

스타트업 생태계 바로 읽기

Exit를 중심으로 본 생태계의 작동원리와 시사점

2021. 3. 3.

연구책임

유 효 상

[숭실대학교 중소기업대학원 교수]



KOREA
STARTUP
FORUM

안녕하세요. 코리아스타트업포럼 대표 최성진입니다.

디지털 혁신에 기반한 급격한 경제 구조의 변화는 장기적인 미래가 아니라 눈앞의 현실로 다가왔습니다. 특히, 2020년 이후 전 세계를 휩쓸고 있는 코로나19는 그 파급력이 너무나도 강력해서 디지털 전환을 가속하고 있습니다. 정부가 2020년 7월에 발표한 한국판 뉴딜 종합계획에 인용한 세계경제포럼(WEF)의 분석에 따르면, 디지털 기반 플랫폼 기업이 지난 10년간 글로벌 GDP 중 신규 부가가치의 70%를 창출했습니다. 디지털 혁신 역량을 가진 기업이 세계 경제에서 차지하는 위상은 날이 갈수록 커지고 있습니다. 이제 혁신적인 스타트업 생태계의 경쟁력이 곧 국가경제의 경쟁력이라는 말은 결코 과한 주장이 아닙니다.

오늘날 디지털 경제의 중심으로 추앙받는 실리콘밸리는 하루아침에 탄생한 것이 아닙니다. 세계대전의 파고를 넘어선 미국의 연방정부는 과학기술의 발전에 큰 관심을 기울였고, 튼튼한 대학과 연구조직의 바탕 위에서 혁신적인 앙트레프레너들이 등장했습니다. 이들의 모험적인 사업에 투자하는 벤처캐피탈이 등장했고 수많은 시행착오를 거치며 발전했습니다. 당시 미국의 기술 대기업은 스타트업의 혁신 역량을 적극적으로 인수하였고, 성공적인 창업 경험을 일군 앙트레프레너들은 새로운 창업에 도전하거나 스스로 투자자로 변신하며 생태계를 강화해나갔습니다. 지금의 실리콘밸리는 2차 세계대전 이후 미국의 7~80년의 역사가 집약된 기술·경제 문명의 첨단이라고 부를만합니다.

우리나라 스타트업 생태계의 경쟁력 또한 다른 국가에 비해 결코 뒤처지지 않습니다. 8~90년대 기술벤처, 2000년대 인터넷벤처 시대를 거쳐 역량 있는 창업가들이 다수 등장했으며, 이 시기에 만들어진 기업 일부는 오늘날 국내의 간판 기업으로 성장했습니다. 2010년대 모바일 혁명 이후, 국내의 스타트업 생태계는 이전의 경험을 발판 삼아 새로운 활성화의 전기를 맞이하고 있습니다. 배달의민족, 야놀자, 토스, 직방, 쉐리 등 전국민적 인지도를 갖춘 플랫폼 기업이 성장하고 있으며, 나스닥 상장을 준비하고 있는 쿠팡이나 최근 글로벌 M&A에 성공한 하이퍼커넥트의 사례처럼 국내 스타트업의 글로벌 진출도 활발합니다.

이처럼 긍정적인 흐름을 이어나가기 위해서는 스타트업 생태계의 작동원리와 선순환 구조에 대해 우리 사회가 더 폭넓게 이해하고 관심을 기울일 필요가 있습니다. 고위험·고성장 비즈니스 모델로 무장한 스타트업은 투자를 통해 성장하며, 대개 이 투자는 스타트업의 엑시트를 통한 재무적 이익 실현을 기대하며 이루어집니다. 따라서 M&A나 IPO로 대표되는 엑시트는 스타트업 생태계의 중요한 퍼즐입니다. 크고 작은 엑시트가 활발해져야 <창업 → 투자 → 성장 → 엑시트 → 재창업/재투자>로 이어지는 생태계의 선순환이 더 건강해집니다. 스타트업의 성공적인 엑시트가 창업자나 투자자에게 이익을 줄 뿐만 아니라 경제 전반에 긍정적인 활력을 부여한다는 점을 함께 이해하고, 이 과정에 성공한 이들을 명예롭게 존중하는 문화가 조성되어야 할 것입니다.

이러한 문제인식 위에서 코리아스타트업포럼은 '반환점에 선 유니콘'의 저자인 송실대학교 유효상 교수님과 함께 연구 프로젝트를 진행하였고, 이 보고서는 그 결과물입니다. 우리는 이번 연구를 통해 그동안 어렵פות이 알고 있다고 여겨졌던 스타트업 생태계를 새롭게 조명하였습니다. 스타트업, 투자자, 엑시트를 생태계의 세 가지 축으로 상정하고 각각의 작동 원리와 최신 동향, 시사점을 도출하였습니다. 그리고 이 논의들에는 우리가 당장이라도 인식하고 실천할 수 있는 과제들이 스며들어 있습니다. 보고서의 결론 부분에 제시된 내용 외에도 ▲페이콘(실패박람회)의 개최, ▲해외 유니콘 비즈니스 모델의 분석과 국내 규제의 선제적 개선, ▲비즈니스 엔젤 활성화 등은 국내 스타트업 생태계에 상당한 의미를 가진다고 보여집니다.

우리는 이 연구 결과물이 널리 읽혀 스타트업 생태계에 대한 상호 이해의 수준을 높이고, 우리 사회가 함께 실천할 수 있는 전략적 과제를 합의하는 데에 도움이 될 수 있기를 기대합니다. 스타트업 생태계의 발전에 관심을 기울여주시는 모든 분들께 진심으로 감사드립니다.

코리아스타트업포럼 대표 최성진



- 디지털 혁신 역량을 가진 기업이 세계 경제에 미치는 영향력이 점차 커지고 있으며, 이러한 현상은 코로나19 이후에 더욱 가속화됨. 스타트업 생태계의 경쟁력이 곧 국가경제의 경쟁력인 셈.
- 스타트업 생태계는 3가지 축으로 구성됨.
 - ① 스타트업(Startup)
 - ② 투자자(Investor)
 - ③ 엑시트(Exit)

1. 스타트업

- 스타트업(Startup)은 앙트레프레너와 비즈니스모델의 결합
- 비즈니스 모델의 중요성을 이해하고 전세계적 동향을 파악해야 함.
 - 해외 각국에서 실시간으로 등장하는 유니콘은 국내의 스타트업 창업자들이 시장에서 검증된 비즈니스 모델로 참조하거나, 정책 결정권자들이 규제를 혁신하는 과정에서 중요한 시사점을 제공함
 - 일각에서는 ‘원조 격에 해당하는 비즈니스’를 창출한 기업을 으뜸으로 생각하지만 꼭 그렇지는 않음. ‘0 to 1’ 뿐만 아니라 원조에서 영감을 얻고 모방과 혁신을 통해 시장을 극대화하는 ‘1 to 100’ 기업도 혁신적인 스타트업이라 평할 수 있음
- 스타트업의 성공 확률은 극히 희박함
 - 여러 논의를 종합하면 스타트업의 실패 확률은 90%가 넘는다는 것이 정설
 - “I have not failed, I’ve just found 10,00 ways that won’t work“ (토마스 에디슨)
 - 실패박람회 Failcon “실패는 단지 혁신의 일부”

2. 투자자

- 투자자(Investor)는 스타트업이라는 위험에 투자하는 생태계의 필수 불가결한 주체
- 스타트업은 성장 단계별로 여러 차례의 투자 라운드를 거침
 - Sweat Equity : 앙트레프레너가 몸으로 때우고 개인적 관계로 자금을 동원
 - 시드/엔젤 : 제품 출시 및 매출 발생 이전 통상 3~5억 내외 (데스벨리)
 - 시리즈 : 매출 발생 이후의 기관 투자. 통상 A~B를 초기투자, C~를 후기투자
- 최근 VC 생태계에 '후기 투자 몰아주기 현상'이 심화되고 있음
 - 미국 기준으로 2009년에는 90% 이상의 기업이 시드 투자를 1차례 받은 뒤 시리즈 A에 해당하는 VC 투자를 유치함. 그러나 2018년에는 시드 투자를 1차례만 받고 시리즈 A를 유치한 기업의 비중이 30%로 낮아지고, 전체적으로는 시리즈 A 이전에 시드 투자를 유치하는 횟수가 평균 약 3회로 증가함
 - 기관투자의 문턱이 높아진 조건에서 생태계가 발전을 이어가기 위해서는 데스벨리 구간의 스타트업을 시드 투자로 지탱할 비즈니스 엔젤의 중요성이 높아짐
- 투자자 이해하기
 - 목적에 따른 투자자 유형 : FI(재무적 이익) ↔ SI(전략적 목표)
 - 통상적인 FI는 LP의 자금으로 운영되는 PE로써 운용기한이 정해져 있음.
 - 대표적인 SI인 CVC는 M&A의 핵심 주체로써 생태계에서의 중요성이 높아지고 있음
 - 보통 수십억 원 단위의 투자를 하는 한국의 VC는 몇 백억 원에서 1,000억 원 단위로 이뤄지는 유니콘 스타트업 단계의 투자에 참여하기가 현실적으로 어려움

3. 엑시트

○ 엑시트의 중요성

- 앙트레프레너는 경영하여 기업의 가치를 높이고, 투자를 통해 해당 기업의 지분을 보유한 투자자는 높아진 기업가치를 이익으로 실현하여 회수하는 동맹 관계임

○ 대부분의 엑시트는 초기단계 M&A를 통해 이루어짐

- 뉴욕 엔젤 투자의 아버지인 데이비드 로즈의 논의에 따르면 엔젤 투자를 유치한 스타트업 중 50%는 파산하고 IPO에 이르는 비중은 0.1%에 불과하며, 성공적인 엑시트의 상당수는 M&A를 통해 이루어짐
- 실제로 CB insight의 조사에 따르면 2016년 3,358개의 스타트업 엑시트 중 3,260개가 M&A를 통해 이루어졌으며, IPO는 98개에 그침. 그리고 약 60%의 기업이 시리즈 B 혹은 그 이전 시점에 엑시트에 성공함

○ IPO 중심의 국내 스타트업 엑시트, 99%의 스타트업은 사각지대

- 중소벤처기업부 창업기업 동향에 따르면, 연간 약 1만 개의 스타트업이 새로 만들어짐
- 국내 벤처투자 회수 시장의 경우 M&A를 통한 엑시트는 2019년 금액 기준 0.5% 수준에 불과해 상당히 취약하고, IPO를 통한 회수 비중이 36.7%로 의존도가 상당히 높음
- IPO를 통해 엑시트할 수 있는 스타트업은 극소수에 불과함. 2015년부터 2020년 기간 중 연평균 신규 상장 기업 수는 약 72개. 연평균 스타트업 창업을 1만 건이라고 가정한다면, 이들 스타트업 중 창업 이후 꾸준히 성장하여 IPO를 통해 엑시트를 할 수 있는 비중은 0.7% 수준에 불과하다는 결론에 도달
- 다시 말해 IPO가 중심이 되는 국내의 회수 시장 환경은 나머지 99.3%에 해당하는 스타트업의 엑시트를 소외시키는 결과를 초래

○ 국내 스타트업과 글로벌 자본의 결합은 자연스러운 현상

- 상장 당시 한국과 일본의 게임 시장 상황을 비교하면 넥슨 창업자인 김정주 대표의 선택은 경영자로서의 합리적 결정. 미국에서 상장을 준비하는 쿠팡 또한 따지고 보면 미국 법인이 미국에 상장하는 셈. 국내 기업의 해외 진출을 장려하듯, 해외기업의 국내 진출

은 비난하기 어려움.

- 게르만 민족이라는 비판에 시달린 배달의민족의 사례도 마찬가지. 배달의민족이 평가받은 5조 원이라는 금액은 2019년 12월 코스피 기준 20위권에 해당하는 금액으로 2021년 2월 현재 이마트의 시가 총액과 유사함. 당시 적자 상태였던 배달의민족은 국내 상장이 쉽지 않았으며, 이 기업을 5조 원에 인수할 수 있는 국내 대기업도 존재하기 어려웠던 상황
- 앞으로도 글로벌 자본과 결합하는 스타트업의 엑시트 사례는 다양하게 등장할 것. 이 상황에서 우리가 따져야 할 것은 자본의 국적이 아니라, 해당 기업의 비즈니스가 자국의 경제(고용과 세금 등)에 미치는 영향임.

○ 엑시트 활성화와 생태계의 선순환을 위한 주요 과제

- 창업 초기 단계에서 300만 달러 내외의 M&A를 통한 엑시트가 대다수 스타트업이 택할 수 있고 실현 가능한 ‘보편적이고 교과서적인 모델’로 인식해야
- 성공적인 엑시트 사례를 만들어낸 앙트레프레너를 명예롭게 존중하고 이들이 다른 방식으로 생태계의 선순환에 기여할 수 있도록 독려하는 것이 사회 전체 발전에 이로움.
- 자금력을 가진 대·중견기업과 혁신 역량을 가진 스타트업이 활발하게 교류할 수 있는 오픈 이노베이션(open innovation)의 장이 대폭 활성화되어야 함
- 대·중견기업이 특정 스타트업의 인수를 검토할 때 지분 취득에 따른 각종 의무를 일정하게 완화하거나 유예하는 소프트 랜딩 대책이 필요함.
- IPO의 경우 적자 상태라 할지라도 성장성 높은 기업이 시장에서의 평가를 통해 원활하게 상장할 수 있는 개선 방안을 마련해야 함.
- 성공한 앙트레프레너가 자신의 경험을 가지고 새로운 창업에 도전하거나, 후배 창업가를 육성하고 투자하는 비즈니스 엔젤로 거듭나는 등 성공의 열매를 사회의 발전에 나누는 모범 사례들이 많아져야 할 것.

서 론

세계 경제를 이끄는 혁신 기술과 스타트업 생태계

본 론

1. 스타트업, “불가능에 도전하는 혁신 기업”

- ▶ 스타트업 정의내리기
- ▶ E (Entrepreneur, 앙트레프레너)
- ▶ BM (Scalable Business Model, 성장가능성이 있는 비즈니스 모델)

2. 투자자(Investor), “위험에 투자하는 생태계의 필수 불가결한 주체”

- ▶ 스타트업의 투자 라운드
- ▶ 최근 벤처투자 동향과 시드 투자, 비즈니스 엔젤의 중요성
- ▶ 투자자 이해하기
- ▶ 아시아퍼시픽 및 국내 벤처투자 동향
- ▶ 스타트업 생태계의 또 다른 큰 손, CVC(기업주도 벤처캐피털)

3. 엑시트(Exit), 스타트업의 결승선

- ▶ 투자 유치 단계에서부터 엑시트에 대한 전략이 있어야 한다.
- ▶ 대부분의 엑시트는 초기 단계에 M&A를 통해 이루어진다.
- ▶ 국내 스타트업 엑시트 주요 사례
- ▶ IPO 중심의 국내 스타트업 엑시트 환경, 99%는 사각지대.
- ▶ 엑시트 활성화와 생태계의 선순환을 위한 주요 과제
- ▶ 엑시트는 스타트업 생태계 선순환의 완성이다.

1장 세계 경제를 이끄는 혁신 기술과 스타트업 생태계

○ 디지털 혁신 역량을 가진 기업의 경제적 위상이 날이 갈수록 증대

- 기업의 가치는 일반적으로 기업이 발행한 총 주식 수량에 주가를 곱한 시가총액으로 평가받음. 시가 총액은 변동성이 높으나, 해당 시기 경제와 산업의 큰 흐름을 파악하는 데에 도움이 됨

순위	기업명 (국가)	시가 총액	원화 환산
1	애플 (미)	2.27 조 달러	2,515 조 원
2	마이크로소프트 (미)	1.84 조 달러	2,045 조 원
3	아마존 (미)	1.65 조 달러	1,827 조 원
4	구글 (미)	1.41 조 달러	1,566 조 원
5	텐센트 (중)	9,372 억 달러	1,035 조 원
6	테슬라 (미)	7,833 억 달러	867 조 원
7	페이스북 (미)	7,702 억 달러	852 조 원
8	알리바바 (중)	7,289 억 달러	805 조 원
9	TSM (대만)	7,159 억 달러	791 조 원
10	버크셔해서웨이 (미)	5,692 억 달러	628 조 원

[자료] 2021년 2월 15일 기준 전 세계 기업 시가총액 상위 10개 (*주 : 사우디아라비아의 국영 석유기업이며, 주식시장에 공개된 주식 지분 비율이 매우 제한된 '아람코'는 제외)

- 코로나19로 전 세계가 위기인 2021년 2월 15일 기준 세계 시가 총액 상위 10개 기업 중 8개가 스타트업으로 출발하여 ICT 역량으로 성장한 기업들에 해당. 2007년 글로벌 금융위기 직전에는 엑손모빌(미국), 페트로차이나(중국)를 필두로 에너지기업과 씨티그룹과 같은 금융기업들이 주류를 이루고 있었던 상황과는 상당히 대조적인 모습임

순위	기업명 (국가)	시가 총액
1	엑손모빌 (미)	4,485 억 달러
2	GE (미)	3,866 억 달러

3	마이크로소프트 (미)	2,936 억 달러
4	씨티그룹 (미)	2,695 억 달러
5	페트로차이나 (중)	2,618 억 달러
6	AT&T (미)	2,548 억 달러
7	로열더치셸 (영)	2,408 억 달러
8	BoA (미)	2,250 억 달러
9	공상은행 (중)	2,233 억 달러
10	토요타 (일)	2,163 억 달러

[자료] 2007년 5월 31일 기준 전 세계 기업 시가총액 상위 10개

- 중국의 플랫폼 기업 텐센트, 알리바바를 비롯하여, 중국 또한 시가총액 상위 대다수가 스타트업으로부터 출발하여 성장한 기업임
- 딜리버리 앱 운영사 메이투안, 전자상거래 플랫폼 제이디닷컴, 전자기기 개발사 샤오미 등이 대표적. 비상장 상태인 바이트댄스(AD), 디디추싱(승차 공유)도 상당히 높은 기업 가치를 평가받음

순위	기업명	시가 총액 (한화 환산)
1	텐센트	1,035 조 원
2	알리바바	805 조 원
3	메이투안	373 조 원
4	핀두어뚜어	266 조 원
5	제이디닷컴	172 조 원
6	낭더스다이	165 조 원
7	바이두	118 조 원
8	샤오미	100 조 원
비상장	바이트댄스	195 조 원
비상장	디디추싱	67 조 원


[자료] 2021년 2월 15일 기준 중국 주요 스타트업 시가총액 / 비상장 기업의 경우 기관 평가 금액

- 2021년 2월 15일 기준, 코스피 시총 상위 10개 기업 중에는 스타트업으로 출발하여 혁신 역량으로 성장한 3개의 기업이 이름을 올림 (셀트리온, 네이버, 카카오)

순위	기업명	시가 총액	외국인 비율
1	삼성전자	548조 원	56%
2	SK하이닉스	91조 원	49%
3	LG화학	67조 원	45%
4	NAVER	60조 원	57%
5	삼성SDI	53조 원	44%
6	삼성바이오	52조 원	10%
7	현대자동차	52조 원	31%
8	셀트리온	44조 원	21%
9	카카오	43조 원	34%
10	기아차	35조 원	34%

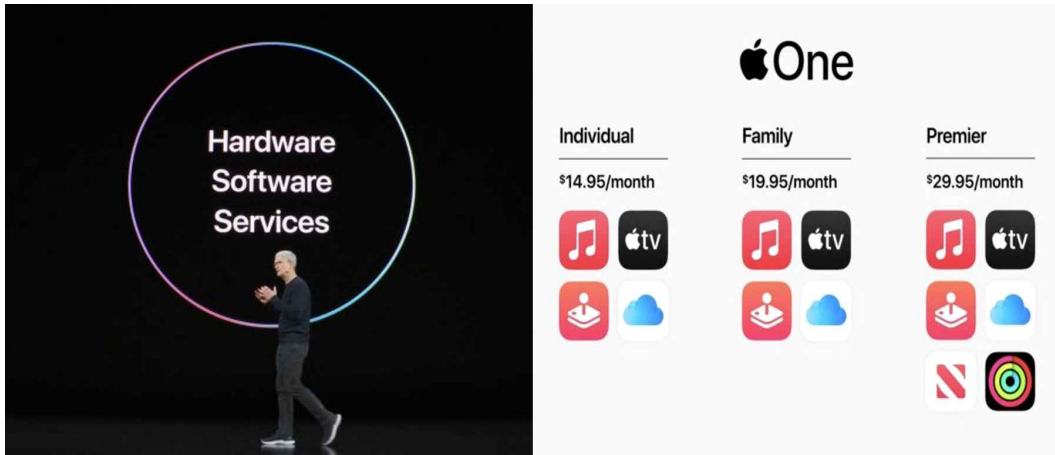
[자료] 2021년 2월 15일 기준 대한민국 시가총액 상위 10개

- 국내 기업의 약진에도 불구하고, 미국 주도 글로벌 IT 기업의 영향력에는 크게 못 미치는 것이 현실. 일례로, 국내의 모든 상장 기업(코스피)의 기업 가치를 합산하여도, 글로벌 1위인 애플의 시가총액에 미치지 못함

애플	국내 기업 (2,422개 사)		
	거래소	기업 수	합산 시가총액
	코스피	803 개	2,140조 원
	코스닥	1,478개	388 조 원
	코넥스	141 개	6 조 원
	2,534조 원		
2,515조 원			

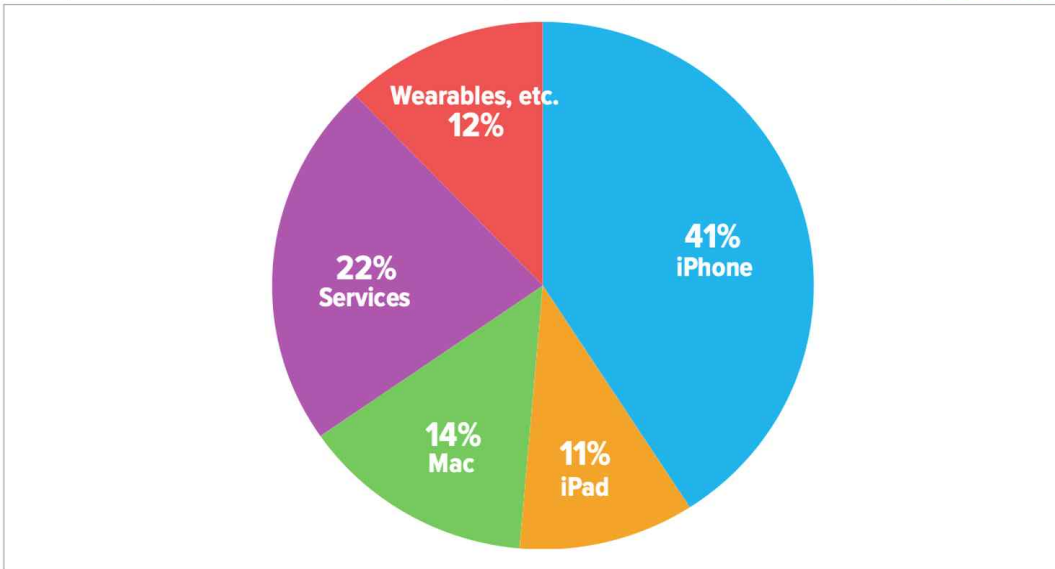
[자료] 2021년 2월 15일 기준, 애플과 국내 상장 기업 시가총액 비교

