

실리콘밸리를 키운 미국 지배구조

서병수 byungsu.seo@miraeasset.com

- 미국 내 대립하는 두 기업 지배구조 관점 : 월 스트리트의 주주 자본주의 vs 실리콘밸리 방식의 지배구조
- 실리콘밸리식 지배구조가 자리잡을 수 있었던 배경으로 ‘긍정적인 장기 투자수익률’
- DAO, ESG도 결국 실리콘밸리식 지배구조의 확장판. 단, 높은 도덕성이 뒷받침되어야만 지속가능한 지배구조

1. 지배구조 관점에서 본 미국 월 스트리트와 실리콘밸리

2022년에도 ESG는 투자에서 가장 중요한 이슈다. 그런데 한국에서는 ESG 중 E(환경)에만 집중하는 경향이 있다. 하지만 ESG가 투자자 관점에서 장기 수익률 극대화를 위해 등장했다는 점을 이해한다면, ESG에서 가장 기본적이고 중요한 이슈는 G, 즉 기업 지배구조(Corporate Governance)다. 기업 지배구조는 장기 투자의 전제조건인 동시에 필수적 요인이다.

기업 지배구조가 장기투자에서 중요한 이유는 1) 기업의 혁신과 2) 기업에 투자하는 투자자의 성격과 성과를 결정하기 때문이다. 기업의 핵심 구성원들이 기업을 위해 계속 열정적이려면, 기업의 성장만큼 핵심 구성원들이 보상을 받아야 한다. 그리고 그런 보상 구조는 기업의 지배구조에 의해 결정된다. 반면 기업 내부자들만 그 성과를 독식하는 구조에서는 기업 외부에서 그 기업에 투자하기 힘들다. 따라서 외부 투자자들이 안정적으로 투자의 과실을 가져갈 수 있도록 독려해야 하는데, 이 또한 기업의 지배구조에 따라 달라진다. 즉 기업의 혁신성이 둔화되고 해당 기업에 대한 외부 투자자들의 평가가 박하다면, 많은 경우 그 기업의 지배구조가 부적절하기 때문이다.

기업 지배구조가 가장 앞선 나라는 미국이다. 미국은 전세계 투자자들이 신분과 국적에 상관없이 투자의 과실을 정당하게 가져가도록 하면서 창업가 등 기업 핵심 내부자들이 기업 혁신을 위해 창의력을 최대한 발휘하는 지배구조를 구축하기 위해 끊임없이 노력한다. 심지어 필요에 따라서는 수십 년간 지켜온 원칙도 바꿀 정도로 유연하다. 미국이 실리콘밸리를 키우고, 그 결과 만들어진 빅테크 기업의 대안으로 블록체인 DApp을 제시한 것도 지배구조 측면에서 설명할 수 있다. 그런 과정은 오늘날 미국 경제 양대 축인 월 스트리트와 실리콘밸리의 갈등과 타협으로 설명할 수도 있다.

그림 1. 실리콘밸리와 월 스트리트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 미국의 전통적 기업 지배구조

미국은 지난 수십 년간 월 스트리트를 중심으로 선진적 기업 지배구조를 구축하는데 최선을 다했다. 그렇게 만들어진 미국의 전통적 기업 지배구조는 한마디로 **자본 앞에 평등하고 자본의 권리를 최대한 보장**하는 시스템이다. 자본 앞에 평등하다는 것은 돈을 제공하는 자에 대해서는 그 사람의 국적, 성별, 신분 등에 따라 차별을 두지 않는다는 뜻이고, 자본의 권리를 최대한 보장한다는 것은 모든 경영을 주주 이익 극대화 관점에서 진행한다는 뜻이다. 이런 논리로 나온 것이 **주주 자본주의**이고, 주주 자본주의를 실제 행동을 통해 실질적 변화를 이끌어내려는 것이 **주주행동주의**다.

자본이 평등하게 대접받고 자본의 권리가 보장받는 곳에 자본이 몰리는 것은 당연하다. 자본은 많은 시공간에서 경제를 발전시키는데 가장 희귀한 자산이기 때문에, 자본이 몰리면 경제가 발전할 수 밖에 없다. 또한 자본은 기본적으로 효율성을 추구하기 때문에 자본이 몰리는 기업은 자본에 의한 견제를 통해 지속적으로 경쟁력을 유지하게 된다.

미국의 자본주의가 전세계 어느 나라보다 강력한 것은 자본을 우대하는 전통이 꾸준히 유지되었기 때문이다. 그래서 미국에서는 자본의 평등과 권리를 흐르는 금융 범죄가 일반적 살인보다 더한 범죄로 간주된다. 미국에서 대기업 실적 발표 직후 주가가 급등락하는 일이 비일비재한 것도 금융범죄에 대한 엄격한 사회적, 법적 규제 때문이다.

