、Wang et al.(2023)は、主要な内部利害関係者である従業員が企業の意思決定にどのように影響するかを調査する必要性を示唆している。

また、Wang et al.(2023)は、従業員が戦略の実行に直接関与しており、企業の成功に不可欠であることを考慮して、取締役会は従業員の経営者に対する評価を経営者解任の意思決定において重要な追加的情報源とみなす可能性が高いと仮説立て、従業員の経営者に対する支持が経営者の解任にネガティブな影響を及ぼすことを示した。紙面の関係で紹介していないが、補足的な分析の結果、従業員の支持がその後の企業業績にポジティブに関係していることも示した。これらの結果からWang et al.(2023)は、経営者のリーダーシップに関する従業員の評価が、取締役会に対して、将来の企業業績に関する重要な情報を提供している可能性がある」と主張している。

加えて、Wang et al.(2023)は、従業員からの情報が取締役会の意思決定に与える影響力がどのような場合に強くなり、弱くなるのかを示した。

すなわち、従業員の支持が経営者の解任に与える影響を緩和する三つの要因を特定したという点である。まず、企業の業績が悪いかアナリストの投資推奨がネガティブな場合、つまり取締役会が投資家からの強い解任圧力に直面している場合、従業員の経営者に対する支持は経営者の解任の意思決定にあまり影響しない。対照的に、企業の業績が良いかアナリストの投資推奨がポジティブな場合、つまり取締役会が投資家からの解任圧力に直面していない場合、従業員の経営者に対する支持は経営者の解任の意思決定により強い影響を与える。そして、経営者と取締役会間の相対的な力関係は、従業員の経営者に対する支持が経営者の解任に及ぼすネガティブな影響を緩和する。すな

わち、経営者の権力が強いほど、従業員の経営者に対する支持が経営者の解任にもたらす影響は弱くなる。このことは、従業員からの情報を取締役会が処理する際に、特にその情報が経営者にとつて不利なものであるほど、経営者の権力の影響を受けることを示唆している。

四、終わりに

本稿では、従業員の経営者に対する支持が経営者の解任に及ぼす影響を調査した米国の先行研究である Wang et al.(2023)を紹介した。彼らの研究結果をまとめると、経営者が地位を維持するためには、従業員からの支持を確立することも重要な要因となっている言えよう。これまでも、アナリストの投資推奨が投資家の意思決定に影響を及ぼすことから、ネガティブな投資推奨が経営者の

解任リスクを高めるといふ研究結果が示されていた (Wiersema and Zhang 2011)。これに加え、Wang et al.(2023)では、従業員からの支持も経営者の解任に関係することを示している。従業員との良好な関係を維持することは、戦略の実行における組織の効率性を高めるだけでなく、経営者が在任を継続することにも関係している。

加えて、従業員の経営者に対する評価は、取締役会にとって重要な情報源の一つであると言えよう。従業員の経営者に対する支持・不支持が表明できるような機会があり、従業員がそれを認識して積極的に賛否を表明するように動機づけられていれば、経営者にとって従業員からの評価の重要性はさらに高まるであろう。これは経営者が、経営者のリーダーシップと戦略に対する従業員の評価に、もっと注意を払う必要があるという、戦略遂行、コーポレートガバナンス及びステークホル

ダーエンゲージメントにおける重要な実践的意味を持つ。

そして、従業員の経営者に対する評価は、外部関係者にとっても重要な情報源の一つであろう。

そうした情報が顕在化されれば、コーポレートガバナンスにおける従業員の役割について、より理解が進むと考える。

(注)

(1) NPOにおける最高意思決定機関。Open AI, Inc.の組織構造については、同社ホームページを参照された。(https://openai.com/our-structure)。

(2) OpenAI [2023] “OpenAI announces leadership transition” (https://openai.com/blog/openai-announces-leadership-transition)

(3) Wang et al. (2023)の最終サンプルは現職の従業員によってGlassdoor.com上で経営者に対して年間少なくとも六〇件の評価があった企業・年のみで構成されているため、すべての上場企業を代表していない可能性がある。つまり、選

択バイアスの影響を受ける可能性がある。また、観察されていない要因が、Glassdoor.comでの従業員による評価の数と経営者の解任に対する従業員の支持の影響の両方に影響を与える可能性がある。これらの懸念に対処するため、Wang et al. (2023)は、企業の本社がGlassdoor.comの本社が所在するカリフォルニアにあるかどうかと、企業がハイテク産業に属しているかどうかを操作変数として用いたヘックマンの二段階推定法による検証を行い、結果が大きく変わらないことを確認している。

(4) 先行研究では、ユーザーは正直なレビューを提供していると評価されている。また、Glassdoor.comでは企業による自社の宣伝を防ぐためにアカウント認証時に対策をし、ユーザーが提供した情報の監視も行っている。

(5) 経営者に対する従業員の支持の指標について、その有効性を確認するために、Wang et al. (2023) は次の分析を行っている。第一に、この指標が企業に関するものではなく経営者に関するものであることを確認するために、退任する経営者と新経営者の従業員の支持の水準を比較し、有意差を確認している。第二に、この指標が企業の業績に関するものではないことを確認するために、企業の業績の水準に基づいて企業をグループ分けし、従業員の支持の指標がどのグループでも同様にばらつきがあることを確認している。

第三に、別のデータベースとして Comparatively (<https://www.comparatively.com/>) から収集した経営者の評価データとの間の関係を調査し、強い正の相関があることを確認した。

(6) 経営者の解任の研究のよりに、潜在的な事象の発生は連続的な時間の中で起こるものの、利用可能なデータが年などの単位である場合、離散時間モデルによる分析が用いられる。

(7) Wang et al.(2023) はロジットモデルでの回帰も行っており、整合性のある結果を確認している。

(引用文献)

- Gentry, R. J., Harrison, J. S., Quigley, T. J., and Boivie, S., "A database of CEO turnover and dismissal in S&P 1500 firms, 2000–2018." *Strategic Management Journal*, Vol.42 Issue 5, 2021, pp.968-991.
- Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L., "The value of corporate culture." *Journal of Financial Economics*, Vol. 117 Issue 1, 2015, pp.60-76.
- Waldman, D. A., Ramirez, G. G., House, R. J., and Puranam P., "Does Leadership Matter? CEO Leadership Attributes and Profitability under Conditions of Perceived Environ-

mental Uncertainty." *The Academy of Management Journal*, Vol. 44 Issue 1, 2001, pp.134-143.

Wang, D., Zhu, Q., Avolio, B. J., Shen, W., and Waldman, D.,

"Do employees' views matter in corporate governance?"

The relationship between employee approval and CEO dismissal." *Strategic Management Journal*, Vol.44 Issue 5, 2023, pp.1328-1354.

Wiersma, M. F., and Zhang, Y., "CEO Dismissal: The role of

investment analysts." *Strategic Management Journal*, Vol.32 Issue 11, 2011, pp.1161-1182.

(つ) なかじ・当研究所研究員)