- 스티브 잡스 이후 많은 전문가들은 애플의 내림세를 예측했으나, 새로 CEO의 지휘봉을 맡은 팀 쿡은 애플의 서비스 분야 사업을 강화하고 매출을 다각화하면서 도약을 이어가고 있음



Apple quarterly revenue by category

SIXcolors



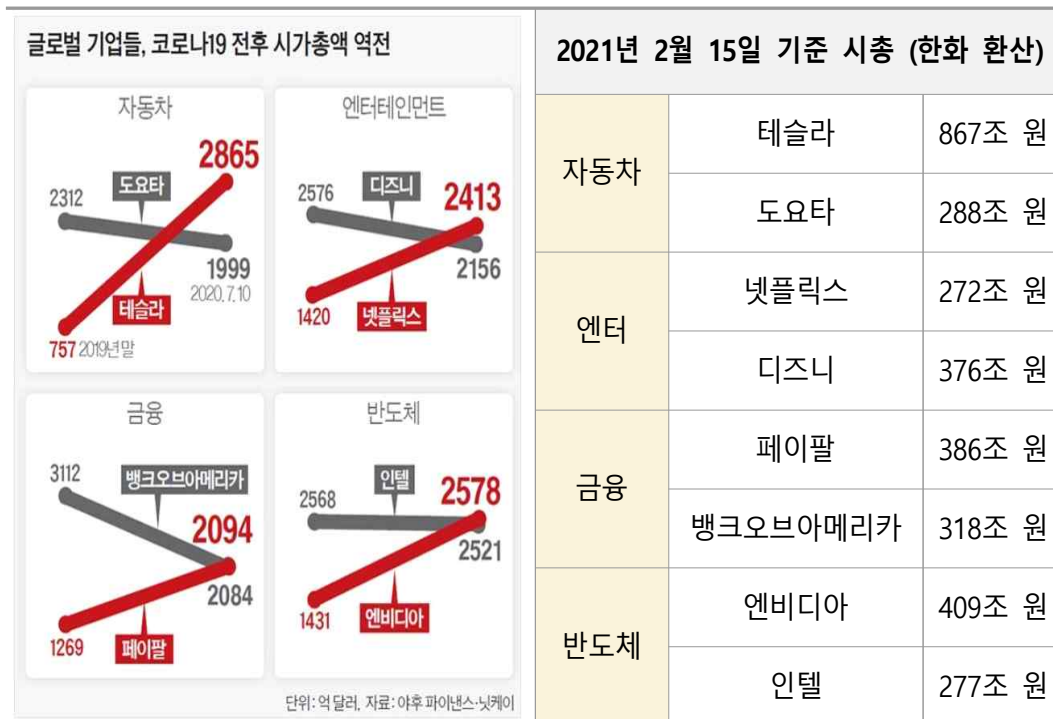
Source: Apple disclosures. October 29, 2020

○ 코로나19 이후 주요 부문에서의 시가 총액 역전 현상

- 유사한 시장에서 소비자의 선택을 받기 위해 경쟁하는 전통산업 대기업과 신흥 디지털 기업의 기업 가치 역전도 주의 깊게 지켜 볼 대목
- 도요타는 전 세계 자동차 산업에서 오랜 기간 1위로 평가받은 일본의 기업이며, 2019년 말 기준으로 시가총액 2,312억 달러를 기록. 신흥 기업인 테슬라는 2003년 설립하였고 과거에 페이팔을 창업하여 성공한 이력을 가진 앙트레프레너 엘론 머스크가 CEO를

말고 있음. 2019년 말 기준 테슬라의 시가총액은 757억 달러로 평가받음

- 그러던 중 테슬라는 2020년 8월 3일 시총 2,767억 달러를 기록하며 도요타를 역전하였고,¹⁾ 2021년 1월 현재 양사의 시가총액은 3배 수준 차이로 벌어짐. 다수의 산업 전문가들은 테슬라의 성공을 회의적으로 전망했으나, 테슬라는 이러한 예측을 뒤집고 최근 전기자동차 시장의 급격한 부상, 자동차 생산 기술의 파괴적 혁신, 소프트웨어 개발 역량의 결합 등을 발판 삼아 세계 자동차 산업의 간판 기업으로 도약함



[자료] (좌) 중앙일보 인포그래픽, (우) 2021년 기준 동 기업 시가 총액

- 비슷한 역전 현상은 엔터테인먼트와 금융 분야에서도 발생. 중앙일보 기사에 따르면, 지난 2020년 7월 10일 뉴욕 증시에서 넷플릭스의 시가 총액은 2,413억 달러로 디즈니(2,156억 달러)를 앞질렀고, 같은 날 미국의 간편결제·핀테크 기업인 페이팔은 시가 총액 (2,094억 달러)에서 116년 역사의 상업은행인 뱅크오브아메리카 (2,084억 달러)를 앞지름²⁾

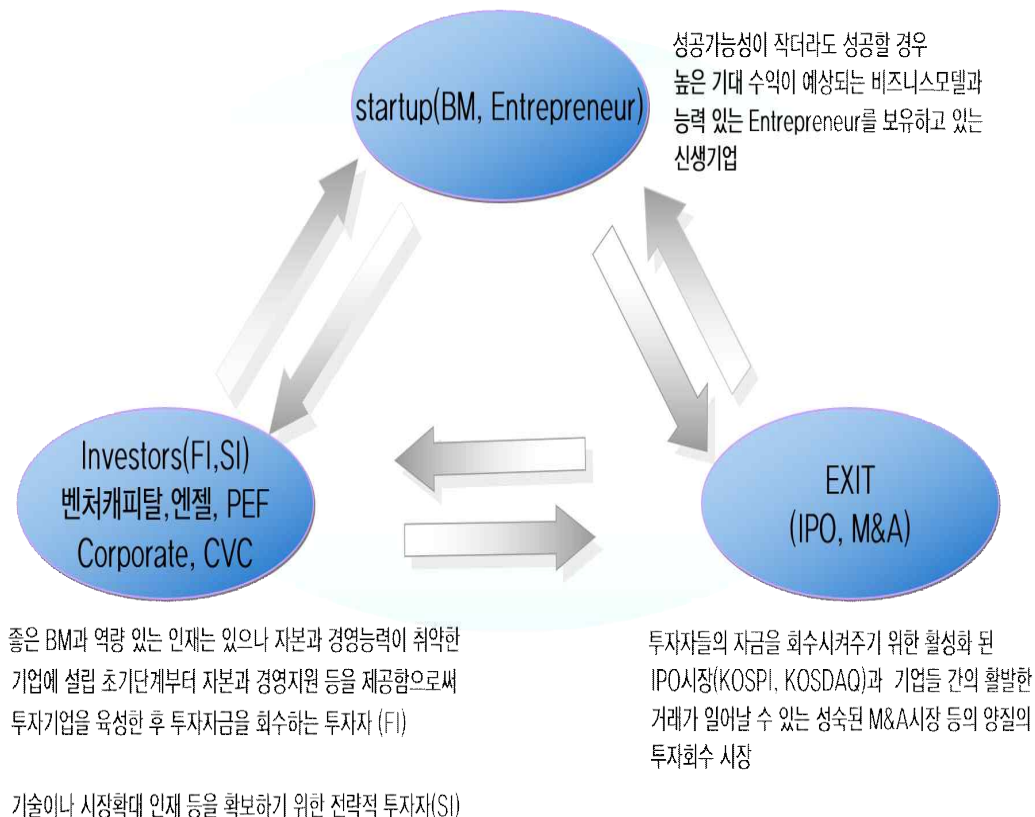
1) 천예선, 「“2017년 무슨 일이?” 도요타도 애플도 ‘테슬라’ 놓쳤다」, 《헤럴드경제》, 2020.12.26.

2) 주정완, 「넷플릭스>디즈니, 페이팔>BOA...간판기업 다 바뀌었다」, 《중앙일보》, 2020.7.13.

- 한국에서도 2020년 5월경 카카오가 현대차의 시총을 앞서며, ‘시장의 주도주 변화를 대변하는 상징적인 현상’으로 주목을 받은 바 있음³⁾

○ 스타트업 생태계를 작동하는 3가지 축

- 각국이 지닌 스타트업 생태계의 발전 정도가 향후 세계 경제에서의 경쟁력에 상당한 영향력을 미칠 것이라는 점은 분명함.
- 스타트업 생태계라는 표현을 쓰는 이유는 스타트업이 내적인 자기 완결성으로 성장하는 기업이 아니기 때문. 스타트업뿐 아니라 투자자와 엑시트의 상호작용을 동시에 봐야 함. 큰 틀에서 생태계의 작동원리를 이해하고 각 요소의 역할, 관점, 최근의 동향을 파악하는 것이 중요



[자료] 스타트업, 투자자, 회수(Exit)가 삼위일체 되어야 생태계가 작동한다

³⁾ 문현경, 「시총 21조 경총, 카카오의 질주...세계 2위 현대차도 눌렀다, 《중앙일보》, 2020.5.22.

- **스타트업(Startup)**은 ‘확장 가능한 비즈니스 모델을 탐색하고, 개발하고, 검증하기 위해 앙트레프레너(Entrepreneur)가 시작한 회사 또는 프로젝트’. 스타트업은 매우 높은 불확실성에 직면하고, 실패 확률이 높음. 그러나 그 중 소수는 크게 성공하여 강력한 영향력을 행사함
- **투자자(Investor)**는 좋은 비즈니스 모델과 역량 있는 앙트레프레너가 있으나 자금력이 부족한 스타트업에 자본과 경영자원을 제공함으로써 투자 기업을 육성하는 주체. 이들은 투자 대상 기업이 잘 성장한 뒤, 추후 높은 수익률을 거두는 것을 목표로 함. (Financial Investor, FI). VC와 PE(사모펀드)가 대표적인 FI 투자자. FI와 달리 SI(Strategy Investor)는 수익률이 아닌, 해당 기업이 가지는 기술력, 인재, 시장 확대, 브랜딩과 같은 전략적 목적을 가지고 투자함. CVC가 대표적인 SI 투자자.
- **엑시트(Exit)**는 스타트업 생태계의 선순환을 일으키는 핵심 고리. 비상장 상태로 시작하는 스타트업은 공개시장에서의 IPO 또는 더 큰 기업과의 M&A를 통해서 투자금의 회수가 가능함. 투자한 스타트업의 엑시트를 통해 이익을 본 투자자의 자금은 새로운 스타트업에 대한 재투자로 이어짐. 마찬가지로 엑시트에 성공한 앙트레프레너(Entrepreneur)는 시리얼 앙트레프레너(Serial Entrepreneur)가 되거나, 스스로 투자자로 변신하여 생태계를 활성화할 수 있음
- 오늘날 실리콘밸리의 성공신화는 ‘**창업 → 투자 → 엑시트 → 재창업 혹은 재투자**’로 이어지는 선순환이 수십 년간 축적된 결실임
- **종합하면**, 스타트업은 투자를 통해 성장할 수 있으며 투자 수익을 목적으로 하는 투자자는 스타트업의 엑시트가 활성화되지 않는다면 투자의 유인이 없음. 엑시트가 활성화되면 더 많은 투자자금이 새로운 스타트업으로 유입되고 생태계가 활성화 됨. 따라서 스타트업, 투자자, 엑시트 중 어느 하나의 요소라도 제대로 역할 하지 않는다면 생태계는 발전하기 어려움.

2장 스타트업, “불가능에 도전하는 혁신 기업”

1) 스타트업 정의 내리기

○ 국내에서는 「중소기업창업지원법」으로 규율함

- 1986년에 제정된 「중소기업창업지원법」 제2조에 따르면 창업자는 ‘중소기업을 창업하는 자와 중소기업을 창업하여 사업을 개시한 날로부터 7년이 지나지 아니한 자’로 정의. 일반적으로 국내의 창업이나 스타트업 육성 정책은 위의 규율에 따름. 그러나 주요국은 통상적으로 스타트업에 대한 법적 정의를 두지 않으며, 일반적으로 기술기반으로 창업한 비상장 기업을 통칭

○ 실리콘밸리에서는 스타트업 정의에 관한 다양한 논의가 있음

- 창업자의 필독서로 평가받는 <린 스타트업>의 저자 에릭 리스는 스타트업을 정의하는 데에 있어서 ‘극심한 불확실성’에 주목함. 그는 같은 책에서 스타트업을 ‘극심한 불확실성 속에서 새로운 제품이나 서비스를 만들고자 하는 조직’으로 정의함
- Y컴비네이터의 공동 앙트레프레너인 폴 그레이엄은 ‘고성장’을 핵심으로 인식. 그는 칼럼에서 ‘스타트업은 성장(Startup = Growth)’이라고 명명하며 성장만이 스타트업을 다른 기업과 구분할 수 있는 유일한 기준이라 주장
- 실리콘밸리의 대표적인 시리얼 앙트레프레너(Serial-Entrepreneur)인 스티브 블랭크는 “스타트업은 반복적이고 확장 가능한 비즈니스 모델을 찾아내기 위해 만들어진 조직을 의미한다.”라고 주장. 이에 따르면 스티브 블랭크는 기업 그 자체보다도 **비즈니스 모델**을 강조
- 영문판 위키피디아는 이상의 논의를 집약한 스타트업의 정의가 잘 정리됨. 해당 문서에서는 스타트업을 “**확장 가능한 비즈니스 모델(Scalable Business model)**을 탐색하고, 개발하고, 검증하기 위해 **앙트레프레너(Entrepreneur)**가 시작한 회사 또는 프로젝트. 스타트업은 매우 높은 불확실성에 직면하고 실패 확률이 높다.”라고 설명함⁴⁾

<S(Startup) = E(Entrepreneur) x BM(Scalable Business model)>**※ 미국 스타트업에 관한 흥미로운 통계 모음⁵⁾**

- 2015년, 스타트업은 미국에서 약 2백만 개 이상의 일자리를 창출했다. (U.S. Census Bureau)
- 미국에서는 약 69%의 앙트레프레너가 자신의 집에서 스타트업을 창업했다. (Small Business Trends)
- 스타트업 창업자는 전체 근무시간의 40% 안팎을 고용, 인사관리, 급여관리, 세무행정 등 직접적으로 매출이 발생하지 않는 업무에 사용한다(Entrepreneur)
- 평균적으로, 스타트업이 최초로 사람을 고용하기까지는 6개월이 소요된다. (Forbes)
- 스타트업 창업자가 비즈니스 모델을 검증하기 위해서는 애초 자신의 예상보다 2배에서 3배 더 긴 시간이 필요하다. (Forbes)
- 이익을 내는 스타트업은 전체의 40%에 불과하다. 다른 30%는 위태로운 상황에 놓여 있으며, 또 나머지 30%는 계속 적자를 본다. (Small Business Trends)
- 2017년, 시리즈 A 이전 단계의 스타트업 중 67%가 기관투자 유치 이전에 이미 매출을 창출하고 있었으며 이는 2010년의 11%에 비해 매우 증가한 수치이다. (TechCrunch)
- 소규모 비즈니스를 성공시킨 앙트레프레너의 82%는 제한된 현금 흐름 속에서도 회사를 운영할 수 있는 자격과 경험을 보유하고 있는 것으로 보인다. (Small Business Trends)
- 팀으로 운영되는 스타트업이 개인 앙트레프레너에 비해 163% 더 나은 실적을 보였다. (First Round Capital)
- 공동 창업자 중 여성이 포함된 팀은 전부 남성으로 구성된 스타트업에 비해 63% 더 나은 실적을 보였다. (First Round Capital)
- 2016년 기준, 유럽 스타트업 앙트레프레너의 14.8%만이 여성이다. (European Startup Monitor)
- 스타트업 앙트레프레너의 95%는 최소 학사 이상의 학위를 가졌다. (Kauffman Foundation)
- 공동 앙트레프레너 중 아이비리그 출신을 1명 이상 포함하는 스타트업은 그렇지 않은 팀보다 220% 더 높은 실적을 보였다. (First Round Capital)
- 공동 앙트레프레너 중 빅테크 기업에서 재직 경력을 가진 사람을 1명 이상 포함하는 스타트업은 그렇지 않은 팀보다 160% 더 높은 실적을 보였다. (First Round Capital)
- 평균 연령이 25세 미만으로 구성된 스타트업은 VC 포트폴리오의 평균보다 30% 더 높은 실적을 보였다. (First Round Capital)

4) Wikipedia. "https://en.wikipedia.org/wiki/Startup_company" (원문 : A startup or start-up is a company or project undertaken by an entrepreneur to seek, develop, and validate a scalable economic model. At the beginning, startups face high uncertainty and have high rates of failure, but a minority of them do go on to be successful and influential.)

5) 원문 : profitfromtech, "The Ultimate List of Startup Statistics for 2021", 2020. 6. 21.

2) E (Entrepreneur, 앙트레프레너)

- 프랑스어 표기인 Entrepreneur(앙트레프레너)는 통상적으로 ‘기업가’, Entrepreneurship(앙트레프레너십)은 ‘기업가 정신’으로 번역되지만, 그 의미가 명확히 전달되지 않음. 일본은 앙트레프레너를 한자어 ‘起業家(기업가)’로 번역하였고, 이는 문자 그대로 ‘업을 일으킨 자’라는 의미를 지님. 그러나 해당하는 한자어를 한글로 기업가로 번역할 경우 ‘企業家’의 의미로 전달되어 원래의 개념을 상실할 수 있음. 이는 앙트레프레너가 아닌 비즈니스맨의 의미가 됨. 따라서 본 보고서에서는 앙트레프레너라는 표현을 사용

앙트레프레너십은 단순한 경제적 이익을 넘어, 새로운 가치(value)를 창조하거나 창출하는 힘으로 풀이된다. 좁은 의미로는 새로운 사업을 설계, 출시하고 운영하는 과정으로 기술되는데, “이익이나 가치를 창출하기 위해 큰 위험을 감수하는” 소규모 비즈니스에 주로 적용되는 표현이다. 이러한 앙트레프레너십에 입각하여 도전적인 사업을 일구는 사람을 앙트레프레너라고 부른다.

출처 : Wikipedia. “<https://en.wikipedia.org/wiki/Entrepreneurship>”

○ 슈페터 “앙트레프레너는 국가 경제 성장의 핵심 동력”

- 오스트리아 출신 미국 경제학자 조지프 슈페터는 그의 저서를 통해 앙트레프레너를 “새로운 아이디어나 발명을 성공적인 혁신으로 바꿀 의지와 능력이 있는 사람”이라고 지칭
- 그는 앙트레프레너가 행사하는 ‘창조적 파괴(creative destruction)’는 산업 전반에 걸쳐 열등한 상품을 대체하고, 새로운 제품과 새로운 비즈니스 모델을 창출하기 때문에, 장기적인 경제 성장에 지대한 영향을 미친다고 분석. 즉, 앙트레프레너를 생산성 향상을 통해 국가 경제의 성장을 이끄는 핵심 동력이라고 주장한 것
- 이는 수요와 공급, 가격 등의 개념으로 자본주의 시장의 메커니즘을 설명하는 기존의 경제학 논의와 달리, 경제의 성장에 있어 행위자인 앙트레프레너의 중요성을 강조한 의미. 이후 슈페터의 이론은 루트비히 폰 미제스, 프리드리히 폰 하이에크와 같은 경제학자들의 논의로 계승되고 발전됨

○ 서구 문화권에서 앙트레프레너는 명예로운 권위의 칭호

- 서구 사회에서 앙트레프레너는 상당한 역사성을 가진 개념으로써, 유사하게는 영국의 ‘기사’와 같이 명예로운 권위의 칭호로 존중받음
- 미국의 경영사 학술지인 The Business History Review에서 2002년 58명의 경영사 교수를 대상으로 ‘미국 역사상 가장 위대한 앙트레프레너’을 조사함. 그 결과 헨리 포드가 1위를 차지했고 빌 게이츠, 존 D 록펠러, 앤드류 카네기가 뒤를 이었음⁶⁾
- 오늘날에는 아이폰의 창시자 스티브 잡스, 아마존의 제프 베조스, 구글의 세르게이 브린과 래리 페이지, 페이스북의 마크 주커버그 등이 미국의 대표적인 앙트레프레너로 평가받으며, 중국의 경우 텐센트를 창업한 마 화텅, 알리바바의 마윈 등이 꼽힘



[자료] 국내외의 대표적인 앙트레프레너

○ 앙트레프레너는 문제를 해결하거나 새로운 가치를 창출해야 함

- 앙트레프레너는 개념적인 맥락상 사회가 직면한 문제를 정의하고 해결하거나, 이 과정에서 새로운 부가가치를 창출하는 비즈니스를 일구는 사람에게 적합한 칭호. 부동산이나 암호화폐 등 자산 투자를 하거나 일반적인 형태의 식당 창업을 통해 많은 부를 창출했다고 하더라도, 이들에게 앙트레프레너라는 호칭을 붙이지는 않음

⁶⁾ Blaine McCormick, "A Survey of Business Historians on America's Greatest Entrepreneurs", The Business History Review. Vol. 77, 2003.