미국 자본주의 문화에서 주주행동주의를 적극적으로 수행하는 사모펀드는 미국 자본주의를 수호하는 영웅으로 대접받는다. 사모펀드는 자신들의 시간과 돈을 들여 자본에 반하여 비효율적으로 운영되는 기업의 경영권을 장악해 효율적으로 만들기 때문이다. 그 과정에서 사모펀드가 버는 돈은 비효율적인 기업을 개선한 것에 대한 정당한 대가이다. 그래서 미국에서 사모펀드를 운영하는 이들은 종종 스스로를 미국 자본주의를 지키는 사도처럼 단순히 이익을 넘어 공익에 공헌한다는 강한 사명감을 가진 경우가 많다. 이는 조지 소로스, 칼 아이칸, 빌 애크만과 같은 헤지펀드 매니저뿐만 아니라 대중에 널리 알려진 워런 버핏도 본질적으로 같다.

이 중 버핏이 다른 사모펀드 매니저와 다소 달라 보이는 이유는 그가 상당수 기업들을 일부 지분 매입 형태가 아닌 아예 매수하는 것을 선호하고, 거기에 필요한 자금의 상당수를 일반적인 사모펀드와 달리 장기간 매우 낮은 비용만 지불해도 되는 보험회사 자금을 활용했기 때문이다. 하지만 그가 영향력을 행사하는 기업들에게 한 조치는 행동주의 사모펀드와 거의 같다.

이들 사모펀드는 **사업을 전문적으로 영위하는 전문 경영진에게** 경영을 맡긴다. 다만 그런 전문 경영진은 기존 사업의 가치상승에 전념하고, **사모펀드는 사업을 통해 혹은 회사 내부에 유보된 자기에 대한 통제권**은 행사한다. 그 과정에서 필요시 M&A나 사업 확장을 하지만, 기본적으로 사업 확장을 위한 지속적인 투자를 선호하지 않는다. 그보다는 **지속적인 자사주매입소각과 배당**을 통한 주주 수익을 극대화를 추구한다. 특히 자사주매입소각은 동일한 금액의 배당보다 절세 효과뿐만 아니라 주당순이익 증가 효과도 크기 때문에 선호된다.

가치투자자로 널리 알려진 워런 버핏도 버크셔 해서웨이가 100% 지분을 인수하지 않은 상장 회사 지분에 투자할 경우에는 경영진을 통해 지속적인 자사주 매입을 요구하는데, 버크셔 해서웨이가 최대로 보유한 애플은 버크셔 해서웨이가 주요 주주로 이름을 올린 2016년 사업연도부터 2021년 사업연도까지 총 6년간 전체 보통주의 26.4%를 매입소각했다.

자사주 매입을 통해 주당 이익을 극대화하는 관점에서 **경영진에 대한 보상을 주식으로 주는 스톡옵션은 절대 악**이다. 실제로 워런 버핏은 버크셔 해서웨이 주주서한을 통해 경영진 보상을 주식매수 권으로 제공하는 것을 수차례 반복적으로 비난했다. 경영진을 독려하는 보상은 성과에 따른 현금 보상이면 충분하고, 스톡옵션은 전적으로 주주의 대리인에 불과한 전문경영인이 주주보다 자신의 이익을 부당하게 챙기는 수단일 뿐이라고 주장한다.

3. 워런 버핏이 실리콘밸리 기술주에 투자하지 못한 이유

워런 버핏은 현존하는 투자자들 중에서 가장 위대한 투자자 중 한 명이지만, 2010년 이후 미국 경제계의 가장 큰 흐름이었던 실리콘밸리 기술주에 제대로 투자하지 못했다. 버핏이 운영하는 버크셔 해서웨이의 운영자금과 미국 투자비중을 고려하면, 미국 경제의 주력으로 올라선 실리콘밸리 기술주에 수십 년간 제대로 투자하지 못한 것은 아쉬운 대목이다.

버핏의 IT 투자 부진에 대한 반론으로 가장 많이 언급되는 것이 애플 투자다. 애플이 실리콘밸리 대표 기업이고 투자에 성공한 것은 사실이지만, 버핏의 애플 투자는 전통적인 실리콘밸리 IT 기업 투자와 확연히 다르다. 애플이 버핏의 투자 이후 혁신을 주도하고 그런 혁신을 주도하는 엔지니어들의 창의력을 독려하는 전통적 실리콘밸리 기업보다는 자사주 매입에 누구보다 열정적인 전통적인 성숙 기업과 유사한 것은 우연이 아니다. 그런 측면에서 버크셔 해서웨이 주주서한에서 애플이 처음 제시된 2016년은 스티븐 잡스가 사망한 2011년 이후라는 점도 의미가 있다.

종종 버핏이 실리콘밸리 IT 기업에 투자하지 않은 것이 그가 제대로 이해하지 못하는 기업에 투자하지 않는 철학인 것처럼 회자된다. 하지만 그런 이야기는 버핏이 2010년 IBM에 꽤 의미 있는 규모로 투자했다는 사실(결과적으로 실패)과 버핏과 친한 빌 게이츠가 이사회 의장으로 있었고 업력이 오래된 마이크로소프트가 2014년 사티아 나델라의 CEO 취임 이후 펀더멘탈이 빠르게 개선되고 있었음에도 마이크로소프트에 투자하지 못한 사실을 제대로 설명하지 못한다.