- 일례로 스타벅스를 창업한 하워드 슈워츠는 그저 일반적인 형태의 커피숍 프랜차이즈가 아니라, 고유한 문화적 공간이자 새로운 이용자 가치를 창출한 기업이라는 측면에서 미국 사회에서 앙트레프레너의 호칭으로 존중받음
- 유사하게 구글의 세르게이 브린과 래리 페이지는 ‘인터넷상의 정보를 효율적으로 집적하고 시민들이 접근할 수 있도록 하자’라는 문제 설정과 그들이 시도한 해법이 성공을 거둔 사례

※ 시리얼 앙트레프레너(Serial Entrepreneur), 일론 머스크

Zip2

1995년 인터넷 기반 지역 정보 제공 시스템 Zip2 창업
1999년 컴퓨터 제조업체 컴팩에 매각 (지분가치 2,200만 달러)

페이팔

1999년 1,000만 달러 투자, 온라인으로 금융 서비스회사 X.com창업
2000년 경쟁사 콘피니티 인수합병
2001년 회사 이름을 X.com에서 페이팔로 변경, 이메일을 통한 결제 서비스
2002년 이베이에 15억 달러에 매각 (지분가치 1억 6500만 달러)

스페이스X

2002년 민간 우주 항공 기업 스페이스X 설립
2020년 8월 현재 기업 가치 52조 원(데카콘)

테슬라

2003년 마틴 에버하드와 마크 타페닝이 창업
2004년 일론 머스크가 투자자로 참여, 기존 창업자들이 떠나고 CEO로 취임
2021년 1월 기준 기업 가치 약 760조 원(상장)

오픈AI

2015년 비영리 인공지능 연구 기업 오픈AI 설립

뉴럴링크

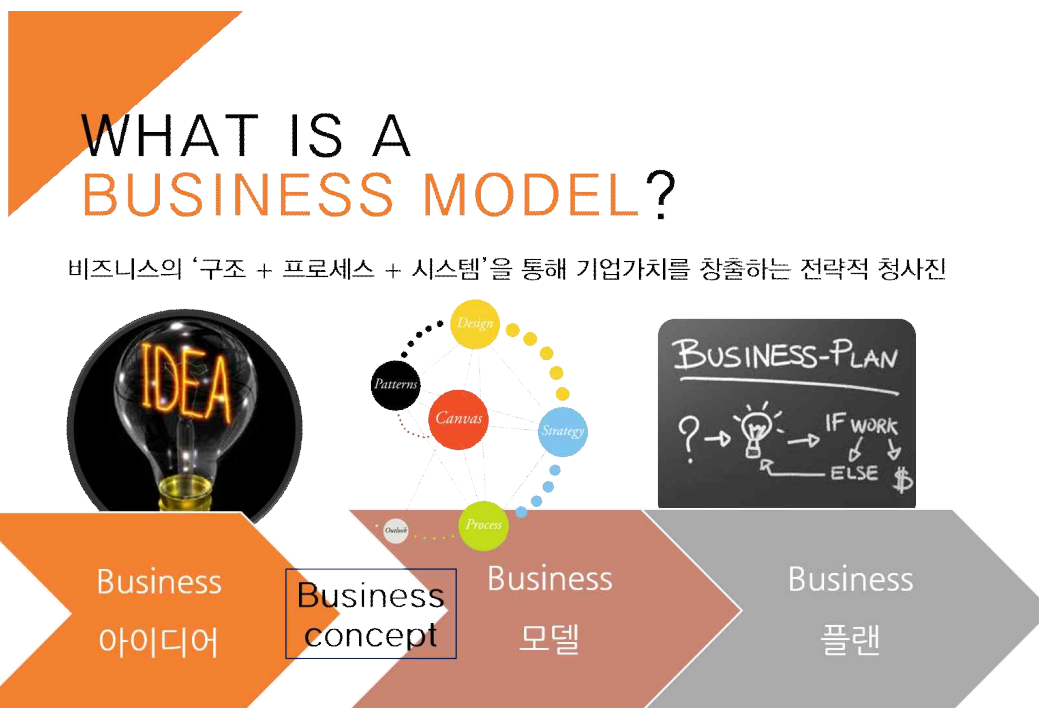
2016년 뇌와 컴퓨터의 연결을 연구하는 뉴럴링크 창업

더 보링 컴퍼니

2016년 터널을 만드는 회사 더 보링 컴퍼니 창업

3) BM (Scalable Business Model, 성장가능성이 있는 비즈니스 모델)

- 비즈니스 모델은 통상적으로 ‘사업 아이템’으로도 불리는 비즈니스 아이디어라는 용어와는 다름. ‘자가용을 가진 사람과 이동이 필요한 사람을 연결하여 승차 공유 서비스를 한다’는 것은 **비즈니스 아이디어**에 해당함
- 이 아이디어를 토대로 어떤 시장에서 누구에게 어떤 가치를 어떤 방법으로 전달하고, 어떻게 수익을 창출할 것인지에 대해서 전반적인 방향과 내용을 정립한 것이 **비즈니스 모델**. 비즈니스 모델에는 고객 관점에서 상당한 가치(value)가 담겨야 함.
- 영화 제작에 비유하면 비즈니스 모델은 시놉시스에 해당함. 이 시놉시스가 확정되고 배역의 설정, 촬영지의 섭외, 역할의 분담, 촬영 일정, 예산의 사용 등이 구체화 된다면 **비즈니스 플랜**이 됨

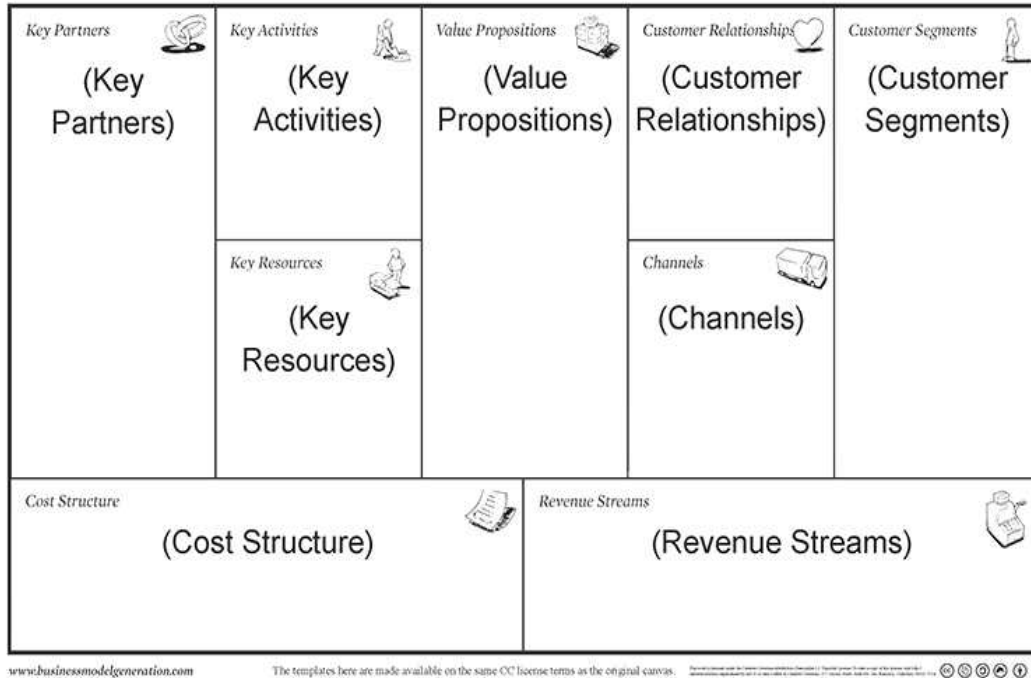


○ 비즈니스 모델의 교과서, 9가지 빌딩 블록

- 스위스의 비즈니스 이론가인 알렉산더 오스터왈더와 벨기에의 컴퓨터 과학자인 예스 피그누어가 공동으로 저술한 ‘비즈니스 모델의 탄생(Business model generation. 유효상 역.)’은 오늘날 스

타트업 창업의 교과서로 평가됨

- 저자들은 비즈니스 모델을 9가지 빌딩 블록(The 9 Building Blocks)으로 해설하였으며, 이 블록을 지면에 구현한 캔버스를 제안함

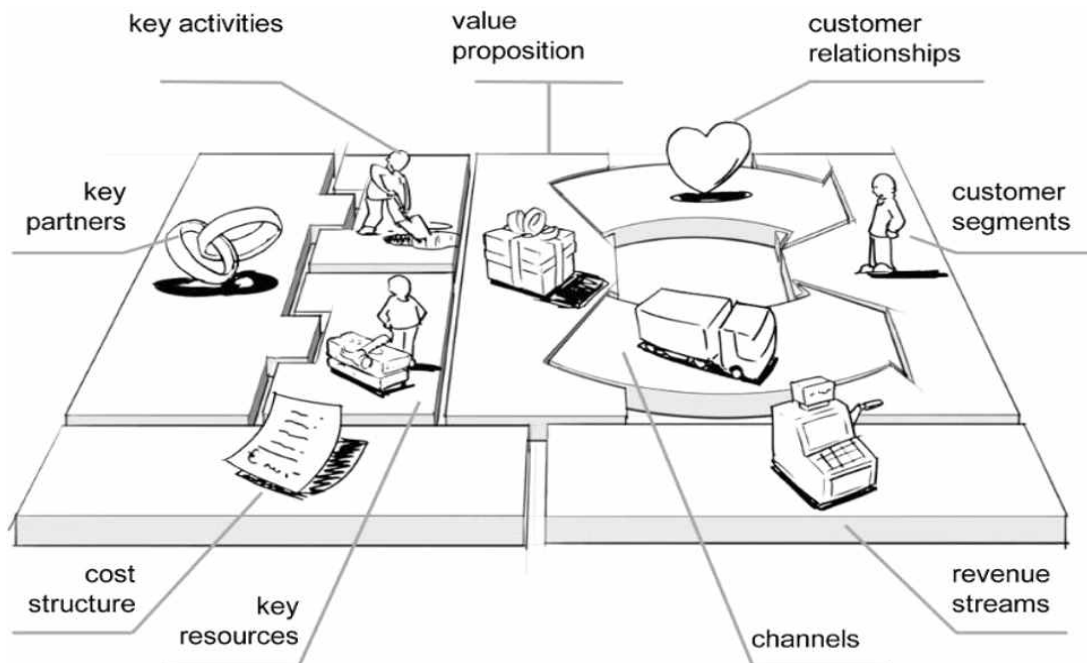


[자료] 비즈니스 모델 캔버스(Business model canvas)

- **제공가치(Value Propositions)** : 스타트업이 자신의 비즈니스를 통해 고객을 위해 어떤 가치가 창출되느냐는 본질적인 질문
- **목표 고객(Customer Segments)** : 목표 고객에 따라 제공 가능한 가치(Value)는 달라짐 / **채널(Channels)** : 고객에게 가치가 전달되는 경로 내지는 방식. 가장 단순하게는 오프라인 매장 or 온라인 제공 서비스 / **고객 관계(Customer Relationships)** : 기업이 제공하는 가치와 고객이 상호작용하는 방식. 채널과 고객 관계를 묶어서 통상 경영학에서는 마케팅(Marketing)으로 인식함 / **수익 흐름(Revenue Streams)**
- **핵심 자원(Key Resource)** : 가치를 생산하는 데에 있어서 기업이 보유하고 있는 역량 또는 자원, 통상 스타트업은 창업팀을 필두로 한 인적 자원에 의존 / **핵심 활동(Key Activities)** : 제품이나 서비스에 관한 특별한 제작 과정이나 고객 영업, 인재 발굴 등 / **핵심**

파트너(Key Partnership) : BM이 작동하는 데 필요한 외부 이해관계자. 예컨대 물류를 활용한다면 택배회사 등이 여기에 해당 / **비용 구조(Cost Structure)**

- 비즈니스 모델 캔버스에 제시된 9가지 빌딩 블록은 각각이 독립된 구성요소가 아니며, 상호 간에 유기적으로 연결됨. 일례로 고객을 특정하지 않는다면 가치를 제안하기 어려움. 목표 고객과 채널이 분명해도 핵심 자원, 활동, 비용 구조가 뒷받침되지 않으면 비즈니스 모델이 성립하지 않음
- 단순해 보이면서도 완성도 높게 마련하기 어려운 것이 비즈니스 모델. 실제 국내외의 많은 창업교육에서 ‘완성도 높은 비즈니스 모델을 만드는 방안과 실천’에 관한 프로그램이 상당한 지분을 차지함. 9가지 빌딩 블록 간의 유기적인 연결을 보다 잘 묘사한 자료는 아래와 같음



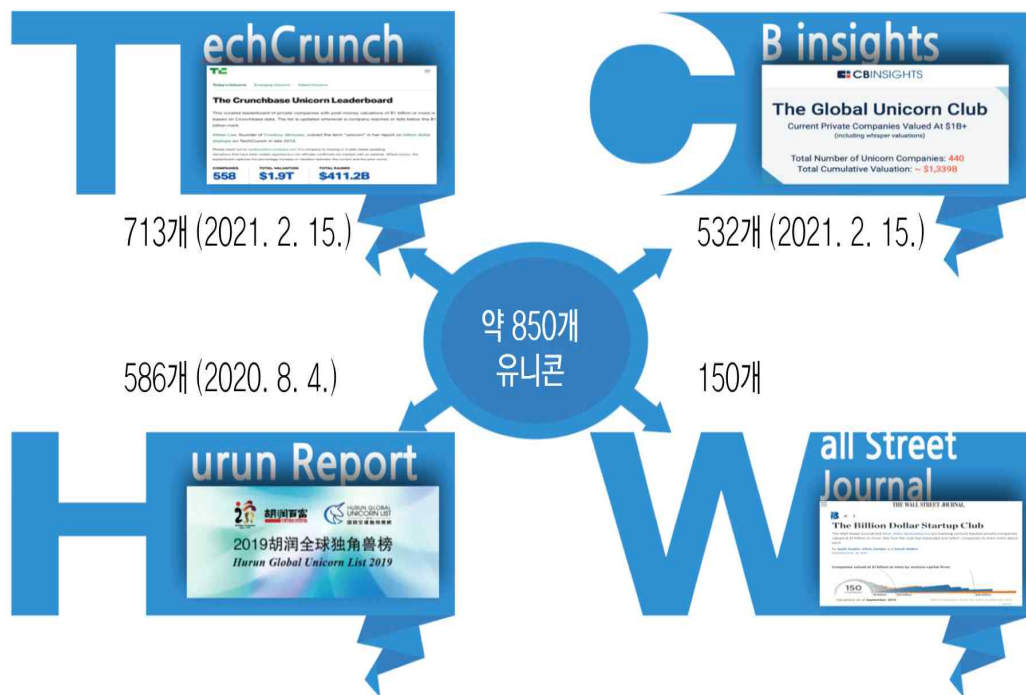
[자료] 비즈니스 모델 9가지 빌딩 블록의 유기적 연결

○ 유니콘을 통해 보는 성장가능한 비즈니스 모델

- 유니콘은 기업 가치가 10억 달러 이상인 비상장 스타트업을 이르는 표현. 편의상 국내에서는 기업 가치가 1조 원 이상이면 유니콘

으로 지칭함. 스타트업이 상장 전에 10억 달러 이상의 기업 가치를 인정받으며 성장하는 것은 상상 속에서나 존재하는 동물인 유니콘과 같이 희귀하다는 의미

- 유니콘은 지난 2013년 11월 미국의 IT 전문 잡지인 테크크런치 (Tech Crunch)에 미국의 벤처투자자 에일린 리가 게재한 글을 통해 처음 사용됨.⁷⁾
- 주요 스타트업 미디어를 종합한 결과에 따르면 전 세계의 유니콘 기업은 21년 1월 1일 기준, 약 850개. 20년 2월 1일 737개에 비해 약 100개 증가



[자료] 유니콘은 비상장 기업이기 때문에 정확한 정보의 획득이 어려움. 주요 매체 간에도 정보의 차이가 큼. 유니콘의 현황에 관해 정보의 양이나 질적인 측면에서 의미 있는 자료를 제공하는 4개의 미디어(월스트리트저널(미국), 테크크런치(미국), CB인사이트(미국), 후룬 리포트(중국))에 등재된 유니콘의 목록을 모두 종합한 뒤 중복되는 정리하여 상대적으로 정확한 '통합 유니콘 리스트' 제작 (21년 2월 15일 기준)

- ‘후룬 글로벌 유니콘 인덱스 2020 (HURUN GLOBAL UNICORN INDEX 2020’) 보고서⁸⁾는 유니콘 기업이 자리한 BM 동향을 분석함

7) 유효상, 「유니콘」, 2016.

8) 중국의 경제 싱크탱크로 불리는 후룬연구소는 전 세계 유니콘 기업의 현황을 분석하는 대표적인 기관 중 하나이다. 해당 보고서는 연구소가 2020년에 8월에 발표한 자료. 인용한 자료들은 2021년 1월 기준 최신 현황이나 국내에서 인용되는 다른 자료들과는 차이가 발생할 수 있다. <https://www.hurun.co.uk/hurun-global-unicorn-index-2020-full-report.php>

Country			City		
Rank	Country	Unicorns	Rank	City	Unicorns
1 ↑	USA	233 (+30)	1-	Beijing	93 (+11)
2 ↓	China	227 (+21)	2-	San Francisco	68 (+13)
3 ↑	UK	24 (+11)	3-	Shanghai	47 (+0)
4 ↓	India	21 (+0)	4-	New York	33 (+8)
5 ↑	South Korea	11 (+5)	5 ↑	Shenzhen	20 (+2)
6 ↓	Germany	10 (+3)	5-	Hangzhou	20 (+1)
7 ↑	Brazil	8 (+4)	7 ↑	London	16 (+7)
7 ↓	Israel	8 (+1)	8-	Palo Alto	12 (+2)
9 ↓	France	7 (+3)	9 ↓	Nanjing	11 (-1)
10 ↑	Switzerland	5 (+2)	10 ↓	Redwood City	10 (+1)
10 ↓	Indonesia	5 (+1)	11 ↑	Seoul	9 (+4)
12-	Japan	3 (+1)	12-	Guangzhou	8 (+0)

[자료] Top countries and cities where the world's unicorns are based. HURUN GLOBAL UNICORN INDEX 2020.

- 전 세계의 유니콘 기업 중 압도적인 다수가 미국과 중국에 소재함. 유니콘 기업은 그 나라의 스타트업 생태계 역량을 보여주는 여러 가지 지표 중 하나이기 때문에 절대화하기는 어려우나, 디지털 경제에서 두 나라가 가지는 위상을 간접적으로 보여줌

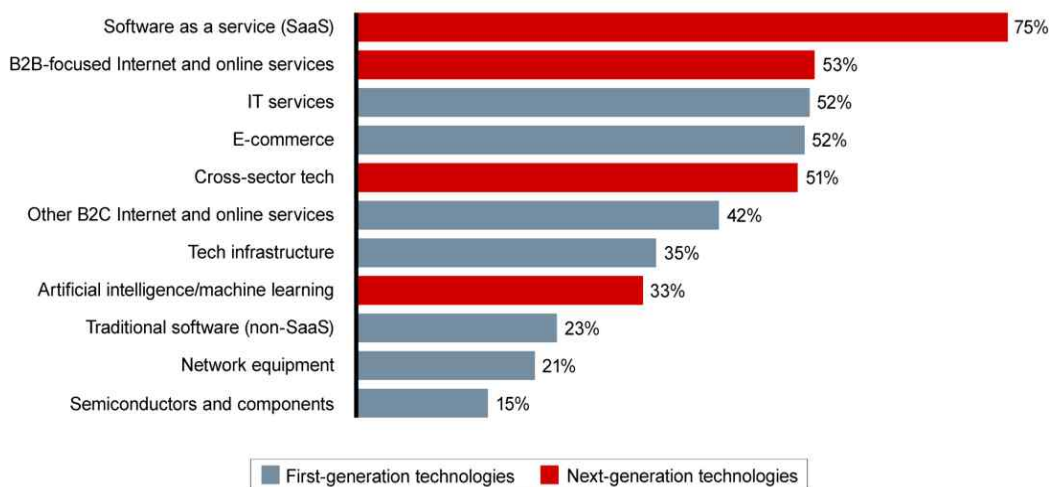
구분	Industry	No. of Companies	% of Total Value
1	E-commerce	89	10.50%
2	Artificial Intelligence	63	7.10%
2	FinTech	63	21.60%
4	SaaS	53	5.30%
5	Shared Economy	33	9.30%
6	Health Tech	28	3.20%
7	Big Data	20	3.70%
7	EdTech	20	2.30%
9	Media & Entertainment	19	2.00%
10	Biotech	17	2.70%

[자료] Industries of the unicorns, HURUN GLOBAL UNICORN INDEX 2020.

- 이커머스(E-commerce)는 가장 많은 유니콘의 서비스가 위치한 분야. 글로벌 선두 유니콘은 미국의 전자상거래 업체인 위시(Wish)였으나 해당 기업이 2020년 12월 나스닥에 상장함에 따라 이제는 유니콘 기업의 집계에서는 제외됨. 국내 서비스 기업인 쿠팡 또한 이커머스 분야 대표 유니콘

- 핀테크는 전자상거래에 비해 유니콘 숫자는 적지만, 총 기업 가치는 더 높은 분야. 핀테크 유니콘의 56%는 지급결제 관련 서비스를 핵심적인 비즈니스 모델로 가지고 있음. 가장 대표적인 유니콘은 중국 알리바바 그룹의 핀테크 계열사인 앤트그룹. 한국의 경우 간편송금 서비스를 시작으로 현재 40여 개의 서비스를 제공하고 있는 금융 플랫폼인 토스(비바리퍼블리카)가 대표적인 핀테크 유니콘
- 인공지능(Artificial Intelligence)도 많은 유니콘 기업이 포진함. 인공지능은 이커머스, 자율주행, 사물인터넷 등 현존하는 거의 모든 디지털 서비스에 적용되는 원천 기술. 그러나 국내의 경우 아직 인공지능 분야의 유니콘을 배출하지 못했으며, 관련한 전문인력도 부족한 실정
- B2B 서비스가 중심이 되는 SaaS는 최근 가장 주목받는 분야 중 하나로 유니콘은 아니나 구글이 가장 대표적인 SaaS 기업. 구글은 독스(Google Docs)와 같은 생산성 소프트웨어에서부터 애드워드(Google Adwords)와 같은 광고 플랫폼에 이르기까지 100여 개가 넘는 SaaS 제품을 제공. 국내에서도 37개의 SaaS 스타트업이 누적 투자금액 100억 원을 달성한 것으로 집계되며, 이 중 6개는 누적 투자금액 300억 원 이상을 기록함⁹⁾

Which technology sectors do you expect your firm to focus on in the coming three to five years?



Source: Bain Asia-Pacific private equity survey, 2020 (n=175)

⁹⁾ 스타트업얼라이언스, <https://startupall.kr/map/>. 2021년 1월 기준 KOREAN STARTUP MAP

- 승차 공유의 우버와 숙박 공유의 에어비앤비로 상징되는 **공유경제(Shared economy)**도 많은 유니콘 기업을 배출한 분야. 앞서 언급한 두 기업이 미국 증권시장에 상장한 상황이기 때문에, 우버와 유사한 비즈니스 모델을 가진 중국의 디디추싱과 싱가포르의 그랩이 이 분야의 유니콘 기업 가치를 선도 중.
- 이 외에 인공지능과도 연계되는 **빅데이터** 분야, **바이오-헬스** 분야, **에드테크**로 불리는 **교육** 분야, 그리고 **미디어 콘텐츠** 분야 또한 유니콘 기업이 다수 등장한 영역

14 New Unicorns in October 2020

Company	Sector	Raised Amount USD	Post Money Valuation	City
Uber Freight	Logistics	\$500M	\$3.3B	San Francisco, CA, U.S.
MessageBird	Cloud communications	\$200M	\$3B	Amsterdam, The Netherlands
Unqork	No code platform	\$207M	\$2B	New York, NY, U.S.
Tipalti	Financial services	\$150M	\$2B	San Mateo, CA, U.S.
ECARX	Transportation	\$194M	\$1.5B	Hangzhou, Zhejiang, China
Arctic Wolf Networks	Privacy and security	\$200M	\$1.3B	Eden Prairie, MN, U.S.
Applied Intuition	Transportation	\$125M	\$1.3B	Sunnyvale, CA, U.S.
Dialpad	Cloud based phone	\$100M	\$1.2B	San Francisco, CA, U.S.
WHOOP	Sports and fitness	\$100M	\$1.2B	Boston, MA, U.S.
Wealthsimple	Financial services	\$87M	\$1.1B	Toronto, Ontario, Canada
Tekion	Automotive retail platform	\$150M	\$1B	San Ramon, CA, U.S.
Getaround	Transportation	\$140M	\$1B	San Francisco, CA, U.S.
Eightfold	Professional services	\$125M	\$1B	Mountain View, CA, U.S.
Razorpay	Financial services	\$100M	\$1B	Bangalore, Karnataka, India

crunchbase

[자료] 2020년 10월에 새로 등장한 14개의 유니콘 기업 (크런치베이스)

○ 글로벌 유니콘 = 시장에서 검증된 비즈니스 모델

- 유니콘은 벤처투자자(VC)로부터 높은 가치를 평가받아서 큰 투자를 유치한 기업을 의미함. VC의 관점에서 유니콘은 이전까지 이미 많은 고객의 선택을 받았고 앞으로도 고성장이 기대되는, 즉 시장에서 검증된 비즈니스 모델을 구축한 기업임
- 해외에서 새로이 등장한 유니콘 기업의 비즈니스 모델을 면밀히 살펴보면 국내의 스타트업 환경에서도 많은 시사점을 얻을 수 있음
- 아래는 2020년 10월에 1억 달러의 투자를 유치하며 12억 달러의 기업 가치를 인정받은 피트니스 유니콘 WHOOP의 홈페이지에 게재된 서비스 내용

WHOOP STRAP 3.0

PROKNIT BAND

Engineered for a high-performance lifestyle. Lined with high-tenacity filaments to absorb sweat and displace pressure for maximum comfort. Includes a rubber grip to prevent slip.

24/7 DATA

Measure heart rate 24/7. WHOOP calibrates to your baseline for personalized feedback on your body's recovery, strain, and sleep.

5 DAY BATTERY LIFE

Never miss a beat with up to 5 days of battery life. No need to take off your WHOOP Strap—battery pack slides on for on-the-go charge.

CORE ANALYTICS

Get personalized recovery, strain, and sleep metrics 24/7. Available for Android, iOS, and desktop.

RECOVER FASTER

Daily recovery status, including Heart Rate Variability (HRV), informs how lifestyle and training behaviors affect your body's recovery, so you can make smarter choices moving forward.

TRAIN SMARTER

Track activities, monitor calories burned and evaluate each day as it comes with instant performance feedback. Know when to rest and when to push.

SLEEP BETTER

Track sleep performance, efficiency, and consistency, including best-in-class phasing of light, REM, and deep sleep.

MONITOR TRENDS

Review changes in resting heart rate, heart rate variability, sleep cycles and more over time to analyze trends and evaluate improvements.



1



KNOW EVERYTHING. ABOUT YOU.

Know where your strengths lie and where you can improve. WHOOP provides the latest tech with a steady stream of new features, delivered via mobile app.

SLEEP COACH

Get personalized sleep recommendations and insights, including hours of sleep needed, a breakdown of your sleep cycles, and ideal wake and sleep times tied to your circadian rhythm.

STRAIN COACH

Get exertion level recommendations based on how recovered your body is. When you start an activity, WHOOP will then show you in real time whether you need to push harder, you're overdoing it or you've reached your goal.

WHOOP JOURNAL

Log specific behaviors each day and get actionable feedback, so you can fine-tune your performance.

3



WHOOP COMMUNITY

Membership includes access to the WHOOP app, available for iOS, Android, and desktop.

JOIN & CREATE TEAMS

Join teams in the WHOOP app with friends, family, and like-minded fitness enthusiasts. Create custom teams based on activities, interests, training groups, and more.

RANK ON LEADERBOARDS

See how you compare to other WHOOP members and get motivated to achieve new performance goals.

REFERRAL PROGRAM

Get friends and family members on WHOOP and earn free months of membership.

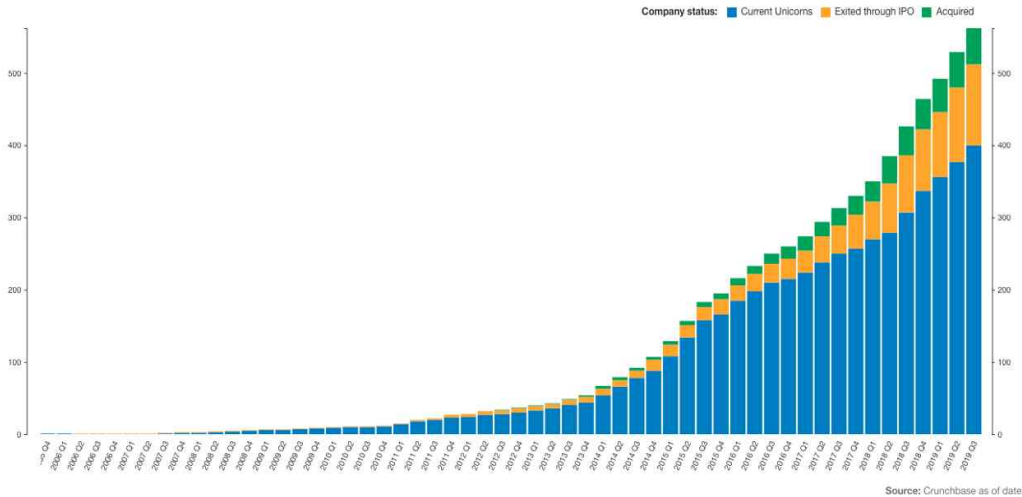
2

4

- WHOOP는 구독료를 내는 회원에게 제공하는 웨어러블 디바이스를 통해 획득한 이용자의 수면, 운동 관련 정보를 분석하여 개인화된 코칭을 제공함. 이 과정에서 심박수(HRV), 수면 주기, 운동 후 회복 사이클 등의 디바이스 정보가 활용됨. WHOOP 프로그램에 참여하는 회원 간 모바일 커뮤니티를 운영하여 운동 동기를 관리하고 플랫폼 충성도를 높임. 즉, 피트니스 매니아를 핵심 고객층으로 하여 <웨어러블 디바이스 ↔ 분석 서비스 ↔ 이용자 커뮤니티>를 엮어 플랫폼을 구축하고 유니콘으로 평가받은 사례
- 만약 이 서비스를 국내에 적용한다면 고객이 제공한 수면, 운동 관련 정보를 분석하고 코칭하는 것이 의료법상 ‘의료행위’ 인지 여부에 대한 규제 리스크가 제기될 수 있음
- 이처럼 해외 각국에서 실시간으로 등장하는 유니콘은 국내의 스타트업 창업자들이 시장에서 검증된 비즈니스 모델로 참조하거나, 정책 결정권자들이 규제를 혁신하는 과정에서 중요한 시사점을 제공함

New Unicorn Companies by Quarter

Cumulative count of \$1B+ private companies



[자료] 2006 Q1~2019 Q3 분기별 신규 유니콘 기업 (크런치베이스)

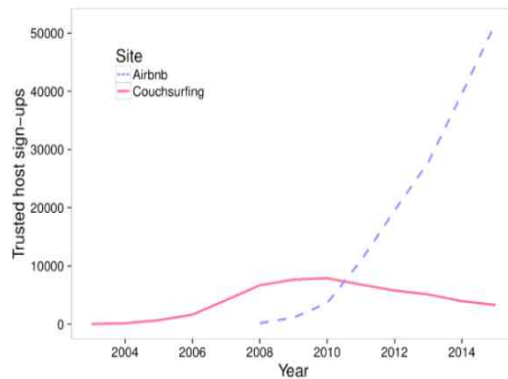
○ 실리콘밸리에서 ‘원조 논쟁’ 은 큰 의미가 없다.

- 일각에서는 ‘원조 격에 해당하는 비즈니스’ 를 창출한 기업을 으뜸으로 생각하지만 꼭 그렇지는 않음. 원조의 다른 말은 ‘0 to 1’ 비즈니스임. ‘0 to 1’ 뿐만 아니라 원조에서 영감을 얻고 모방과 혁신을 통해 시장을 극대화하는 ‘1 to 100’ 기업도 혁신적인 스타트업이라 평할 수 있음. 실제로 세계적으로 인정받는 스타트업이나 유니콘의 상당수는 copycat이나 copy-tiger라 불리는 ‘1 to 100’ 비즈니스로 성공한 사례
- 일례로 알리바바의 앙트레프레너인 마윈은 당시 페이팔 등 미국의 전자금융 서비스에서 비즈니스 모델에 착안하여 중국에서 사업을 전개함. 현재 알리바바는 바이두, 텐센트와 함께 중국의 3대 IT 기업으로 평가받고 있음
- 스티브 잡스는 아이폰을 모방하여 스마트폰 개발에 뛰어든 기업들을 두고 키노트 현장에서 “2011 : Year of th copycats?” 라는 일침을 날림. 그러나 자체 운영체제(OS)를 가진 최초의 스마트폰은 2000년 개발된 노키아 9210으로, 외부 개발자의 앱을 설치해 사용할 수 있었음. 혁신의 상징으로 불리는 애플의 아이폰도 사실 copycat인 셈



[자료] 아이폰 카피캣을 조롱한 스티브 잡스의 2011년도 키노트 (아이패드2 발표회)

- 2008년 서비스를 시작한 에어비앤비는 유사한 서비스를 제공하는 카우치 서핑의 후발 주자였으나 가파른 속도로 성장하여 압도적인 시장 선두주자로 도약함. 코로나 19 팬데믹에도 에어비앤비는 2020년 12월 나스닥에 상장하여 2021년 2월 15일 현재 시가 총액 141조 원을 기록



[자료] 에어비앤비와 카우치서핑 (우측 그래프 - grouplens)

- 승차공유는 카피캣이 가장 활발한 영역. 세계 최대의 승차 공유 서비스인 우버 또한 시작은 Taxi Magic이라 불리는 기존 서비스의 카피캣이었음. 아시아 지역의 승차 공유 시장을 크게 점유하고 있는 중국의 디디추싱, 싱가포르의 그랩 등 또한 우버의 카피캣이라는 점에서 해당 비즈니스를 누가 제일 먼저 개발했냐는 것은 그다지 의미 있는 논쟁이 아님

원조 비즈니스 모델

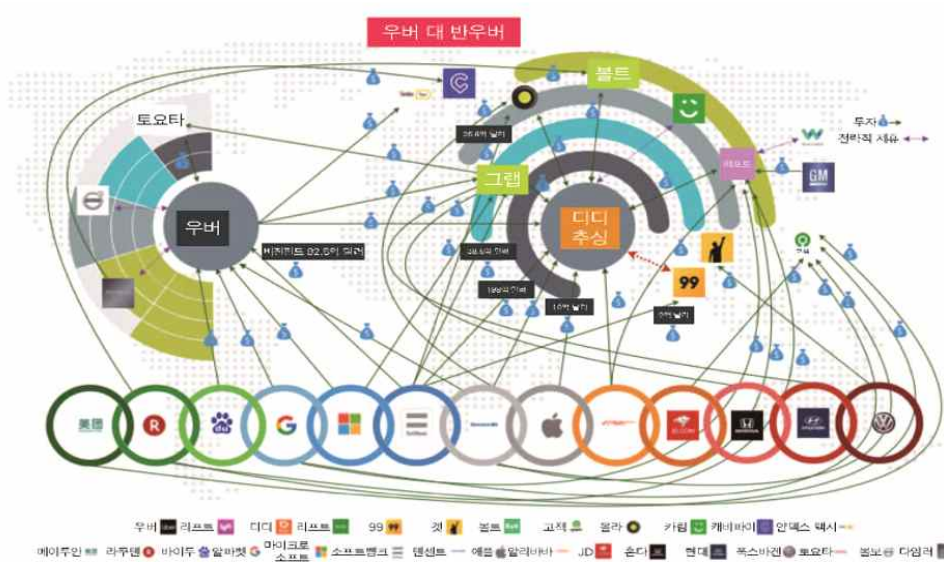


TAXI MAGIC

카피캣



글로벌 모빌리티 합종연횡



[자료] 모빌리티 카피캣과 글로벌 합종연횡

중국 copycat 4인방

Tencent

Xiaomi

Alibaba

Baidu



1,035조 원

100조 원

805조 원

118조 원

2021. 2. 15



2010년 왕싱(王兴)이 창업한 중국의 음식주문 서비스 copycat 메이투안. 코로나19에도 시가총액 373조 원으로 급상승 2021. 2. 15

[자료] 중국의 대표적인 카피캣

글로벌 copycat '로켓인터넷'

시가총액 5.5조 원(2021. 2. 15)



	원조기업	로켓인터넷 스타트업
전자상거래	amazon 아마존	LAZADA 라자다 (동남아시아) LINIO 리니오 (라틴아메리카) JUMIA 주미아 (아프리카)
택시 호출	UBER 우버	EASY TAXI 이지택시 (라틴아메리카, 아프리카, 동남아시아)
인터넷 판매	ebay 이베이	kaymu 카이무(나이지리아)
숙박 공유	airbnb 에어비앤비	Wimdu 윈두(110여개국)
신발 유통	Zappos 자포스	ZALORA 질로라(동남아시아)
여행 예약	Expedia 익스페디아	JOVAGO 조바고(아프리카)

로켓인터넷이 세운 주요 회사들

- 벤처마케팅 업체(서비스)
- 이베이(전자상거래)
- 그루폰(소셜커머스)
- 핀터레스트(사진기반SNS)
- 에어비앤비(소셜숙박서비스)
- 자포스(온라인 신발 소핑몰)
- 버치박스(화장품 샘플판매 온라인업체)
- 페브(독특한 디자인 제품온라인 소핑몰)
- 이하모니(온라인 커피 중개업체)
- 웹(페이스북기반 사이버머니 중개업체)
- 민틱스프리드(온라인 기반 음식 배달서비스)
- 페이스북(소셜네트워크서비스)



ROCKETINTERNET
알란도 (유럽)
시티탈 (유럽)
핀스파이어 (유럽, 아시아)
윈두 (유럽, 북미, 아시아)
질란도 (유럽, 중국, 호주)
글로벌박스 (유럽, 중남미, 아시아)
베머랑 (유럽, 인도, 호주, 브라질)
이달링 (유럽, 호주)
드롭키프트 (유럽, 일본, 브라질)
헬로올레시 (유럽, 호주)
스투디비츠 (유럽)

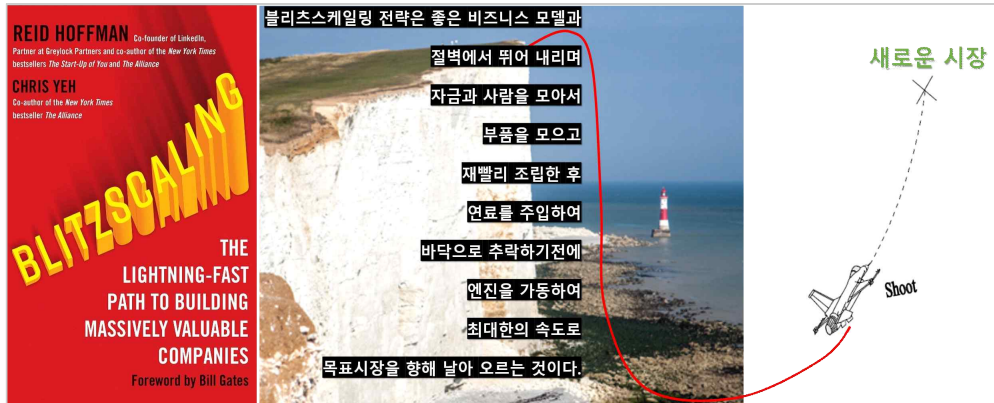
※()안은 진출 지역

[자료] 글로벌 카피캣, 로켓인터넷

※ 유니콘의 공통 전략, 블리츠 스케일링

네트워크 효과(Network effect)는 가파르게 성장하는 스타트업의 비즈니스를 이해하는 데에 도움이 되는 표현이다. 배달주문 중개 플랫폼을 예로 들어 보자. 배달주문 플랫폼이 등장하자, 소비자들은 과거의 전화 주문보다 편리한 방식으로 배달음식을 이용할 수 있게 되었다. 소비자 수요가 증가하니 더 많은 음식점이 플랫폼에 참여하고, 선택 가능한 음식점이 다양해지니 더 많은 소비자가 플랫폼으로 유입된다. 실제로 2017년 2.35조 원 수준이었던 음식배달 서비스 거래액은 2020년(추정치) 약 17조 원 규모로 3년 만에 7.2배가 성장했다.¹⁰⁾ 음식배달 외에도 우버, 에어비앤비, 넷플릭스 등 오늘날 성공적인 모델로 평가받는 스타트업의 비즈니스 모델에서 네트워크 효과가 구현된 사례는 수도 없이 많다. 특정한 영역에서 강력한 플랫폼이 구축되면 시장에서의 지위가 공고해지고 연계된 서비스나 시장으로의 확장도 수월해진다.

링크드인의 창업자이자, 실리콘밸리의 대표적인 투자자인 리드 호프먼은 스탠포드 대학교에서 진행한 스타트업 특강에서 **블리츠 스케일링(Blitz Scaling)**이라는 공격적 비즈니스의 개념을 소개하고, 그의 동료인 크리스 예와 함께 2018년에 같은 제목의 저서를 발간하였다. 호프먼에 따르면 블리츠 스케일링은 '불확실한 상황에서 위험을 감수하더라도 엄청난 속도로 회사를 키워 압도적인 경쟁우위를 선점하는 기업의 고도성장 전략'을 의미한다. 제2차 세계대전 당시 독일군의 기습적인 전격전을 의미하는 '블리츠크리그(BLITZKRIEG)'와 규모의 확정을 의미하는 '스케일업(Scale up)'을 합성한 조어이다. 그의 책에는 아마존이 90년대 후반에 보여준 흥미로운 성장 곡선이 등장한다. 1996년 아마존은 18만 명의 고객에게 510만 달러의 매출액을 올렸다. 1999년에는 1,690만 명이 아마존에 가입했고, 16억 4천만 달러 매출을 기록했다. 3년 만에 가입 고객은 100배 가까이, 매출은 30배 넘게 증가한 것이다. 이는 우리가 어떠한 기업을 두고 '빠르게 성장했다.'라고 평가하는 일반적인 수치(예컨대, 전년 대비 50% 성장했다)를 아득히 뛰어넘는다. 오늘날 특정한 영역에서 압도적인 시장 점유율과 네트워크 효과를 구축하여 투자자로부터 높은 가치를 평가받은 유니콘 기업의 다수가 활용하는 전략으로 볼 수 있다.



블리츠 스케일링 논의에서 착안하면 성공을 꿈꾸는 스타트업은 적당한 성장에 안주하면 안 되고 더 가파르게, 종착지를 알 수 없는 성장 곡선으로 나아가야 한다. 이는 경영현장에서 일반적으로 통용되는 규범을 따르지 않는, 매우 큰 위험을 감수하는 전략이다. 국내에서는 이커머스 분야의 쿠팡이 대표적인 사례이다. 쿠팡은 공격적인 물류 투자와 사업 확장으로 2015년 이후 매년 5천억 원이 넘는 영업이익자를 기록했다. 그러던 중 쿠팡은 2019년 매출액 7조 원을 돌파하면서도(2018년 4조 3천억 원 대비 약 67% 증가), '조' 단위 적자는 7,000억 원대로 줄이는 '깜짝' 영업실적을 발표했다.¹¹⁾ “로켓배송 너무 좋은데, 쿠팡 안 망했으면 좋겠다.”라는 말이 유행어처럼 돌던 시기였다. 현재 쿠팡은 상장하기 위해 2020년 2월 12일에 미국 증권거래위원회(SEC)에 뉴욕증권거래소(NYSE) 신고서를 제출했다. 쿠팡만이 아니다. 배달의 민족, 야놀자, 비바리퍼블리카(토스), 무신사와 같은 국내의 대표 유니콘 기업들 또한, 극도의 불확실성에서 위험을 감수하는 공격적인 비즈니스 모델을 채택하며 성장했다.

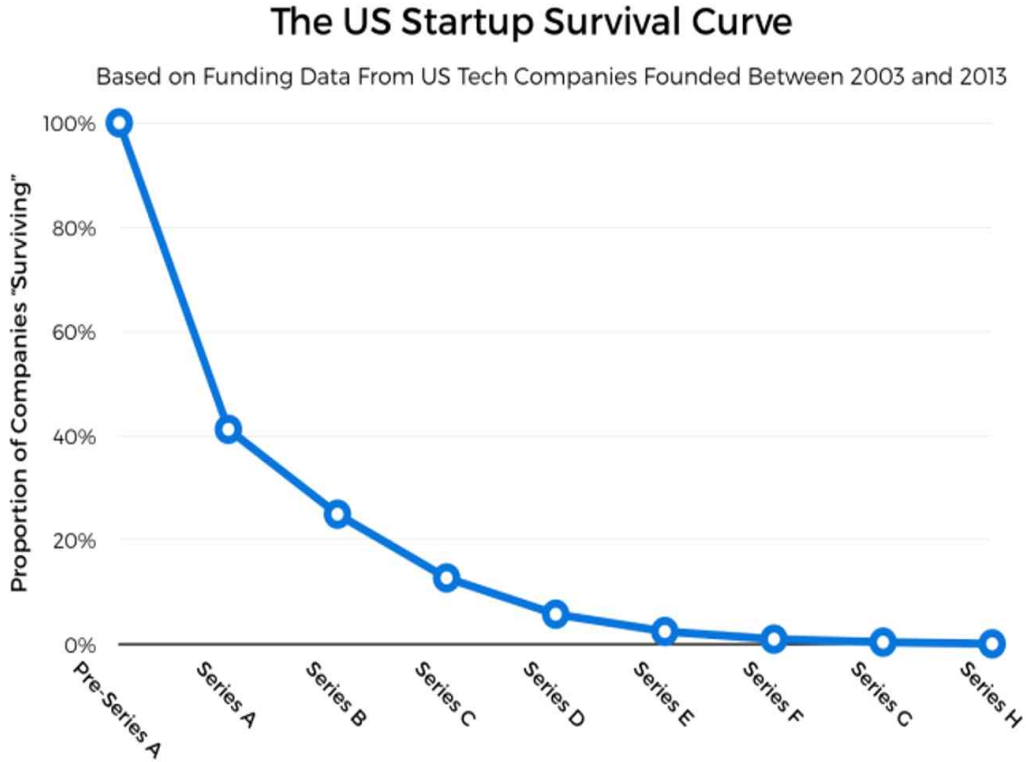
○ 원래 스타트업은 거의 다 실패한다.