상식적으로 세계적 투자회사인 버크셔 해서웨이를 운영하는 버핏이 10년 이상 진행되는 IT 흐름과 관련 기업을 이해하지 못할 것이라고 생각하는 것은 말이 안 된다. 또한 버핏은 돈이 된다고 판단하면 국채, 원자재, 정크본드 등 다양한 자산과 페트로차이나, BYD, 포스코 등 다양한 지역에 투자한다. 그는 돈 앞에서 누구보다 열려있고 자신의 앞마당인 미국 내에서 일어난 장기간 변화를 충분히 이해할 정도로 현명하다.

버핏이 애플과 IBM 등 일부를 제외한 대다수 실리콘밸리 IT 기업에 투자하지 못한 것은 해당 산업이나 기업을 제대로 이해하지 못한 것이 아니다. 그보다는 **자신이 생각하는 기업 지배구조 즉 전통적 주주 자본주의 관점에서 실리콘밸리 기업들을 용납할 수 없었기 때문이다.** 실리콘밸리 기업들은 앞서 언급한 주주 자본주의 관점과는 거의 정반대의 지배구조로 운영된다.

실리콘밸리 기술기업들은 창업자를 포함한 개발진 등 회사내 핵심 인력에게 스톡옵션을 지속적으로 제공한다. 마치 월급이나 성과급을 지급하듯이 계속 스톡옵션을 발행해 신주를 발행하는 것이 관행적으로 이뤄진다. 미국에서 어느정도 연차의 경력직 소프트웨어 개발자들이 이직할 때 입사 시점 주가를 기준으로 스톡옵션을 주는 것은 흔한 일이다.

사업을 운영할 때 수익화 그 자체보다는 지속적인 성장동력을 확보하고 회사의 영향력을 강화하는데 열중한다. 그렇다 보니 늘 회사의 이익은 실제 달성 가능 이익보다 낮은 경우가 일반적이다. 그리고 지속적인 투자를 위해 회사 내에 큰 규모의 현금성 자산을 보유하고 있으면서도 배당이나 자사주매입은 안하는 경우가 많다. 또한 인수합병도 회계에 기반한 전통적 기준보다 훨씬 비싼 금액으로 빈번하게 진행하는데 회사 자금을 사용한다. 회사가 번 돈으로 주주환원을 중요하게 여기는 전통적 지배구조 측면에서는 주주에게 돌아가야 할 돈을 낭비하는 것으로 생각할 수 있다.

이런 식의 사업구조를 지속할 수 있는 것은 창업자를 중심으로 한 경영진의 영향력이 강하기 때문이다. 한국과 달리 미국에서는 이사회와 경영진이 철저히 분리되어 있고, 이사회는 주주 이익을 극대화하고 경영진을 견제하는데 집중한다. 실리콘밸리 기업들도 이런 원칙은 기본적으로 유지되지만, 상대적으로 외부 자본에 휘둘리는 것을 막으며 창업자 중심의 경영진이 경영과 이사회 모두에 영향을 끼치는 경우가 많다. 예를 들어 메타의 마크 주커버그는 이사회 의장과 CEO를 겸임하면서 회사 내에서 과도한 영향력을 행사한다고 비판 받기도 한다.

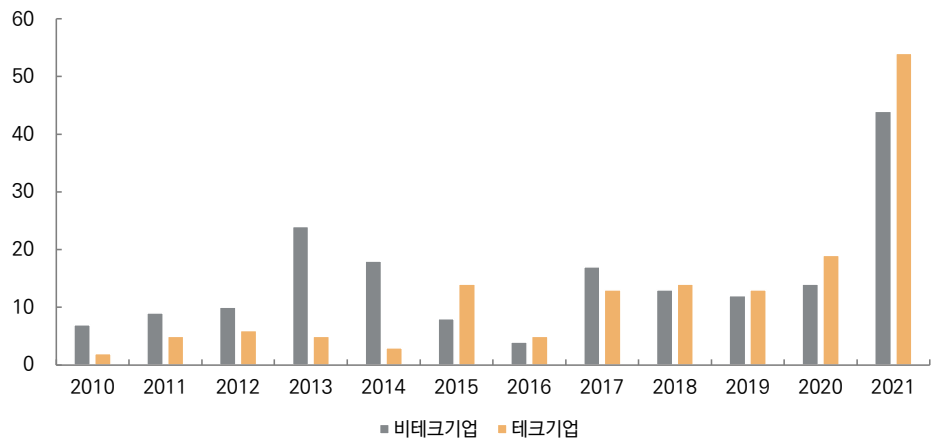
복수의결권(Multi[Dual] Class Stock) 주식의 일반화

하지만 그 무엇보다 전통적 주주 자본주의 입장에서 실리콘밸리 기업에 대해 참을 수 없는 제도는 아마도 복수의결권 주식일 것이다. 복수의결권 주식은 보통주보다 훨씬 많은 의결권을 가진 주식으로, 최대주주나 경영진이 실제 보유한 지분보다 많은 의결권을 행사할 수 있도록 보장한다. 영어로는 일반 보통주와 많은 의결권을 행사할 수 있는 주식이 하나일 때 Dual Class Stock이라고 하는데, 최근에는 한 회사 내에서도 그런 주식들이 다양하게 발행되는 경우가 많아서 Multi Class Stock이라고도 한다.