- 스타트업의 실패 확률에 관한 가장 포괄적인 연구인 스타트업 지놈(Startup Genome)에서 발간한 ‘Startup Genome Report Extra on Premature Scaling’에 따르면 조사 대상인 3,200개의 고성장 추구 웹/모바일 스타트업 중 3년 이내에 92%가 실패한 것으로 보고됨

10) 통계청, 온라인 쇼핑 동향조사 (2020년은 3분기까지의 집계에 기초한 추정치)

11) 김기정 외, 「'유통 메기' 쿠팡 매출 7조 돌파...적자 4천억 줄이며 깜짝실적」, 《매일경제》, 2020.04.14.

- 2003년부터 2013년의 기간 중 미국 테크 스타트업의 성장 단계별 생존율을 분석한 자료 또한 유사한 결과가 도출됨. 최초 기관투자를 유치하는 시리즈 A 단계에서의 생존율도 40% 불과하고, 시리즈 C 단계에서는 10% 수준에 그침

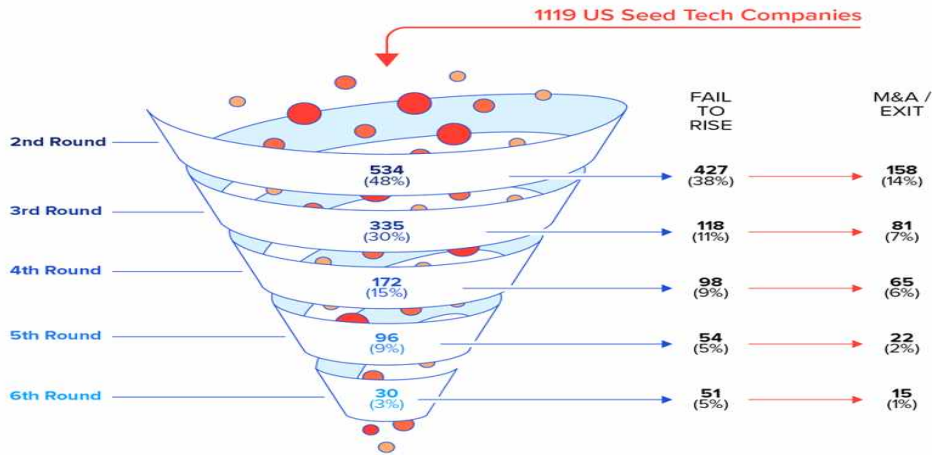


[자료] Shikhar Ghosh

- 하버드 경영대학 Shikhar Ghosh 교수의 논리에 따르면, 한 번이라도 VC 투자를 유치한 이력이 있는 스타트업은 그렇지 않은 기업에 비해 생존율이 높은 것으로 확인됨.¹²⁾ 그러나 여전히 위험 수준은 대단히 높음. 미국의 스타트업 미디어 CB Insight가 시드 투자를 받은 1,119개 테크 스타트업의 생존 주기를 분석한 결과 748개 기업 (66.8%)가 투자 유치를 받았음에도 불구하고 결국에는 실패함

¹²⁾ 미국 스타트업 미디어 Gust의 데이터를 종합하면 통상적으로 엔젤투자자는 투자 대상 40개 기업을 검토한 뒤 실제로는 1개의 기업에 투자를 진행한다. (약 2.5%) 엔젤투자 이후에 이루어지는 기관 투자는 이보다 훨씬 까다롭다. U.S. Small Business Administration에 따르면 기관 투자자인 VC는 투자 대상 400개의 기업을 검토한 뒤 1개의 기업에 투자한다. 즉, 한 번이라도 투자를 받았다는 사실만으로도 생태계 내에서 어느 정도의 경쟁력을 인정받은 기업이라는 뜻이다.

CB Insights' Q3 2018 Venture Capital Funnel: Startup Survival Rates by Funding Round



Source: CB Insights



- 일각에서는 스타트업 성공의 키워드를 ‘탁월한 사업가’, ‘훌륭한 비즈니스 모델’, ‘어마어마하게 좋은 운’ 이라고 이야기함. 다른 조건을 모두 충족하더라도, 큰 행운이 따르지 않는다면 스타트업은 실패할 수밖에 없다는 것
- 실리콘밸리에서는 스타트업의 실패를 두고 “Fail Early, Fail Fast, Fail Often” 이라는 격언을 자주 씀. 스타트업의 비즈니스에 있어 실패와 성공은 절대화하기 어려우며, 반복적인 시행착오를 통해 경험을 쌓고 비즈니스 모델의 완성도를 높이며 깃들 수 있는 행운을 맞이해야 한다는 의미

**FAIL EARLY
FAIL FAST
FAIL OFTEN.**

**“I have not failed,
I’ve just found
10,000 ways that
won’t work”**

— Thomas Edison
Inventor, Scientist

[자료] 토머스 에디슨 (그림)

- 이처럼 극도의 불확실성에서 고성장을 추구하는 스타트업이 사업에 필요한 자금을 어떻게 마련할지가 문제. 스타트업을 일구는 앙트레프레너들은 대부분 수중에 돈이 많은 사람이 아니며, 금융기관 대출을 통해 충분한 사업 자금을 마련하기도 어려움. 빠른 속도로 도약하는 스타트업을 만들기 위해서, 앙트레프레너는 훌륭한 파트너와 손을 잡아야 함. 생태계에서는 이 파트너를 투자자(Investor)라고 부름

※ 스타트업 생태계의 실패박람회, Failcon

페일콘은 실패를 뜻하는 'Fail'과 회의를 뜻하는 'Conference'의 합성어로, 앙트레프레너와 스타트업 관계자들이 각자의 실패 경험을 공유하는 자리를 말한다. 지난 2009년 미국 샌프란시스코에서 처음 시작됐으며 실리콘밸리에서 크게 활성화됐다. 현재는 프랑스 그르노블, 일본 도쿄 등 전 세계 12개 도시에서 열리고 있다.¹³⁾



부산에서 열린 2018 벤처창업 페스티벌에 참석한 카스 필립스 페일콘 프로듀서는 키노트를 통해 “만약 시행착오를 겪지 않는다면, 이러한 새로운 도전을 마주하지 않는다면, 여러분은 그 어떤 새로운 것도 하지 않게 되는 것입니다. 실패는 단지 혁신의 일부입니다. 실패는 여러분이 주기적으로 마주해야 하는 것입니다. 실패를 여러 번 겪고, 이해하고, 견딜 역량을 키워 문제가 생길 때 적절하게 대응해야 합니다. 우리는 실패를 통해 비로소 진정한 혁신을 이룰 수 있습니다. 여러분이 겪게 될 실패에서 동기부여를 얻고 기쁘게 받아들일 수 있으면 좋겠습니다.”라고 말했다.¹⁴⁾

3장 투자자(Investor), “위험에 투자하는 생태계의 필수 불가결한 주체”

※ 스타트업의 자금 조달 “대출 vs 투자”

스타트업 창업자가 비즈니스 모델을 구상하고, 팀을 꾸려서 최초의 법인을 설립하고 사업을 막 시작하는 단계에서도 돈이 필요하다. 편의상, 이 시점에서 5천만 원이 필요한데, 창업자의 수중에 조달 가능한 자금이 1천만 원이 있다고 사례를 들어보자. 부족한 4천만 원을 어떻게 할까? 업계에서는 이 4천만 원과 관련해 3F라는 은어가 있다. F는 각각 가족(Family), 친구(Friend), 바보(Fool)를 뜻한다. 3F가 아니라면 아직 사업적으로 아무런 기반이 마련되어 있지 않은 스타트업에 최초의 자금을 투입할 사람이 없다는 것이다. 보다 잘 알려진 표현으로는 이들을 엔젤(Angel)이라고 부른다. 아이디어와 기술만 있는 창업자에게 자금을 투자하는, 천사와 같은 존재라는 의미이다.

법인을 설립했다고 해서 자금 문제가 해결된 것은 아니다. 제품을 개발하고 최초의 매출이 발생하기까지 시간이 걸리고, 일정 규모 이상의 자금이 필요하다. 3F에게 더 손을 벌릴 수 없는 시점에 가능한 자금조달 방법은 상식적으로 두 가지가 있는데, 하나는 대출을 받는 것이고 다른 한 가지는 투자를 받는 것이다. 대출은 말 그대로 빚이다. 금융기관 등으로부터 돈을 빌리고 정해진 계약 조건에 따라 원금과 이자를 상환한다. 대출과 다른 방식으로, 는 투자자들에게 기업의 지분을 발행하는 방식으로 자본을 조달할 수 있다. 이 경우 대출처럼 원금과 이자를 상환할 의무를 지지는 않는다. 투자를 받은 스타트업이 좋은 방향으로 성장하면 기업의 가치는 높아지고, 투자자는 이에 따르는 이익을 지분에 비례하여 행사할 수 있다. 단순한 예시를 들자면 특정한 시점에 투자자 A가 상호 계약 하에 스타트업 B의 기업 가치를 10억으로 인정하고 1억을 투자하면, 투자자 A는 기업 B에 대해 10%의 지분을 보유하고 그에 상응하는 의결권을 가지게 된다. B의 사업이 순항하여 이후 시점에 기업 가치를 100억으로 평가받게 된다면, 당초에 1억을 투자했던 A의 지분(주식)의 가치 또한 10억 원으로 평가된다.

극단적으로 단순화하면 대출의 키워드는 상환의무이고, 투자의 키워드는 지분이다. 대출의 채권자는 원금과 이자만 받으면 된다. 기업이 망해도 (파산과 같이 특별한 수단을 동원하지 않는 이상) 상환의무는 남아 있다. 투자는 조금 더 복잡하다. 투자자는 보유한 지분에 상응하는 의결권을 가지고, 기업에 대한 영향력을 행사할 수 있으며, 사업에서 발생한 이익을 나눠 가질 수 있다. 상황에 따라 투자자는 자신이 보유한 기업의 지분을 다른 이에게 처분할 수도 있다. 반대로 투자한 기업의 사정에 따라 투자자가 보유한 지분이 아무런 가치가 없는 휴짓조각이 될 수도 있다. 지분의 다른 말은 위험 부담이다. 투자한 기업이 성공 가도를 그리고 가치가 높아지면 투자자는 지분에 비례하여 많은 이익을 거둘 수 있다. 반대로 투자한 기업이 실패하거나 망하면 투자자는 투자금을 잃게 된다.

13) 박현영, 「창업 실패 두렵다'는 청년들 “페이콘” 필요해요」, 《시사저널》, 2018.03.19.

14) 손요한, 「카스 필립스 페이콘 프로듀서 “실패는 혁신의 일부다”」, 《플래텀》, 2018.11.13.

1) 스타트업의 투자 라운드

○ 스타트업은 목표 시장과 마일스톤을 고려한 투자가 이루어짐

- 스타트업의 투자 유치 관련 뉴스를 살펴보면 엔젤, 시드, 시리즈와 같은 표현이 많이 등장. 이는 스타트업의 성장과 연계된 투자 유치 단계에 관한 용어. 투자 유치의 대상이 되는 스타트업의 사정이 저마다 제각각이기 때문에 각 표현을 두고 시기나 금액 등의 측면에서 엄밀한 구분이나 정의는 어려움
- 스타트업에 대한 투자는 대상 기업의 목표 시장, 성장치, 마일스톤(업적) 등을 고려하여 단계적으로 이루어짐. 투자자가 가지게 될 위험 부담의 크기가 투자의 대상이 되는 기업의 성장 단계와 연관이 깊기 때문
- 다음은 마일스톤에 대한 간략한 예시. 스타트업 A가 2015년 법인 설립(①), 2016년 제품 완성(②), 2017년 최초 매출 1억 발생(③), 2018년 매출액 5억으로 성장(④)의 경로를 밟았다고 가정해봄. 투자자의 관점에서 볼 때 ①에서 ④로 나아갈수록 해당 기업이 망할 가능성은 작아지고, 지속해서 성장할 가능성은 커짐

	Pre-Seed	Series A	Series B	Series C
Funding Round				
Stage Focus	Proof of concept/ prototype	Revenue growth	Growth	Large scale expansions
Common Elements of Growth	Hiring	Development, Operations, Branding & marketing	Hiring, Market expansion, Buying businesses	Acquiring businesses, International markets

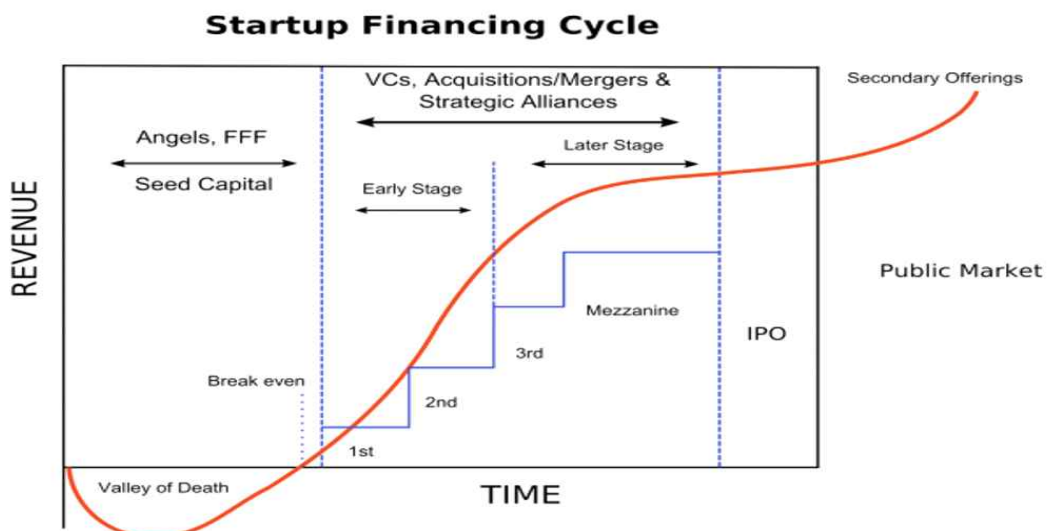
[자료] 스타트업의 투자 라운드 (LP University)

○ 스타트업의 성장 단계별 투자 유치

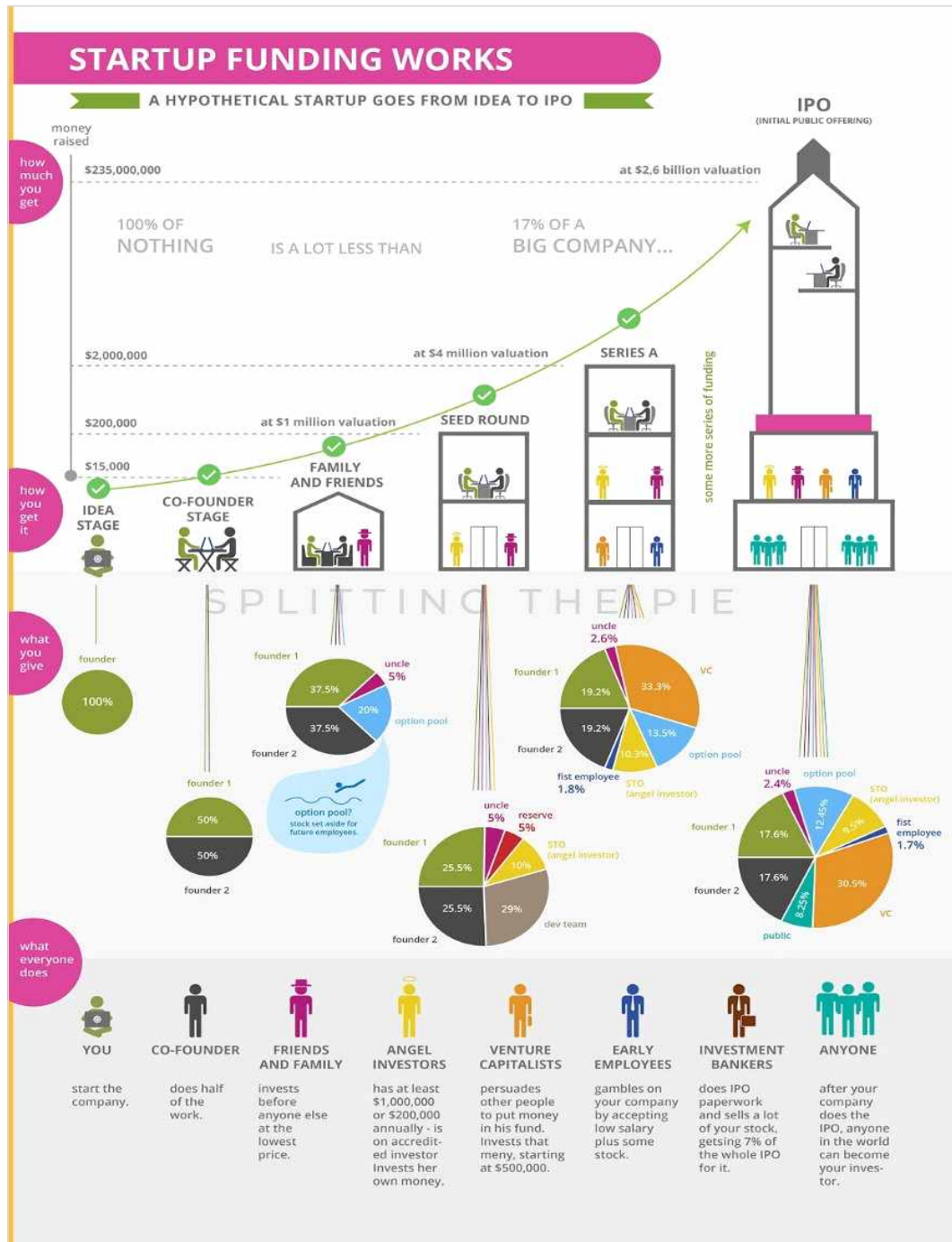
- 회사의 시작 단계에서 주로 창업자 본인이 일의 대부분을 몸으로 때우고 개인적인 관계를 동원해서 자금을 동원해야 하는 시기가 있는데 일각에서는 이 시기를 Sweat Equity(취어짜내는 자금 조

달)라고 부르기도 함

- 창업 이후 제품의 개발이 진행되고 최초의 매출이 발생하기 이전 단계를 생태계에서는 데스밸리(Valley of Death)라고 부름. 개발자 인건비, 사무실 임대료 등 회사에서 나갈 돈은 있는데 들어올 돈은 없는 구간. 통상 데스밸리 단계에 있는 스타트업에 이루어지는 3~5억 내외의 자금 조달을 시드 투자라고 함
- ‘엔젤/시드’와 구분되는 ‘시리즈’는 외부의 기관 투자자인 VC가 공식적으로 등장하는 투자 구간. 엔젤/시드와 시리즈 투자를 구분하는 직관적인 키워드는 ‘제품 출시’와 ‘매출’. 종합하면 시리즈 A는 스타트업이 시장에 제품을 출시하고 매출이 나기 시작하는 시점 전후에 처음으로 기관 투자자(VC, 벤처캐피탈)가 등장해서 참여하는 투자. 시리즈 A에서는 국내의 경우 통상 10억 원에서 30억 원 내외의 투자가 이루어짐
- 시리즈는 여러 차례 이루어질 수 있으므로 뒤에 알파벳 A, B, C, D 등이 순서대로 붙음. 일반화하기는 어려우나 시리즈 A 투자 이후 사업의 스케일업 국면에서 진행되는 30~100억 내외의 투자 유치 단계를 시리즈 B라고 부름. 통상 스타트업 성장 단계에 비추어 시리즈 A~B를 초기투자(early-stage), 초기투자 이후 100억 원 이상의 대규모 투자 유치가 이루어지는 시리즈 C 이상의 단계를 후기투자(late-stage)라고 부름



[자료] 스타트업의 자금 조달 사이클 (Wikipedia)



[자료] How Startup Funding Work (FundersandFounders.com). 창업 이후 IPO(상장)까지 나아가는 가상의 스타트업을 상징하고 펀딩 흐름을 보여주는 도식이다. 후술하겠으나 성장 단계에서 IPO까지 나아가는 스타트업은 극히 드물다.

2) 최근 벤처투자 동향과 시드 투자, 비즈니스 엔젤의 중요성

- 시장에 제품이 출시되기 이전 상태인 스타트업의 가치를 평가하는 것은 매우 어려움. 시장의 규모에 비추어 이후의 성장세와 잠재력을 분석할 최소한의 재무적 근거가 없는 상태이기 때문. 따라서 해당 기업에 대한 투자 여부를 판단하기 위해서는 특별한

종류의 역량이 필요함. 관련하여 최근에는 조건지분인수계약(SAFE)¹⁵⁾에 관심도 높아짐. 시리즈 투자를 진행하는 기관 투자자인 VC(벤처캐피탈)와 구분하여 시드 단계를 전문으로 하는 투자자를 **비즈니스 엔젤**이라고 부르기도 함. 비슷한 말로 **엑셀러레이터**라는 표현이 좀 더 대중적임

※ 최고의 엑셀러레이터(비즈니스 엔젤), Y Combinator

와이콤비네이터(Y Combinator)는 세계 최초의 엑셀러레이터며, 2012년에는 포브스가 선정한 세계 최고의 스타트업 인큐베이터 및 엑셀러레이터로 선정되었다.페이팔 출신 폴 그레이엄 등이 설립하고 샘 올트만이 대표를 맡고 있다. 시드머니 투자와 함께 투자 기업에 대한 자문, 네트워킹을 제공한다. 에어비엔비, 드롭박스, 트위치 등 다수의 유니콘을 발굴하고 배출했다. 이 때문에 시드 단계의 스타트업에게는 '유니콘 등용문'처럼 여겨진다. 2021년 1월에 국내의 AI 스타트업인 '마크비전'이 와이콤비네이터의 시드 투자 프로그램에 선정되어 이슈를 모았다. 현재까지 와이콤비네이터를 거쳐간 기업은 샌드버드, 미미박스, 브레이브모바일, 슈퍼브에이아이, 미소 등이 있다.¹⁶⁾



- 2020년 미국 벤처캐피탈 투자 동향을 살펴보면, 코로나19에도 불구하고 벤처투자 규모는 늘어났으나 투자 대상 기업의 숫자가 줄어들

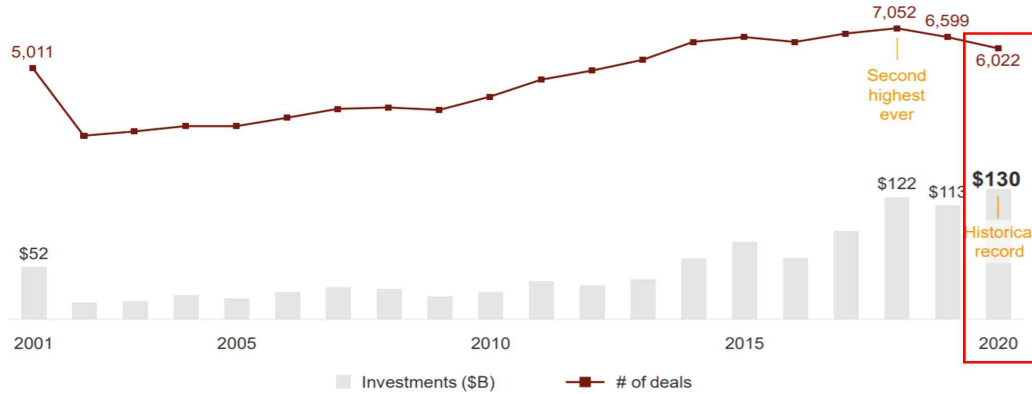
15) 조건지분인수계약(SAFE: Simple Agreement for Future Equity): Y combinator에서 기존보다 더 간소화된 계약 형태로서 시드 투자를 진행할 때 기업가치 평가, 지분, 상환기간과 이자율을 명시하지 않고 미래의 투자라운드 때 확정하는 형태의 계약이다. 이로써 투자자는 기업가치 특정이 어려운 기업 투자에 대해 안전장치를 얻고 신생기업은 투자유치가 수월해진다. 국내에서도 중소벤처기업부가 도입방안에 대해 논의 중이다.

16) 김영민, 「마크비전, 스타트업 엑셀러레이터 와이콤비네이터 투자 유치」, 《이뉴스투데이》, 2021.01.13.

있고 초기투자보다 후기투자 비중이 높아짐. ‘이미 검증된 잘 될 기업에 몰아주는’ 현상이 심화된 것

※ 글로벌 VC 생태계, ‘후기투자 몰아주기’의 심화

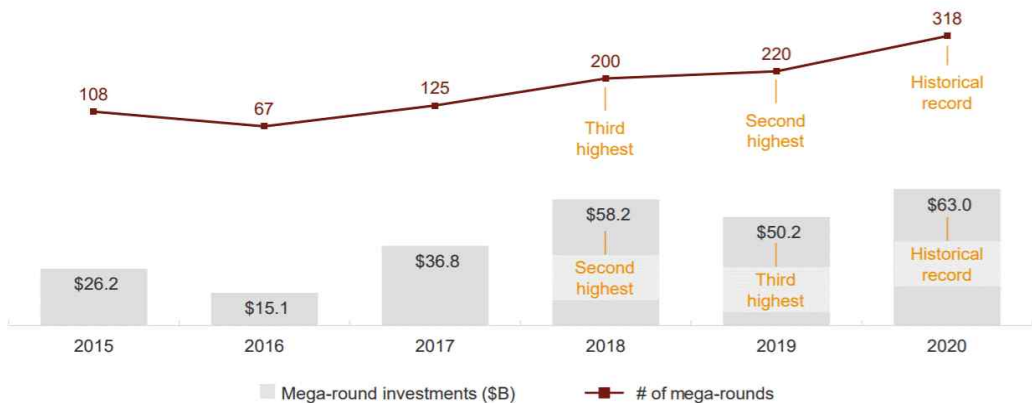
2020 funding hits new record despite the pandemic
US deals and dollars – Annual



Source: PwC/CB Insights MoneyTree™ Report Q4 2020 3

[자료] US deals and dollars – Annual (PWC/CB insight Money Tree). 미국의 벤처투자 규모는 2020년 금액 기준 1,300억 달러로 역대 최대치를 기록했다. 그러나 투자 횟수(대상 기업)은 고점을 찍었던 2018년(7,052개)에 비해 크게 줄어서 투자 규모가 2020년 대비 절반에 못 미치는 2016년 수준으로 성사. 투자 총액은 늘었으나 대상 기업이 줄어들었다는 것은 이미 검증되어 성공 가능성이 높은 소수의 기업에 집중적인 투자가 이루어진다는 의미

Number of mega-rounds hits a new record in 2020
US mega-rounds – Investments and deal count

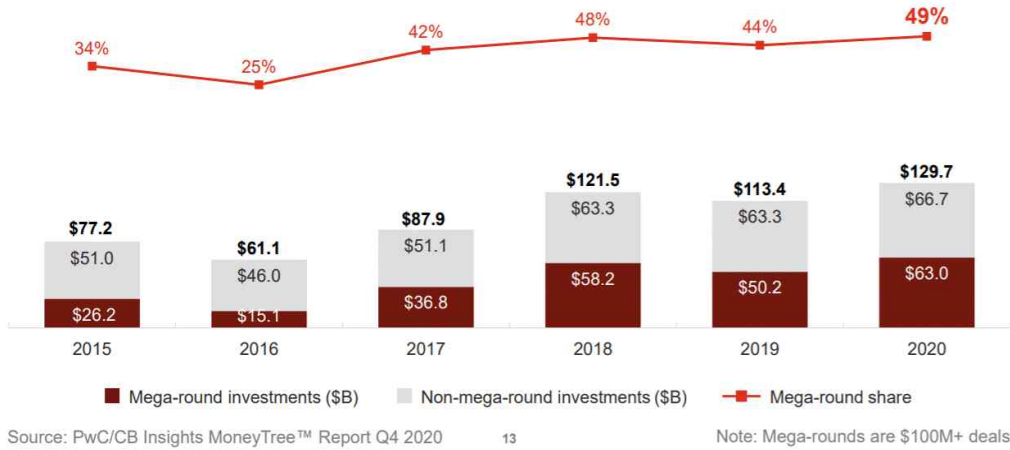


Source: PwC/CB Insights MoneyTree™ Report Q4 2020 5

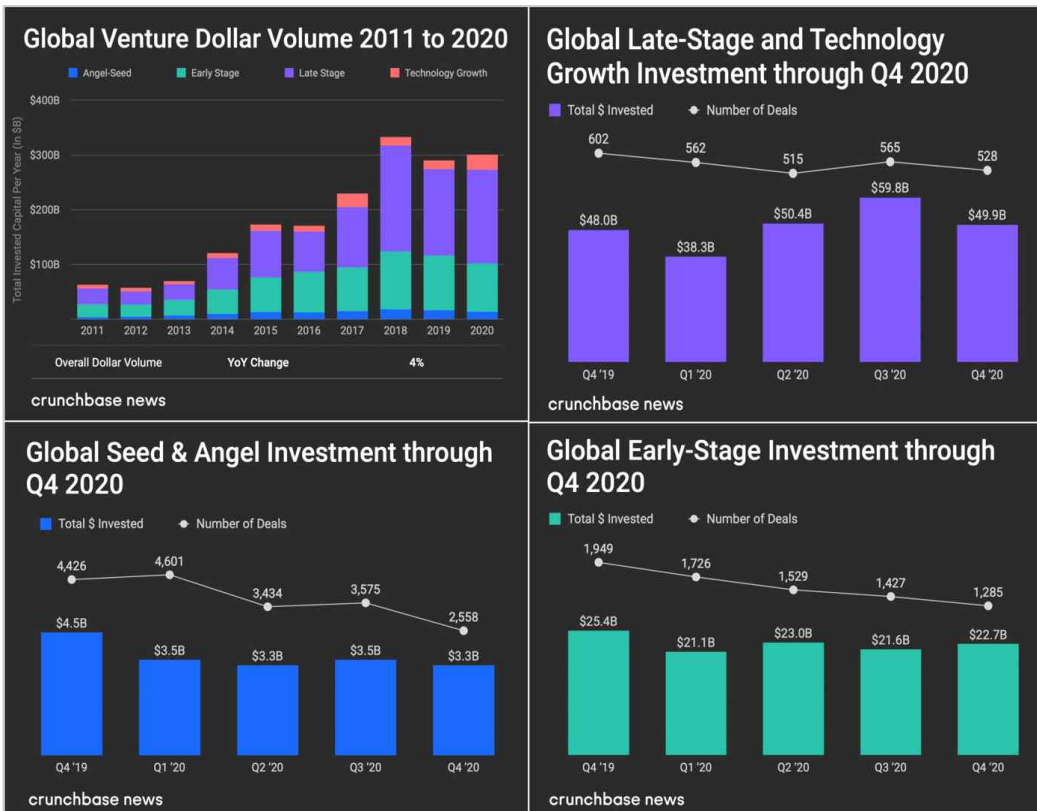
Note: Mega-rounds are \$100M+ deals

[자료] US mega-rounds : Investments and deal count (PWC/CB insight Money Tree). 이 도표에서 메가 라운드는 1억 달러 이상의 대규모 투자 유치에 이루어진 사례를 뜻한다. 바로 전 자료와 마찬가지로 시사점으로 해석할 수 있다.

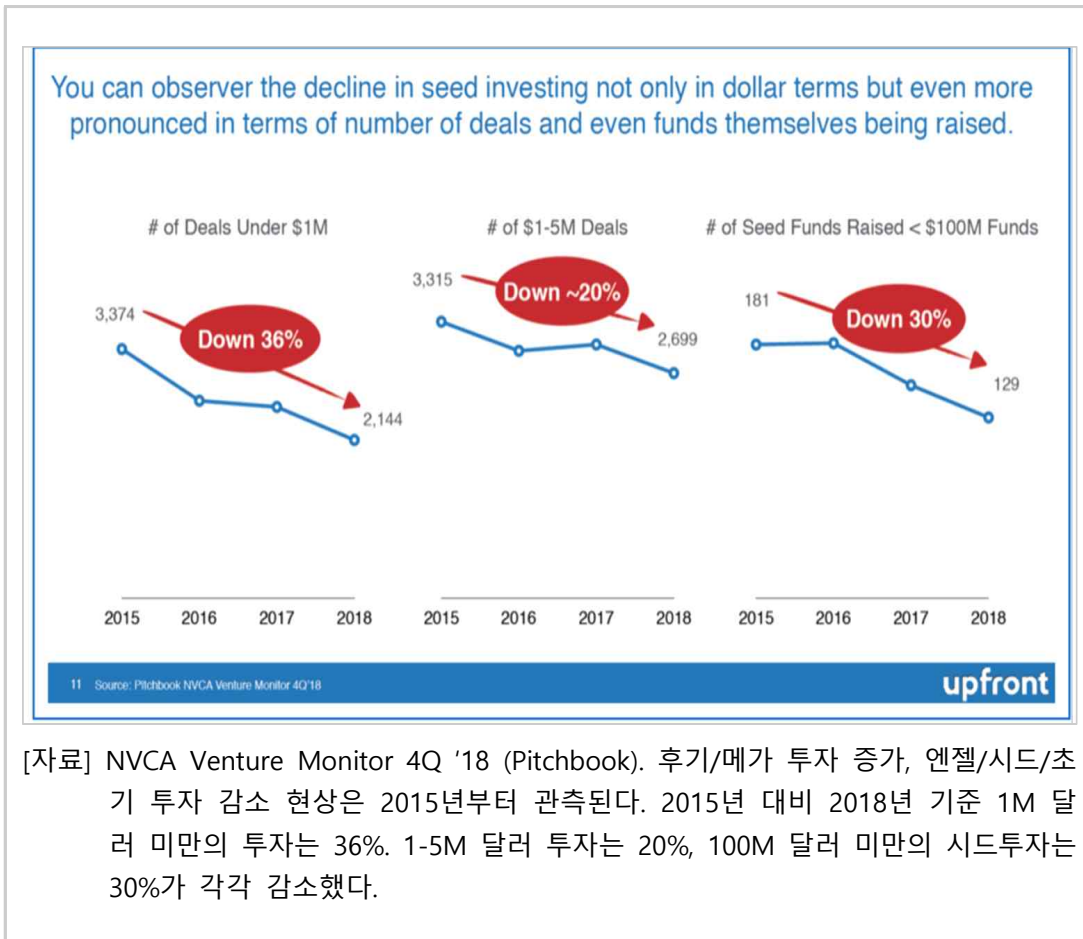
Nearly half of 2020 funding comes from mega-rounds US mega-rounds – Funding and share of total funding



[자료] US mega-rounds : Funding and share of total funding (PWC/CB insight Money Tree). 미국의 전체 투자 성사 사례 중 메가 라운드가 차지하는 금액 비중이 2020년 49%에 육박. 2016년 25% 이후로 2017~2020의 기간 중 매년 40% 대를 유지

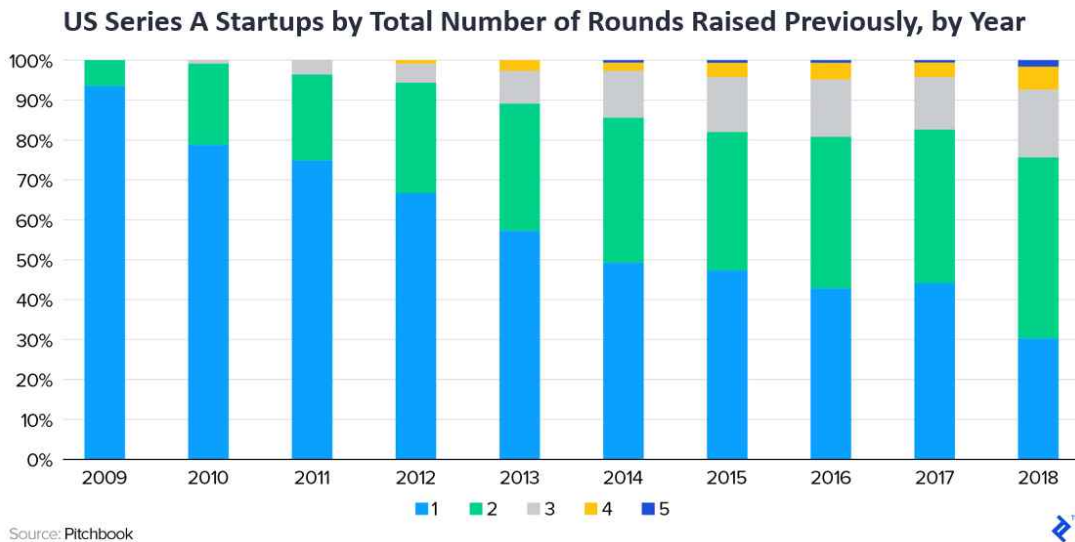


[자료] Global VC Report 2020 (crunchbase news). 미국이 아닌 글로벌 투자 현황으로도 '후기 투자 몰아주기' 현상이 관측된다. 글로벌 벤처투자 규모는 2018년 고점을 찍은 이래 2019년, 2020년 비슷한 규모를 유지하고 있다. 19년 4분기부터 20년 4분기까지 시드/엔젤 및 초기 투자 유치 건수는 추세 하향선을 그린다.

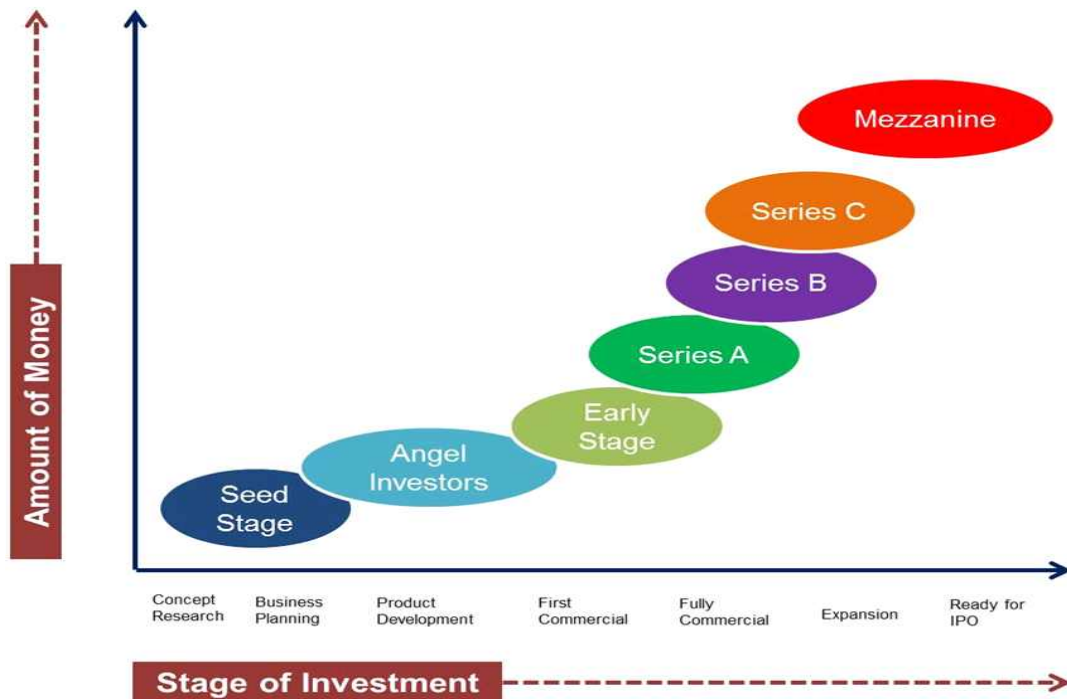


[자료] NVCA Venture Monitor 4Q '18 (Pitchbook). 후기/메가 투자 증가, 엔젤/시드/초기 투자 감소 현상은 2015년부터 관측된다. 2015년 대비 2018년 기준 1M 달러 미만의 투자는 36%, 1-5M 달러 투자는 20%, 100M 달러 미만의 시드투자는 30%가 각각 감소했다.

- 상술한 자료에서 나타나듯 VC 투자의 ‘상위 기업 몰아주기’ 현상은 2015년부터 관측되고 2020년 코로나19 이후 가속화되는 흐름으로 보임. 시드/엔젤 → 시리즈(VC 기관투자)로 나아가는 문턱은 높아지고 있음.



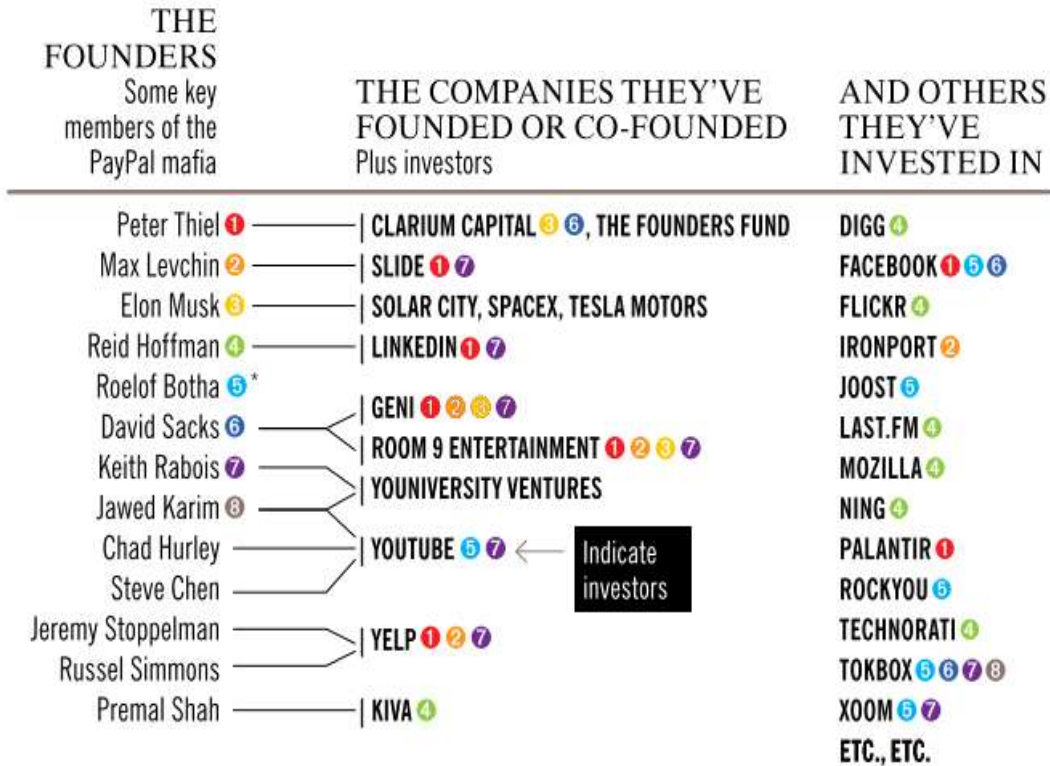
- 미국 기준으로 2009년에는 90% 이상의 기업이 시드 투자를 1차례 받은 뒤 시리즈 A에 해당하는 VC 투자를 유치함. 그러나 2018년에는 시드 투자를 1차례만 받고 시리즈 A를 유치한 기업의 비중이 30%로 낮아지고, 전체적으로는 시리즈 A 이전에 시드 투자를 유치하는 횟수가 평균 약 3회로 증가함 (자료 : Pitchbook)
- 기관투자의 문턱이 높아진 조건에서 생태계가 발전을 이어가기 위해서는 데스밸리 구간의 스타트업을 시드 투자로 지탱할 비즈니스 엔젤의 중요성이 높아짐



- 미국은 엑시트에 성공한 경험을 가진 앙트레프레너들이 스스로 투자자로 변신하여 시드 투자를 전문으로 하는 비즈니스 엔젤 그룹을 두텁게 형성하고 있음. 가장 대표적인 사례는 ‘페이팔 마피아(paypal mafia)’. 페이팔 마피아는 미국의 전자결제 시스템 회사인 페이팔을 2003년 이베이에 매각한 자금을 밀친 삼아 새로운 창업을 시도하거나 스스로 투자자로 거듭나며 형성된 그룹을 지칭함

SOCIAL NETWORK

By Thiel and Levchin's estimate, the PayPal mafia runs \$30 billion worth of businesses. We don't have room to run down everything these guys are up to—they've been *very busy*—but here's a snapshot.



*BOTHAS IS A GENERAL PARTNER AT SEQUOIA CAPITAL, THE ESTABLISHED VC FIRM.

[자료] '페이팔 마피아'라는 표현을 처음 사용한 포춘(Fortune) 기사(2007) 인포그래픽

- 페이팔 퇴사 이후 링크드인을 창업한 리드 호프먼, 유튜브를 만든 엔지니어인 스티브 첸, 현재 테슬라의 CEO인 일론 머스크, 페이팔의 공동 앙트레프레너이자 그룹의 대장 격인 피터 킬 등이 페이팔 마피아의 대표적인 일원
- 이들은 페이팔을 퇴사한 이후에도 주기적으로 만나 각자가 진행하는 신사업이나 주변에 존재하는 유망한 아이템을 공유하고 적극적으로 투자하며 스타트업 생태계 내에서 인적·물적 협력을 이어 나감. 이베이 매각에 따른 자금력, 사업 운영 경험에 따른 노하우, 지속적인 교류를 통한 시너지가 대단했기 때문에 페이팔 마피아는 오늘날 실리콘밸리를 주름잡는 최고의 파워 그룹으로 거듭날 수 있었음

스타트업 창업자들은 이 시대의 진정한 영웅이자 주인공입니다. 본엔젤스는 창업자들에 대한 존경과 애정을 바탕으로, 당초엔 척박했던 시드 투자 활성화에 개척자로서의 기여를 한 것에 큰 보람을 느끼며, 자생적인 선순환 스타트업 생태계의 지속가능성을 증명해오고 있습니다. 현재까지 총 200개 이상의 스타트업에 투자를 하였고, 그중 2곳의 유니콘 배출과 15곳의 M&A 사례를 경험하였으며, 1곳의 IPO를 앞두고 있습니다.