복수의결권은 회사의 주인은 주주이고, 주주는 동일한 자본에 대해 평등하게 대우받아야 한다는 주주 자본주의의 근본을 뒤흔드는 제도이다. 그럼에도 이런 제도가 주주 자본주의가 가장 확고하게 자리잡은 미국에서 실리콘밸리 기업의 상장시 일반적으로 용인되는 것은 이례적이다.

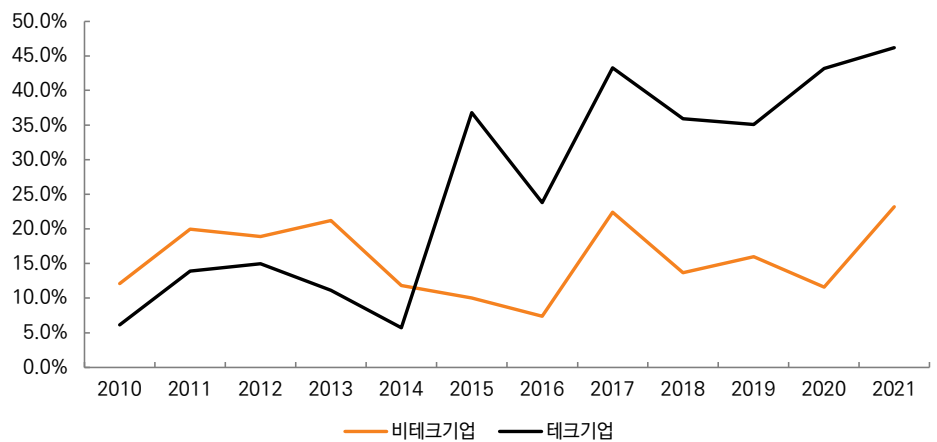
물론 복수의결권이 실리콘밸리 기업들에만 있는 제도는 아니지만, 상대적으로 실리콘밸리 기업들의 비중이 확연히 높다. IPO 분야의 전문가인 플로리다 대학의 제이 리터(Jay Ritter) 교수에 따르면, 실리콘밸리 기업을 대표하는 미국 테크기업이 복수의결권으로 상장하는 절대 규모나 전체 상장에서 복수의결권이 차지하는 비중 모두 높은 것을 확인할 수 있다.

그림 2. 미국 상장주식 중 복수의결권 상장기업수



자료: 플로리다 대학, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 상장주식 중 복수의결권 상장기업비율



자료: 플로리다 대학, 미래에셋증권 리서치센터

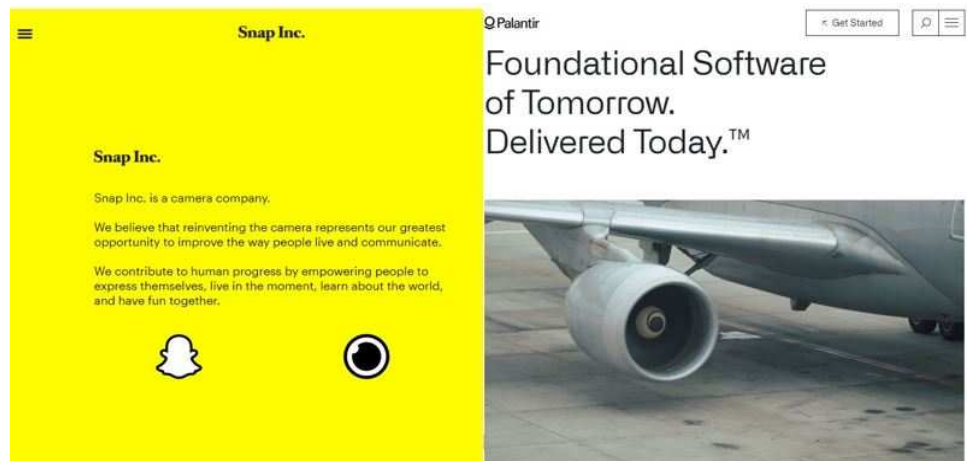
복수의결권은 자본이 부족해 자본을 외부에서 조달해야 하는 초기 기술기업에서 외부 간섭없이 창업주를 포함한 회사의 핵심 경영진들이 경영권을 계속 유지하기 위해 고안된 제도이다. 기술 기업은 창업주를 포함한 핵심 경영진이 회사의 핵심 경쟁력인 동시에 기업의 문화를 유지하는 것이 중요하기 때문에 외부 자본에 대한 지분과는 별개로 창업주나 경영진이 회사 경영을 유지하는 지분을 보장하는 것이 필요하다는 입장이다.

미국에서 복수의결권은 보통 일반 주식보다 10배 정도의 의결권을 가진 Class B 주식을 발행한다. 이런 주식은 상장하지 않고 창업주나 경영진 등 소수의 회사 내부자들만 보유하는 것이 일반적이다. 최근 복수의결권은 경영진에 더 우호적인 방향으로 나타나고 있다. 미국 실리콘밸리 기업들 중 **스냅과 팔란티어**는 기업 내부자 권한을 강화한 복수의결권의 끝판을 보여준다.

2017년 상장된 스냅(Snap)은 의결권이 없는 Class A 주식만 상장했다. 즉 스냅의 상장주식을 100% 가지고 있어도 스냅의 의결권에는 전혀 영향을 줄 수 없다. 상장된 Class A 주식 이외 의결권 1주를 가진 Class B 주식과 의결권 10주를 가진 Class C 주식이 있는데, 이들 주식은 상장되지 않고 회사 임원과 초기 투자자들에게만 주어지며 특히 Class C 주식은 공동창업자인 에반 스피켈 CEO와 바비 머피 CTO만 가지고 있다. 그 결과 지금도 두 명의 공동창업자가 전체 의결권의 99% 이상을 통제한다. 사실상 공동창업주 둘이서 회사를 맘대로 운영할 수 있고, 이들이 외부 자본에 의해 경영권을 잃을 가능성은 거의 없다. 미국에서도 무의결권 주식만 상장한 경우는 스냅이 처음이라 IPO 당시에도 말이 많았지만 결국 승인되었다.

2020년 상장된 소프트웨어 회사인 팔란티어는 의결권 1주인 Class A 주식을 상장했는데, 일반적인 의결권 10주인 Class B 주식뿐만 아니라 특별 의결권을 가진 Class F 주식까지 발행해 논란이 되었다. Class F 주식은 회사 핵심 내부자인 알렉스 카프 CEO와 피터 털 이사회 의장 그리고 스테판 코헨 3인만 회사에 남아있으면 영구적으로 보유하는 주식으로 이들 3인 중 어느 한 명이라도 회사에 남아있는 한 다른 주식에 상관없이 과반수 이상의 의결권을 보장한다. Class F 주식의 의결권은 3인 중 몇 명이 회사에 남는지에 따라 다양하게 달라지는데, 회사에 남아있는 사람에 따라 최소 49.999999%(3인이 모두 남은 경우)에서 최대 66.099999%(스테판 코헨만 남은 경우)까지 바뀐다. 사실상 회사에 남아있는 3인이 회사 경영권을 완전히 장악하는 구조다.

그림 4. 스냅과 팔란티어



자료: 미래에셋증권 리서치센터

물론 최근 지배구조 의결권을 대행하는 ISS가 복수의결권의 일몰을 주장하면서 미국 하원에서도 관련 법안을 준비하는 등 과도한 복수의결권을 견제하려는 움직임이 있기도 하다. 하지만 주주 자본주의 전통이 강한 미국에서 이런 복수의결권이 허용된 이유가 무엇인지 이해할 필요가 있다.

4. 자본을 덜 고려하는 것이 주주에 유리해진 이유

실리콘밸리를 지배하는 기업 지배구조는 전통적 미국 기업 지배구조와 사실상 정반대일 정도로 다르다. 그래서 여전히 미국 내에서도 실리콘밸리 중심의 기업 지배구조에 비판적인 의견이 강하다.

그럼에도 **실리콘밸리 방식의 기업 지배구조가 자리잡은 것은 장기적인 투자수익률에 긍정적이기 때문**이다. 이는 시대에 따라 산업의 성격과 그런 산업을 이끌어가는 주체의 생각이 변했기 때문이다. 즉 2008년 금융 위기 이후 미국 경제의 가장 큰 변화는 **IT 소프트웨어 산업 중심**으로 경제 전반이 바뀌고 베이비부머에서 **밀레니얼**로 경제의 중심세대가 이동했다는 점이다.