또한, 뜻 깊은 것은, 현재 운용중인 시드펀드 페이스메이커펀드3의 경우, 펀드 총액 500억원의 1/4이상인 131억이 본엔젤스가 투자했던 여러 스타트업의 창업자와 주요멤버 분들이 성공 후에 후배세대를 위해 다시 출자하는 선순환 금액으로 이루어졌습니다. 그래서 본엔젤스의 가장 큰 자랑은, 오랜 세월 스타트업 창업자들과 함께 쌓아온 신뢰와 투자자로서의 평판입니다.”

- 본엔젤스 홈페이지 공식 소개 (<http://bonangels.net/about>)



3) 투자자 이해하기

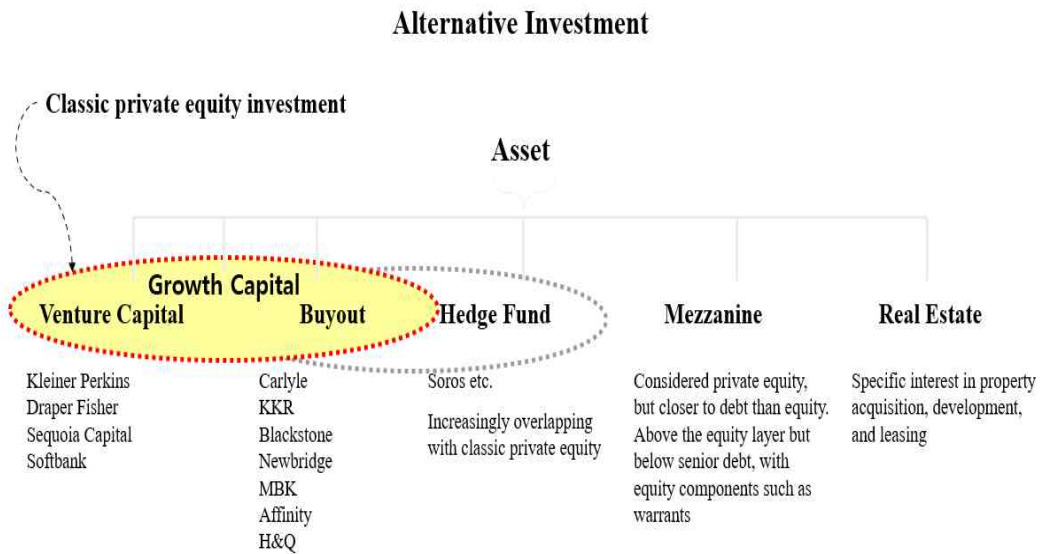
○ 목적에 따른 투자자 유형 : FI - SI

- 투자자는 투자의 목적에 따라 크게 FI(Financial Investor)와 SI(Strategic Investor)로 구분할 수 있음
- SI(전략적 투자자)는 해당 기업에 실제로 경영권을 행사하거나 인재, 기술, 마케팅 등 사업상 전략적 이익을 달성하기 위해 투자함. 따라서 투자 대상 기업과 상호협력적 시너지를 낼 수 있는 동일 혹은 유사 산업 내 대기업이 SI가 되는 경우가 많음. 뒤에 서술할

17) 류현정 외, 「장병규 본엔젤스 파트너 “젊은 인터넷 기업가들은 사업보국을 생각했다”」, 《조선비즈》, 2016.11.21.

CVC(corporate venture capital)가 대표적인 SI

- FI(재무적 투자자)는 투자에 따른 재무적 차익 실현을 목적으로 기업에 투자함. 투자한 스타트업이 잘 성장하여 M&A나 IPO를 통해 엑시트가 이루어질 때 투자한 원금 대비 큰 수익률을 획득하는 것이 주된 목적임. 전 세계적으로 저금리 기조가 강화됨에 따라 위험은 크지만 높은 수익률을 기대할 수 있는 대체 투자 (alternative investment)¹⁸⁾ 영역으로 벤처 생태계가 주목받고 있음
- 대기업이 스타트업에 지분 투자하거나 인수한 사례는 SI, 통상적으로 미디어를 통해 VC라고 일컬어지는 투자자들은 대부분 재무적 목적을 가진 FI로 이해할 수 있음. 본 챕터에서는 VC를 FI와 동의어로 사용하며, SI에 대해서는 다음 챕터에서 좀 더 자세히 소개하려 함



[자료] 대표적인 대체 투자의 유형

○ 벤처캐피털은 사모펀드로 운용된다.

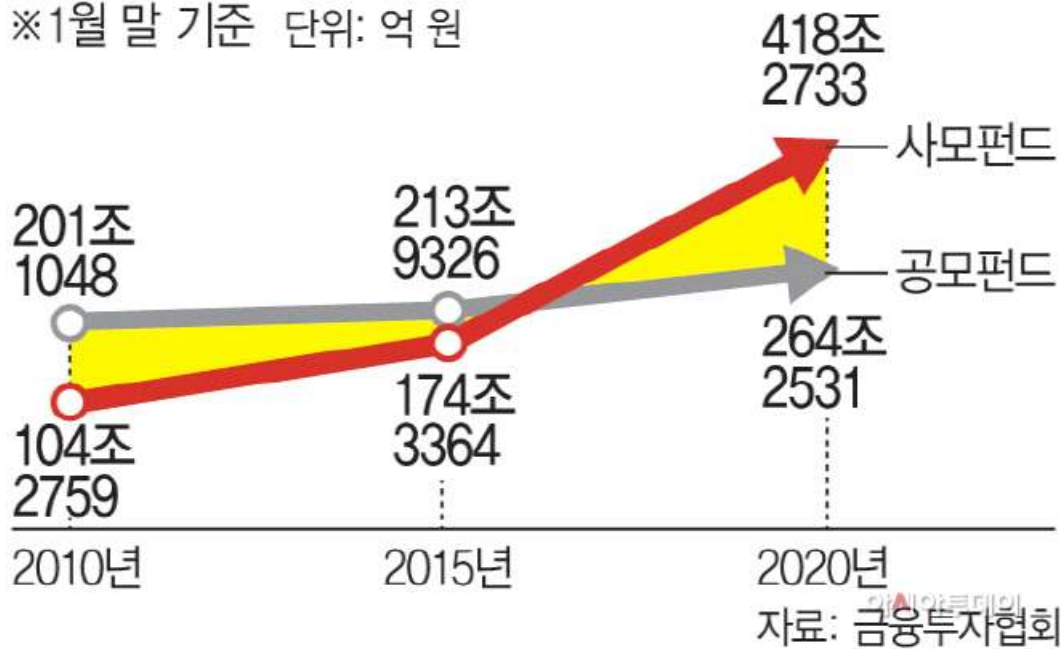
- 불특정 다수에게 공개적으로 투자 기회를 주는 공모펀드(Public Offering Fund)와 달리 사모펀드(Private Equity Fund, ‘PEF’)는 소수의 투자자로부터 모은 자금을 운용하는 펀드. 주로 기관 투자

¹⁸⁾ 주식이나 채권 같은 전통적인 투자 상품이 아닌 다른 대상에 투자하는 방식을 말한다. 사모펀드, 헤지펀드, 부동산 투자 등 다양한 방식으로 구현될 수 있다. 본 글에서 다루는 VC 투자는 대부분 사모펀드의 형식을 취한다.

- 자나 고액 자산가들이 사모펀드의 모집대상이 됨
- 2020년 1월 30일 기준 공모펀드의 순자산총액은 264조2,531억 원으로, 사모펀드 418조2,733억 원에 크게 못 미쳤음.¹⁹⁾ 사모펀드는 공모펀드와 달리 동일주식 보유한도 제한이 사실상 없고, 공시의무 등의 규제로부터 면제됨. 공모펀드는 대체 투자 비중이 낮고 채권과 주식편입이 다수이기 때문에 코스피와 같은 주식시장의 수익률과 연동성이 크나, 사모펀드는 각종 규제로부터 자유로운 가운데 고위험·고수익 투자처 발굴과 운용에 유리하여 자금이 몰리고 있음

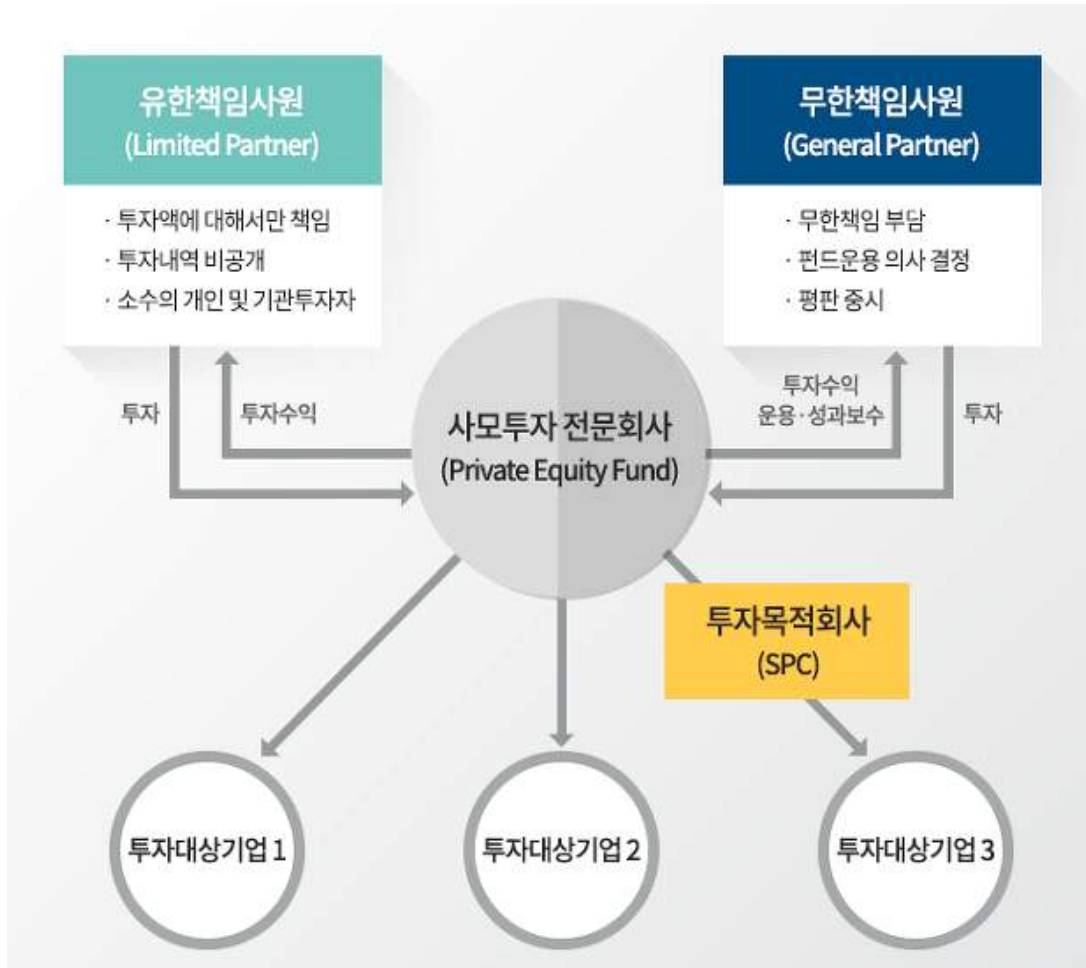
공모·사모펀드 순자산총액 추이

※1월 말 기준 단위: 억 원



- 사모펀드(PEF)는 출자자인 LP와 운용사인 GP로 구성됨. LP는 PEF에 투자한 금액에 대해서만 책임을 지지만, 실질적인 펀드 운용 의사결정을 책임지는 GP는 무한 책임을 부담함. LP는 투자금 대비 PEF 투자실적에 따라 수익을 거두어 가고, GP는 LP와 마찬가지로 투자금에 따른 수익에 더해서 운용·성과 보수를 가져감

¹⁹⁾ 장수영, 「사모펀드는 늘었는데...공모펀드는 '시들」, 《아시아투데이》, 2020.02.03.



[자료] 일반적인 사모펀드(PEF) 구조

- 종합하면, 통상적인 VC(벤처캐피털)는 사모펀드(PEF)의 운용형식으로 비상장 상태의 스타트업(Venture)을 주된 투자 대상 기업으로 보는 재무적 투자자(FI)

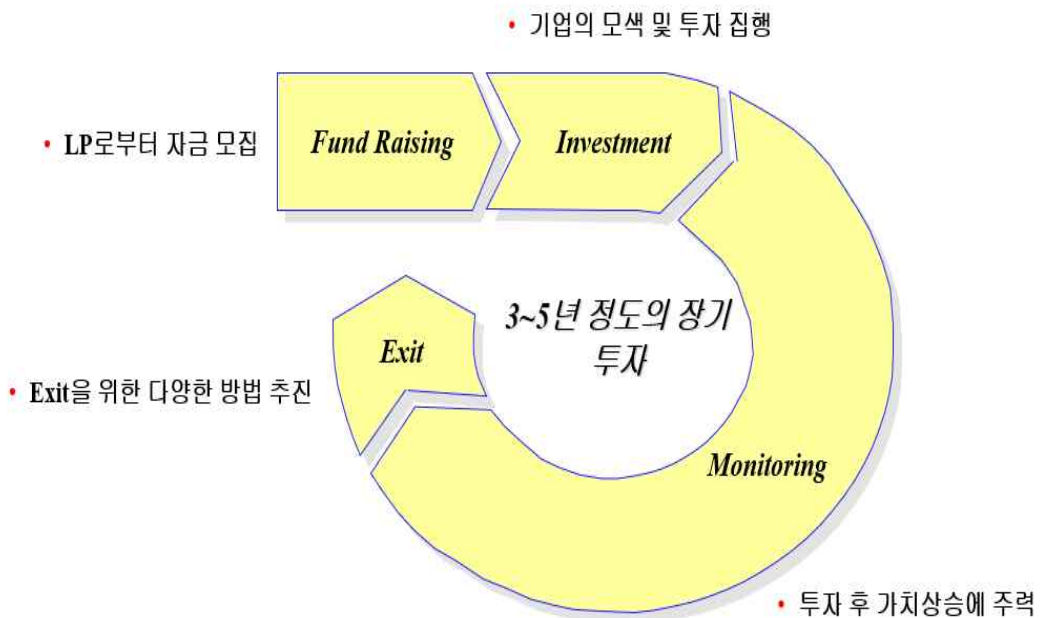
○ 벤처캐피털은 운용 기한이 정해져 있다.

- 인재, 기술, 브랜딩 등 사업상 전략적 목적을 가지고 다른 기업에 투자하는 SI(전략적 투자자)의 경우 회수 기한이라는 개념이 뚜렷하게 없음. SI 입장에서는 투자 대상이 되는 기업의 전략적 가치가 유효한 이상 투자를 통해 확보한 지분을 매각하지 않는 것이 자연스러움
- 기업이 보유한 사업상 예산을 상대 기업에 대한 투자금으로 활용하는 SI와 달리 재무적 이익 실현을 목적으로 가진 출자자(LP)의 자금으로 운용되는 사모펀드는 ‘펀드의 모집·구성 → 투자 →

모니터링 → 수익 실현'에 해당하는 사이클을 무기한 운용하는 것이 불가능함

- VC는 투자 대상이 비상장 스타트업이기 때문에 해당 기업이 충분히 성장하여 이익을 실현할 수 있을 만큼 필요한 절대적 시간을 고려하여 여타의 펀드에 비해 긴 시간 운용하는 편 (통상 3~5년, 길게는 7년 정도)

Venture PEF Cycle

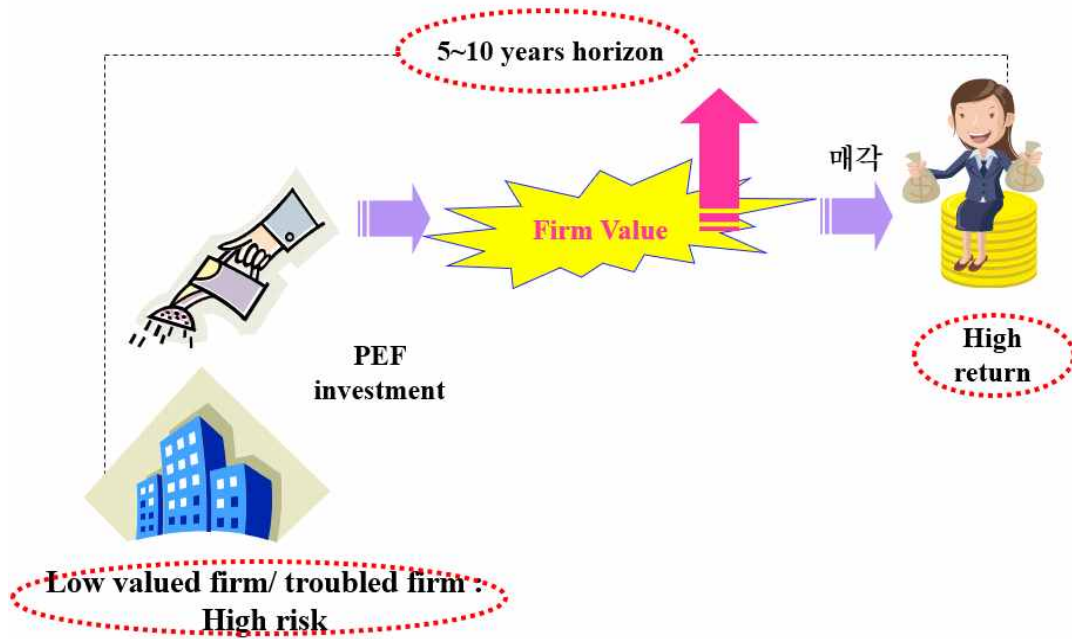


[자료] VC 투자 사이클

- 다시 말해, VC는 정해진 기한 내에 투자금액에 대한 이익을 실현하는 것을 목적으로 운용됨. VC는 초기 스타트업에 투자하고 해당 기업에 대한 지분을 확보함. 이후 투자한 시점에 비해 기업이 잘 성장하여 기업의 가치(=지분의 가치)가 오르고, 이 지분을 제3자에게 매각해야 이익이 실현됨.²⁰⁾ 해당 기업 지분의 상장 또는 매각이 이루어지고 VC의 투자 이익이 실현되는 상태를 생태계에 서는 엑시트(Exit)라 부름

²⁰⁾ 기업 지분의 평가 가치가 아무리 높아도 매각되지 않으면 투자자 입장에서는 이익실현이 아니다.

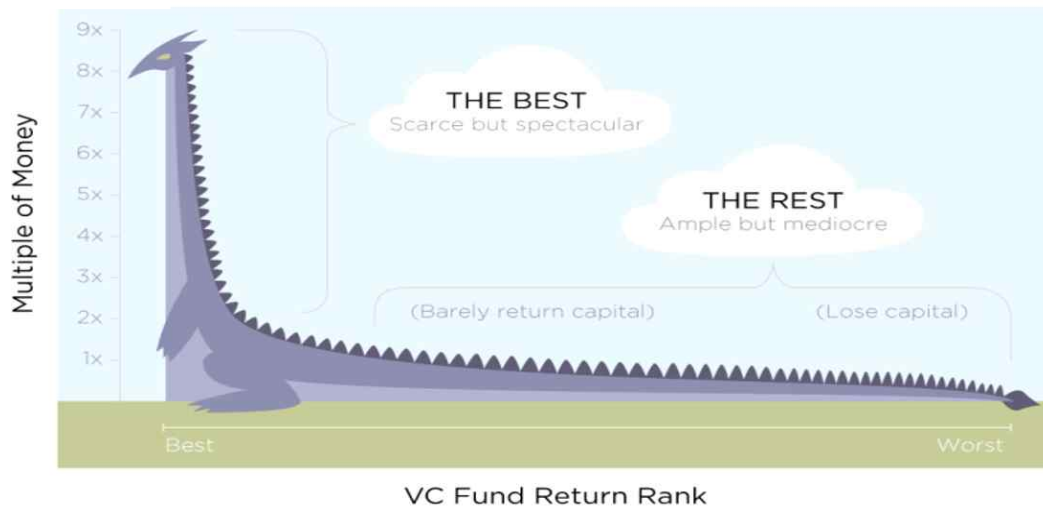
Venture PEF : High risk / High return



[자료] VC의 이익 실현 구조

○ 벤처캐피털의 포트폴리오에서 이익을 안기는 기업은 극소수이다

VENTURE CAPITAL IS AN UNUSUAL CREATURE



[자료] 벤처캐피털의 5:4:1 법칙과 드래곤

- LP의 출자금으로 구성된 VC 펀드는 하나가 아니라 여러 스타트업에 투자함. (일반적으로 VC 펀드당 10~20개 기업) 생태계에서는 5:4:1 법칙이라는 표현을 씀. 통상적으로 포트폴리오상 10개에 기

업에 투자하면 5개 투자에서 손실을 보고, 4개 투자에서 그럭저럭 원금을 유지하며, 나머지 1개의 투자에서 막대한 이익(대박)을 얻는다는 의미. 마지막 1개의 기업이 펀드의 전체 수익률을 견인하는 효과가 있음²¹⁾

허핑턴포스트 '배달의 민족'에 3억원 투자한 회사가 1,000배 수익 거뒀다²²⁾

(2019. 12. 19. 이진우 기자)

'배달의 민족'에 투자한 회사들이 잇따라 잭팟을 터뜨렸다. 벤처캐피털(VC) 본엔젤스는 3억원을 투자해 1,000배 가까운 수익을 거뒀고, 네이버도 1,800억원을 벌었다.

지난 13일 독일업체 딜리버리히어로(DH)는 '배달의 민족'을 운영하는 우아한형제들의 국내외 투자자 지분 87%를 인수한다고 발표했다. 딜리버리히어로는 우아한형제들의 가치를 40억달러(약4조7500억원)로 평가했다. 본엔젤스가 8년 전 우아한형제들 김봉진 대표에게 투자한 3억원은 2,993억원(지분 6.3%)의 가치를 인정받았다. 1,000배 가까운 수익을 거둔 셈이다. 본엔젤스는 대통령 직속 4차산업혁명위원회 위원장을 맡고 있는 장병규 크래프톤(옛 블루홀) 이사회 의장이 만든 회사다.