IT 소프트웨어와 그로 인해 만들어진 인터넷 플랫폼에서는 이전 세대 주도 산업과 달리 자본 투입량이 절대적 영향력을 미치지 못한다. 전통 산업에서는 경쟁사보다 많은 자본력을 확보하면 경쟁사를 제압하는 것이 어렵지 않았다. 인수합병과 대규모 설비투자 그리고 그런 투자를 주도하는 관료화된 조직을 가동하는 것은 결국 자본에 따라 달라졌다. 하지만 IT 소프트웨어와 인터넷 업계에서는 1) 소수의 뛰어난 개발자들, 2) 불확실한 환경에서 새로운 방향을 제시할 통찰력, 3) 시장 선점을 만들 어낼 빠른 의사결정, 4) 생태계 구축을 위한 참여자 다수의 동의와 평판 등이 더 중요하다. 특히 소프트웨어 개발 쪽에서 인터넷을 통해 느슨하게 연결되어 프로그램을 개발하는 오픈소스 방식은 비슷한 집단들과의 연대와 평판이 중요한 요소가 된다. 과거 삼성그룹이 인터넷 벤처 지주회사인 e삼성과 e삼성인터넷내셔널로 인터넷 사업을 밀어붙였다가 실패한 사례가 이 산업이 자본과 전통적 조직만으로 안 된다는 것을 단적으로 보여준다.

밀레니얼은 IT 기반 기술에 익숙하고 디지털 세상에서 많은 시간을 보낸다. 특히 밀레니얼 세대는 전세계적으로 비슷한 생활패턴을 가지고 있어서 그 이전 세대보다 동질적이다. 또한 월가 점령 시위에서 드러난 것처럼 이전 세대에 대한 불신이 강하고, 매우 물질적이지만 환경이나 다양성 같은 글로벌 이슈에 민감한 것도 특징이다. 따라서 이들은 인터넷을 기반으로 디지털 세상에서 자신들의 이해관계에 따라 빠르게 조직화하고 사회 이슈나 평판을 체크하는데 익숙하다. 그 결과 밀레니얼은 전통 산업이 오프라인에 구축한 자본 중심의 기득권에 크게 연연하지 않고, IT 소프트웨어 중심의 산업 변화를 가속화시키는 중심세력이 된다.

이런 세상에서는 단순히 자본을 우대하는 방식만으로 투자에서 최선의 효과를 만들어내지 못한다. 조직과 권위가 아닌 통찰력과 철학을 가지고 공동체를 이끌어가는 리더십과 IT 기술 개발능력을 갖춘 **핵심 인재를 대우**하는 것이 더 효과적이다. 그런 이들은 경제적 보상도 중요하지만 경제적 보상 이상의 미래지향적 비전과 수평적 문화를 제공해야 한다. 수평적 문화에는 다양한 출신과 성별을 가진 이해관계자들을 차별하지 않고 동등하게 대우하는 것이 포함된다. 또한 단순히 사내 내부 인력뿐만 아니라 고객을 포함한 **다양한 이해관계자들을 자신들의 생태계에 포함시키기 위해서는 대외적 평판과 철학 등이 중요하다.** 그런 역량을 가진 이들을 확보하기 위해서는 당장의 경제적 보상에 더해 그들에 의해 만들어질 추가적 가치에 대한 보상과 그런 인재들이 활동할 수 있는 문화를 유지하기 위한 경영권 보장 시스템이 필요하다. 이것이 실리콘밸리를 포함한 혁신 기업들이 전통적 관점에서 보기에 이해하기 힘든 스톡옵션 발행과 복수 의결권을 선호하는 이유다.

물론 그런 실리콘밸리의 요구가 전통적 지배구조에 익숙한 자본 입장에서는 불만일 수 있다. 하지만 이들이 만들어내는 부가가치가 기존 산업에서는 생각하기 힘들만큼 크고 그런 부가가치가 소수의 핵심 인력과 문화에 의해서 지속적으로 창출되어, 이들의 요구를 수용하고서도 자본에게 이득이 된다면 자본은 그들의 요구를 수용할 것이다. 전체 파이를 키우는 능력이 매우 탁월하다면 내가 가져갈 지분도 일부 양보할 수 있다는 논리다. 그리고 실리콘밸리는 지난 10년간의 혁신을 통해 그들의 주장이 정당하다는 것을 보여줬다.

5. 실리콘밸리 기업 지배구조의 확장

탈중앙화 조직인 DAO도 실리콘밸리 기업 지배구조

최근 많이 회자되는 웹 3.0에서 언급되는 탈중앙화도 IT 소프트웨어 개발자 마인드가 반영된 개념이다. 따라서 탈중앙화에 기반한 조직인 DAO(Decentralized Autonomous Organization)도 실리콘밸리 지배구조 마인드가 이전보다 더 강하게 반영되어 있다.

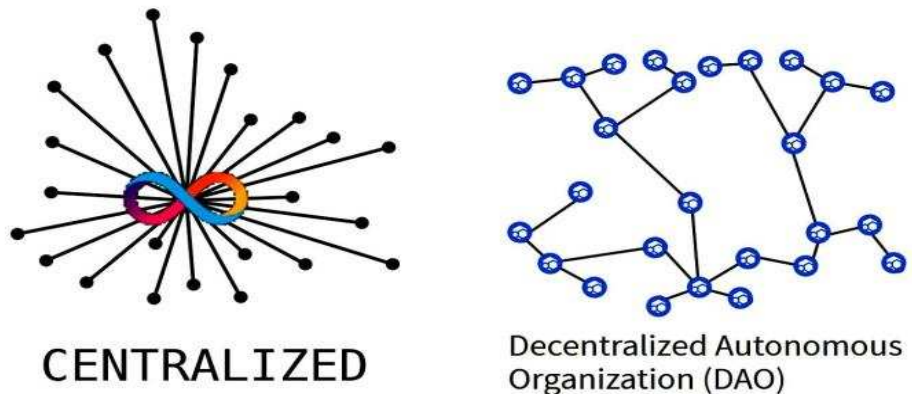
실리콘밸리 기업 지배구조에서는 회사 내부의 핵심 인력들을 자본보다 우대한다. 그러나 그들도 자본 이외의 외부 이해관계자들에 대해 지배구조 측면에서 고려하지 않고 있다. 반면 네트워크 참여자들에 의해 네트워크 가치가 크게 증가하는 네트워크 효과를 생각하면, 외부 참여자에게 네트워크의 지분과 의사결정권을 일정부분 제공하는 것이 전체 네트워크 가치를 증대하는데 유리하다.

물론 이는 기업의 주인을 자처하던 자본의 양보가 있어야 하는데, 이는 기존 회사 시스템에서는 쉽지 않을 수 있다. 그래서 기존 자본 중심의 회사 시스템과는 다른 코인을 통해 네트워크의 의결권과 미래 가치 증가분을 자본과 핵심 개발자를 포함한 조직 내부뿐만 아니라 조직 외부의 참여자들에게도 공유하겠다는 것이 탈중앙화에 기반한 DAO의 기본철학이다. 코인이 네트워크 의결권 역할도 하기 때문에, 자본 이외의 이해관계자들이 단순히 네트워크 성장에 따른 경제적 보상뿐만 아니라 네트워크를 변화시킬 수 있는 실질적 권리도 가지게 된다. 이제 조직의 주인은 단순히 자본을 대는 주주만이 아닌 것이다.

DAO에 대한 생각은 전통적 주주 자본주의 입장에서는 절대로 용인할 수 없는 발상이다. 전통적 주주 자본주의를 대표하는 버크셔 해서웨이의 찰리 멩거 부회장이 2021년 12월 한 금융세미나에서 가상자산의 존재 자체를 부정하면서 이를 금지시킨 중국인을 존경한다고 밝힌 것도 그런 맥락에서 이해된다. 찰리 멩거의 가상자산에 대한 경멸적 태도는 아마도 그가 가상자산에 내포된 기본적인 철학이 기존 자본주의를 위협할 수 있다는 것을 파악했기 때문이다.

인상적인 것은 주주 자본주의를 가장 철저히 실현하는 미국에서 실리콘밸리 지배구조를 극단으로 밀어붙이는 탈중앙화 논의가 가장 활발하게 이뤄지고 있다는 점이다. 이는 미국이 결국 투자 수익을 높이는데 도움이 된다면 그 모든 것도 수용할 수 있다는 자본의 논리를 철저히 이해하고 그에 따라 다양한 응용을 시도할 수 있는 유연함을 철저히 내재화하고 있기 때문이다.

그림 5. DAO(Decentralized Autonomous Organization)



자료: BitKE, 미래에셋증권 리서치센터

ESG도 실리콘밸리 방식의 기업 지배구조와 밀접

실리콘밸리 방식의 기업 지배구조는 ESG와도 밀접하게 관련되어 있다. 실리콘밸리 마인드에서 기업의 가치를 단지 자본을 낸 주주들만 독점하는 것은 정당하지 않다. 기업의 가치를 증가시킬 수 있는 이해관계자들은 대가를 가져가고 그런 장기적 가치에 지속적으로 기여하는 이들에게 더 많은 보상을 주는 것이 정당하다. 그리고 그런 이들이 신분과 출신성분을 넘어 자본의 유무에 따라 차별 받지 않고 활동할 수 있는 제도와 문화가 자리잡아야 한다. 그리고 이것이 단기적 이익에 연연하기 쉬운 자본이 중심이 된 주주 자본주의보다 대규모 자금을 장기간 운영하는 투자자 입장에서는 투자 수익에도 유리할 수 있다. 이것이 ESG의 기본 철학과 관련된다.

물론 ESG의 G와 관련해 실리콘밸리가 선호하는 복수의결권을 제한하려는 움직임도 존재한다. 하지만 단기 기업의 이익에 집중하는 기존 주주 자본주의에 대한 대안으로 자본 이외의 다양한 주체들을 고려한다는 점에서는 실리콘밸리 방식의 기업 지배구조와 일맥상통한다. 실리콘밸리가 있는 캘리포니아가 주정책 측면에서도 환경을 포함한 ESG에 적극적인 것도 그런 이유에서다. 다른 한편 미국 대도시 밀레니얼들이 ESG에 집중하는 것도 비슷한 맥락으로 이해할 수 있다. 실제로 2019년에는 밀레니얼 세대가 주축이 된 실리콘밸리 12개 빅테크 기업 종업원들이 기업들이 기후 변화 문제에 집중해야 한다는 의미에서 파업을 벌이기도 했다.

최근 ESG에서 지배구조 관련되어 부상하는 이해관계자 자본주의(Stakeholder Capitalism)도 그런 맥락에서 이해된다. 이해관계자 자본주의는 주주 자본주의(Shareholder Capitalism)의 대척점에 존재하는 개념으로 기업의 목적이 주주뿐만 아니라 직원, 공급업체, 고객을 포함한 더 넓은 공동체의 이익에 봉사하는 것이라고 주장한다. 이는 자칫 도덕적 공상주의자나 사회 개혁가의 생각으로 치부될 수 있지만, ESG가 투자 목적에서 장기적으로 대규모 기관투자자 이익을 극대화하는 것이라는 점을 고려하면 경제적 측면이 철저히 고려된 것으로 봐야 한다.

이해관계자 자본주의는 세계경제포럼이 주관하는 2021년 다보스 발표 섹션에 포함된 아젠다 중 하나로 선정되기도 했다. 또한 블랙록은 래리 핑크 회장이 CEO에게 보내는 2022년 편지에서 "수익에 집착하는 주주뿐만 아니라 모든 이해관계자에게 관심을 기울이는 것이 사업에서 돈을 버는 방법의 핵심"이라면서, "이런 평가를 통해 주주에게 계속 이익을 제공하고 장기적인 사업 수익성을 보장하는 것이 필요하다"고 밝혔다.

그림 6. 기업과 관련된 이해관계자들



The company at the center point of its stakeholders. Image: Schwab, Modern Company Management in Mechanical Engineering, 1971.

자료: 세계경제포럼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 블랙록 '이해관계자 자본주의' 서한



Dear CEO,
Each year I make it a priority to write to you on behalf of BlackRock's clients, who are shareholders in your company. The majority of our clients are investing to finance retirement. Their time horizons can span decades.

자료: 블랙록, 미래에셋증권 리서치센터

5. 실리콘밸리 방식의 기업지배구조가 갖춰야 할 높은 도덕성과 견제 시스템

지금까지 살펴본 것처럼 실리콘밸리 방식의 기업 지배구조는 성장이 정체된 시대에 미래 성장동력을 촉진하는 동시에 자본 중심의 주주 자본주의의 한계를 극복하고 장기적 성과를 이끌어내는 ESG와도 깊이 관련되어 있다. 그 결과 그동안 자본주의의 기반이었던 자본에게 다소 손해를 끼칠 가능성을 사회적으로 용인하고 있다.

반면 실리콘밸리 방식의 기업 지배구조가 허용하는 방식을 당초 목적과 달리 특정 개인의 사익에만 이용해서는 안된다. 이를 위해서는 이런 기업지배구조를 이끄는 이해관계자들이 높은 도덕성을 갖춰야 하며, 그렇지 못할 경우 퇴출될 수 있는 시스템이 구축되어야 한다.

미국의 복수의결권과 같은 기업 내부자들에 대한 특혜는 내부자가 회사의 가치를 지속적으로 개선할 때에만 인정되고 자식을 통한 세습은 용인되지 않는다는 불문율이 존재한다. 또한 복수의결권이 발행된 뒤에도 내부자가 회사를 제대로 키워내지 못할 경우, 그런 내부자는 시장에 의해 퇴출된다. 위워크 창업자인 뉴먼이 개인회사를 통해 상표권과 위워크 건물 임대권 그리고 후임 경영자 지정 권한 등의 특혜를 보장받았지만, 2019년 상장 직전 개인적 파티와 마약 남용 문제가 제기되어 상장이 무산되자 투자자들에 의해 회사에서 쫓겨났다. 이런 일이 가능하려면 주주 자본주의가 강조하는 외부 자본의 권리 보장에 대한 사회적 합의가 있어야 한다.

즉 실리콘밸리 방식의 기업 지배구조를 주장하려면 스스로 높은 수준의 도덕성을 구비해야 한다. 도덕은 단순히 법률을 위반하지 않았다고 잘 지킨 것이 아닌 것처럼, 특별한 상황 하에서 용인된 실리콘밸리 방식의 기업 지배구조에서 특혜는 법적 규제 이상을 스스로 지키는 노력이 필요하다. 이때 높은 도덕은 보편적인 사람들이 대부분 수긍할 수 있는 수준이어야 하고, 당초 생각한 것과 실제 반응이 다를 때에는 스스로 반성하고 수정할 수 있어야 한다. 실제로 실리콘밸리 기업들이 구글의 사훈인 “사악해지지 말자”처럼 도덕적이고 이상적인 가치를 강조하는 것도 그런 이유에서다. 그런 도덕성이 뒷받침되지 못한 채 성장산업 논리로 실리콘밸리 방식의 기업 지배구조의 특혜를 주장하는 이들은 결국 사기꾼일 수 밖에 없다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.