네이버가 2017년 배달의 민족에 투자한 350억원은 2,212억원(지분 3.72%)의 가치를 인정받았다. 수익은 1,800억원. 2년 만에 6배 수익을 거뒀다. 네이버의 인공지능 기술과 우아한형제들의 소상공인서비스를 결합하려는 전략적 투자였다. 당시 네이버 지분율은 5%였지만 신주 발행이 잇따르면서 네이버의 지분율은 3.72%로 떨어졌다. 네이버가 매각하는 2,212억원(지분 3.72%) 중 1억 달러(1,166억원)는 현금으로 받으며, 8,900만 달러(1,038억원)은 딜리버리히어로 주식으로 받는다.

본엔젤스와 네이버 외에 힐하우스캐피탈, 알토스벤처스, 골드만삭스, 세콰이아캐피탈차이나, 싱가포르투자청(GIC) 등 우아한형제들의 다른 투자처들도 이번 매각으로 막대한 수익을 거둘 것으로 보인다.

○ **벤처캐피털은 투자금을 보호하기 위해 각종 장치를 동원한다.**

- VC는 스타트업이라는 큰 불확실성에 투자한다는 점에서 생태계에 필수불가결한 주체임. 투자한 스타트업이 잘 성장하여 엑시트 한

21) 생태계에서는 포트폴리오상 VC에게 막대한 수익률을 안겨준 기업을 '드래곤'이라고 칭한다. 유니콘은 VC로부터 많은 투자를 유치 받아 높은 기업가치를 인정 받았다는 뜻이지만 유니콘이 그 자체로 VC의 이익이 실현된 상태는 아니다. 따라서 VC의 입장에서는 유니콘보다 드래곤이 중요한 셈이다.

22) https://www.huffingtonpost.kr/entry/story_kr_5dfad140e4b006dceaa83876

다면 앙트레프레너와 투자자의 win-win이 이루어짐. 그러나 투자한 기업이 제대로 성장하지 못하고 가치가 하락한다면 앙트레프레너는 실패를 경험하고 투자자는 손실을 보게됨

- 스타트업 창업자가 기업을 성장시키기 위해 다방면의 노력을 기울이듯, VC 또한 투자 대상 기업의 가치가 하락하는 리스크를 최소화하기 위해 다양한 장치를 동원함

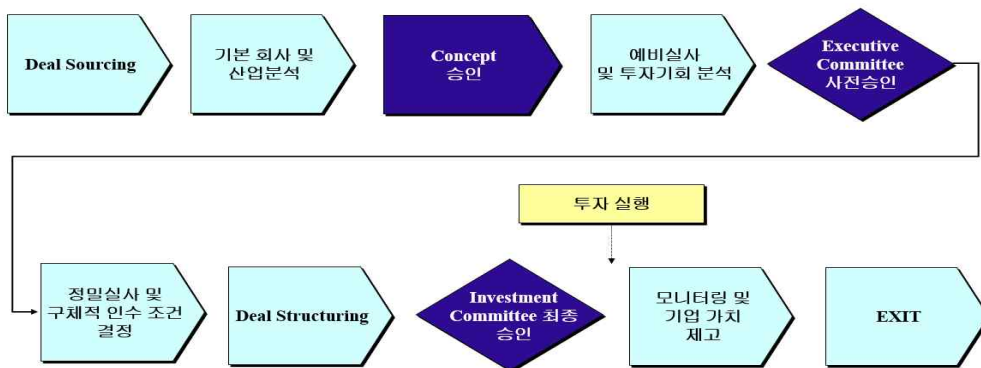
투자 대상 기업의 Down-side Risk 를 최소화 하기 위한 방안

투자대상회사 선정시	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Control이 가능한 기업에의 투자 <ul style="list-style-type: none"> - 경영진의 선임 및 해고에 대한 권리 확보 - 이사회를 통해 연간 사업계획 및 특히 예산 승인에 대한 권리 확보 - 투자 지분을 자유로이 매각하여 회수를 극대화할 수 있는 권리 확보 (예를 들어, Shared-control 투자의 경우 Drag-along/tag-along, IPO를 통한 구주 매각, 등) ❖ 현금흐름이 좋은 대상기업에 대한 투자 집행
투자 단계	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Shared-control 투자의 경우 주주간 계약 체결하여 이익 보호 <ul style="list-style-type: none"> - Drag-along/tag-along - Put option - 이사회 Veto Right (예를 들어, 신규사업 진출, 일정 금액 이상의 비용지출, 등) - 배당금액에 대한 의사결정 권한 - 경영진, 이사, 감사 선임 권한
투자 후	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 적극적인 Monitoring을 통해 투자 수익 극대화 ❖ 배당 및 유상감자로 일부 조기회수 추진

[자료] PE, VC가 투자 위험을 최소화하기 위해 검토, 동원하는 각종 장치

스타트업은 투자로 성장하며, 이 투자는 이익 실현(Exit)를 전제한다

※ Method 1. 투자 유치 선정 및 모니터링

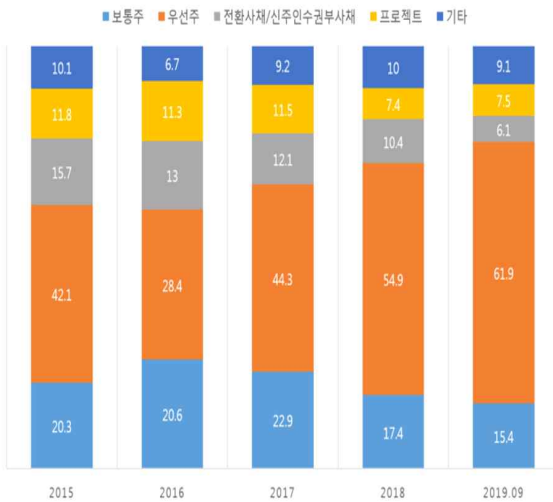


※ Method 2. 상환전환우선주 (RCPS) 부여

상환전환우선주(RCPS: redeemable Convertible Preferred Stock)은 상

환권+전환권+우선권을 합친 주식을 의미한다. 국내에서 스타트업에 대한 VC의 투자는 통상적으로 보통주보다는 이 RCPS를 이용하는 방식이 보편적으로 채택된다. RCPS를 보유한 투자자는 채권과 같은 '상환권'을 가지기 때문에 원금 보전에 용이하고, 잔여재산이나 배당금 분배에 있어서도 보통주보다 유리한 '우선권'을 가진다. 스타트업 입장에서는 사업 성장에 필요한 자금을 충분히 조달하기 위하여 계약상 투자자에게 유인을 제공하는 것이다. 국내에서 탄생한 대다수 유니콘들은 이와 같은 RCPS 방식의 투자 유치 이력이 있다. 미국에서도 RCPS 계약을 통한 스타트업 투자 유치가 다수인 것으로 보고된다. 그러나 RCPS 부여를 통한 투자는 스타트업의 기업가치가 과대평가 되거나, 엑시트 시점에서 회수자금의 분배에서 창업자에게 불리하게 작용할 수 있다.

유형별 신규 벤처투자 비중 (단위: %)



<표 11-1> 국내 유니콘 주요 벤처캐피탈 투자

회사명	투자 내역			
	일자	투자규모	주식종류	주요투자자
쿠방	2014	49억원	불당	BlackRock, Sequoia
	2015.6	11억원	RCPS	SoftBank
	2018.1	20억원	RCPS	SoftBank Vision Fund
멜로모바일	2013.10 이전 (5회)	100.1억원	공통주 (내역불명)	Formation 8
	2014.11	3억원	불당	CPS
	2014.12	800.5억원	CPS	
위애프	2019.9.30 현재 보통주	4,640,414주	전환우선주	370,710주
	2015.8	1,094억원	RCPS	낙스
	2015.9	69억원	RCPS	IMM Investment
	2019.9	2,500억원	불당	낙스
	2019.12	1,200억원	CPS	IMM Investment
알엔피 코스텍	2019.12.31 현재 보통주	4,442,981주	전환우선주	714,699주
	2015.4	300억원	CPS	Legend Capital
	2019.12.31 현재 보통주	589,756주	전환우선주	138,890주
크레딤론	2018 이전 (5회)	500억원 (2,743,965주)	RCPS	
	2018	5,000억원	보통주	Tencent
지피클럽	2019.12.31 현재 보통주	8,045,498주	RCPS	전환 보통주
	2019.3	750억원	불당	Goldman Sachs
	2014.7~ 2019.12 (5회)	3,719.1억원	RCPS 및 CPS	Altos Ventures, Goodwater Capital (이후주는 전액 RCPS로 이루어짐)
우아한형제들	2019.12.31 현재 보통주	3,111,323주	(상환)전환우선주	7,854,646주
	2015~ 2019 (8회)	3,653억원	RCPS	Sky Lake Investment, 싱가포르 CIC (이후주는 전액 RCPS로 이루어짐)
아놀자	2019.12.31 현재 보통주	262,616주	상환전환우선주	145,412주
	2019.12	938.9억원	RCPS	Sequoia Capital

주 : CP는 전환우선주, RCPS는 상환전환우선주를 의미
 자료: 금융위원회 전자공시시스템(DK1), 각지 홈페이지 및 언론기사, Crunchbase, CB Insights를 이용하여, 자료일 간에 차이가 있는 경우에는 전자공시시스템을 우선적으로 이용

[자료] (좌) 한국벤처캐피탈협회 (2019), (우)

※ Method 3. 드래그얼롱(Drag-Along)

드래그얼롱(Drag-Along)은 소수 지분을 가진 VC가 대주주(창업주)의 지분까지 끌어다가 강제로 매각할 수 있도록 명시하는 투자계약 조항이다. 예컨대 투자 시점으로부터 3-5년 내에 IPO 내지 M&A를 통해 엑시트하여 투자자의 이익 회수를 보장한다는 투자자-창업자 간의 내재적 합의에도 불구하고 예정대로 엑시트가 이루어지지 않아 투자자의 PEF 운용 만기가 도래하는 시점에 발동될 수 있다. 이 경우 VC는 소수 지분에도 불구하고 대주주인 창업자의 지분까지 함께 묶어서 매각할 수 있다. RCPS와 마찬가지로 통상적으로 스타트업이 충분한 자금을 유치하기 위해 투자자에게 유인을 제공하는 장치로 활용된다.

[뉴스시스] 두산인프라 투자금 소송 파기환송..."드래그얼롱 재판단"²³⁾

(2021. 01. 14. 김재환 기자)

(전략) 투자목적회사였던 오딘2, 하나제일호는 지난 2011년 기업공개(IPO) 등을 조건으로 두산인프라코어차이나(DICC)의 지분 20%를 3,800억원에 매수하는 계약을 맺었다. 그런데 계약 기한 내 IPO가 이뤄지지 않자, 오딘2 등은 자신들이 보유한 DICC의 지분을 매각하려 했으나 무산됐다.

이 밖에 다른 투자목적회사인 시니안과 넵툰은 지난 2011년 코스닥 상장을 조건으로 두산캐피탈이 발행할 주식 약 800만주를 490억여원에 인수하는 계약을 체결했다. 이후 두산캐피탈은 중국 현지 법인인 두산중국용자조임유한공사(DCFL)의 지분 일부를 DICC에 매각했는데, 시니안 등은 헐값 매각으로 두산캐피탈의 투자 가치가 떨어졌다는 점을 문제 삼았다.

이에 오딘2 등은 두산인프라코어가 주식 매매대금 100억원을, 시니안 등은 두산연강재단이 15억원을 지급해야 한다며 소송을 냈다. 재판 과정에서 쟁점은 투자사가 두산 측에 '동반매도요구권'(DragAlong·드래그얼롱)을 행사할 수 있는지 여부였다. 드래그얼롱이란 소수 주주가 자신의 지분을 매각할 때 대주주의 지분까지 함께 팔도록 요구하는 권리를 뜻한다.

기업이 상장이나 인수를 위한 자금을 확보할 때 투자자로부터 돈을 끌어오는 계약을 맺으면서 드래그얼롱을 포함하는 경우가 있다. 투자자로서는 드래그얼롱이 투자금 회수를 담보하는 일종의 안전장치인 셈이다. (후략)

4) 아시아퍼시픽 및 국내 벤처투자 동향

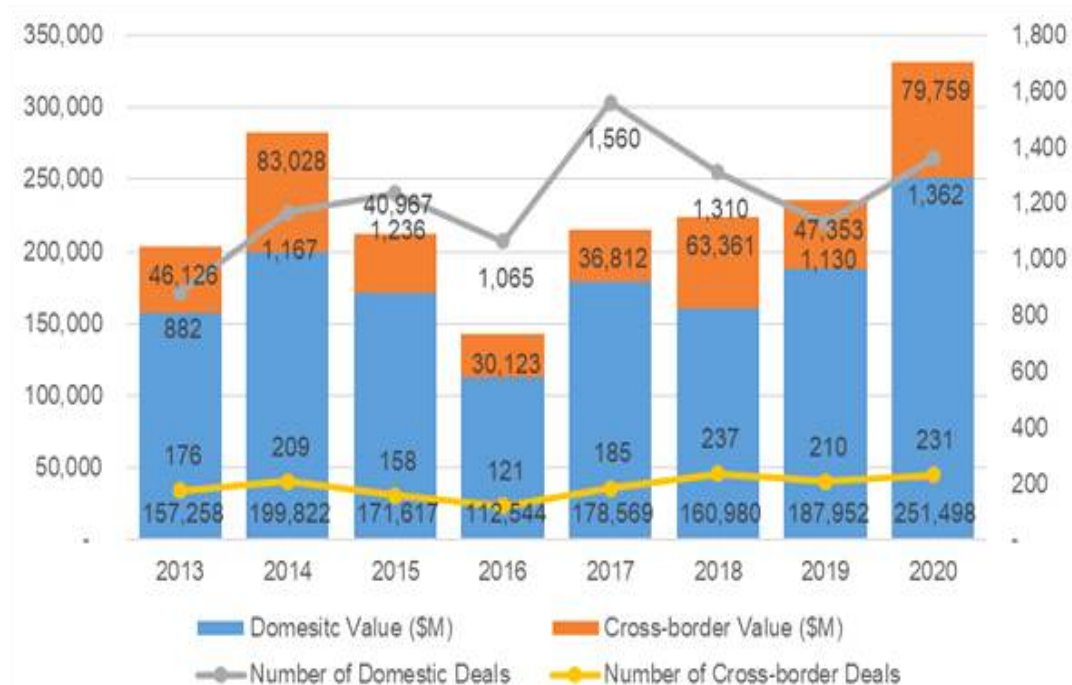
- 미국은 20세기 초 가장 먼저 벤처캐피탈(Venture Capital)이라는 개념을 사용했으며 현재까지도 전 세계 벤처캐피탈 시장을 주도.²⁴⁾ 2018년 전 세계 벤처캐피탈 투자 금액 2,550억 달러 중 미국 벤처캐피탈 투자 금액은 약 1,320억 달러로 전 세계 벤처캐피탈 투자의 약 52%를 차지하고 있음²⁵⁾
- 흔히들 벤처캐피탈은 국경을 넘나들며 투자가 이루어질 것이라고

²³⁾ https://newsis.com/view/?id=NISX20210114_0001305347&cID=10201&pID=10200

²⁴⁾ 배승욱, "미국 벤처 캐피탈의 역사 및 시사점", 한국벤처투자, 2019.

²⁵⁾ KPMG, "Venture Pulse Q1 2019 - Global analysis of venture funding", 2019. 4. 11.

생각함. 실제로 큰 규모의 후기 투자나 IPO, M&A는 국내 기업과 글로벌 자본의 결합 형태로 나타나는 경우가 드물지 않음²⁶⁾

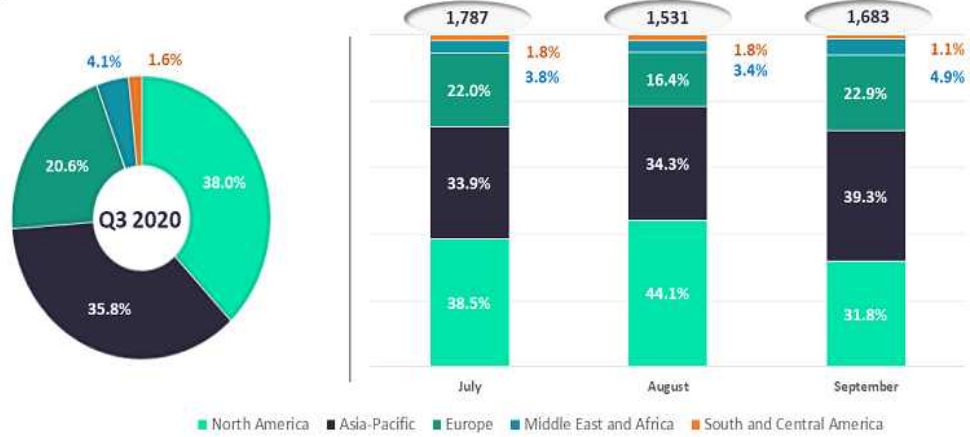


[자료] Baker McKenzie's IPO Report 2020

- 그러나 엑시트 이전 수준 시리즈의 경우 국경을 넘는(Cross-border) 투자는 그 비율이 적고 국내(domestic) 투자가 주를 이룸. 미국 VC가 미국에 소재한 기업에, 독일 VC가 독일에 소재한 기업에, 중국 VC가 중국에 소재한 기업에 투자하는 비율이 cross-border 투자보다 높다는 뜻
- 따라서 전세계 벤처캐피탈 통계와 동향 분석은 미국 시장에 관한 논의가 주를 이루며, 아시아 태평양 지역에서도 중국과 인도 시장이 가장 중요한 위상으로 다뤄짐. 한국 시장의 벤처투자 동향에 관한 시사점을 획득할 수 있는 글로벌 통계는 제한적. 아래에는 글로벌 컨설팅 그룹인 글로벌데이터(Globaldata)와 KPMG, 베인앤드컴퍼니(Bain&Company)에서 제공하는 몇 가지 통계, 국내 VC 동향과 관련하여 중소벤처기업부와 민간 싱크탱크인 스타트업얼라이언스의 자료를 소개함

²⁶⁾ 배달의민족의 경우 독일계 기업인 딜리버리히어로와 약 5조 규모의 M&A를 체결했다. 쿠팡은 국내에서만 서비스를 수행하고 있지만 미국 나스닥 시장에 상장할 계획을 가지고 있다.

Global VC Deal Volume % Share breakdown by Region (Q3 2020)



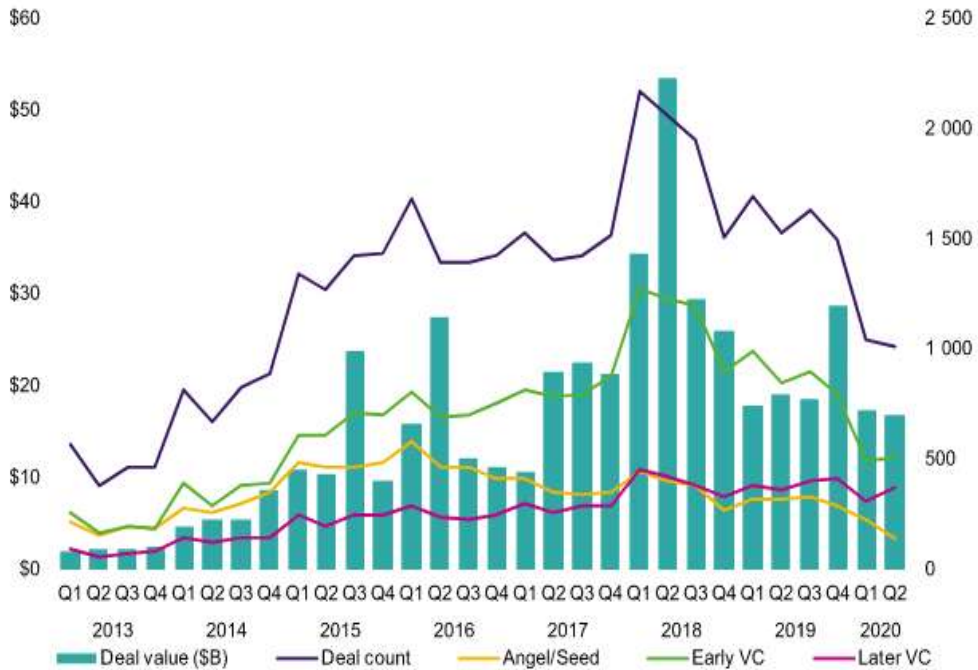
Source: GlobalData Financial Deals Database

GlobalData.

[자료] 2020년 3분기 지역별 벤처투자 규모 : 북미 지역(38.0%), 아시아태평양 지역 (35.8%), 유럽 지역(20.6%) 순. Globaldata

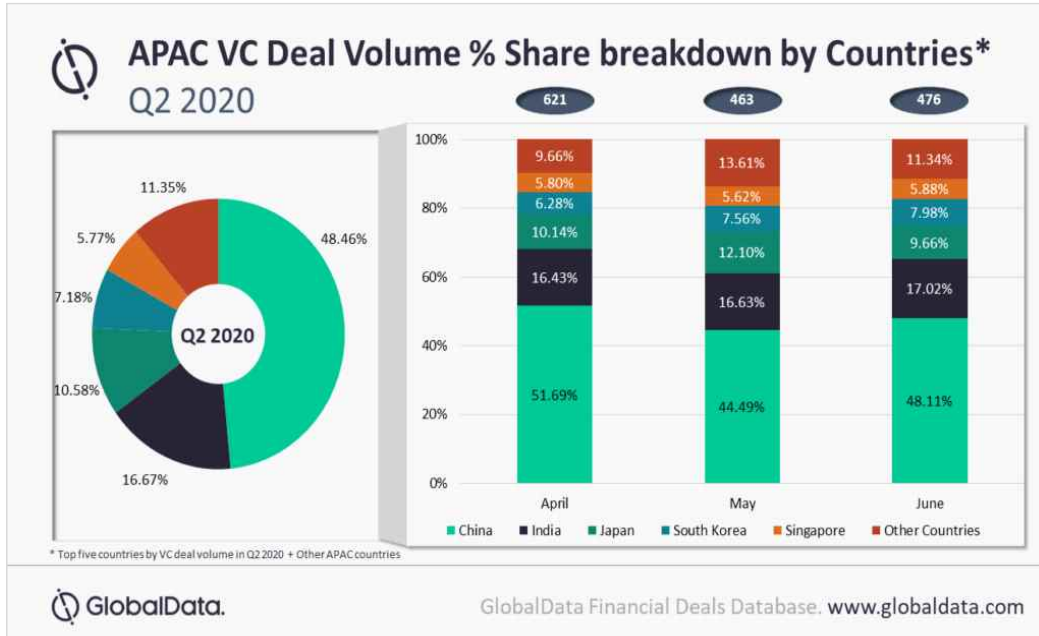
Venture financing in Asia

2013-Q2'20



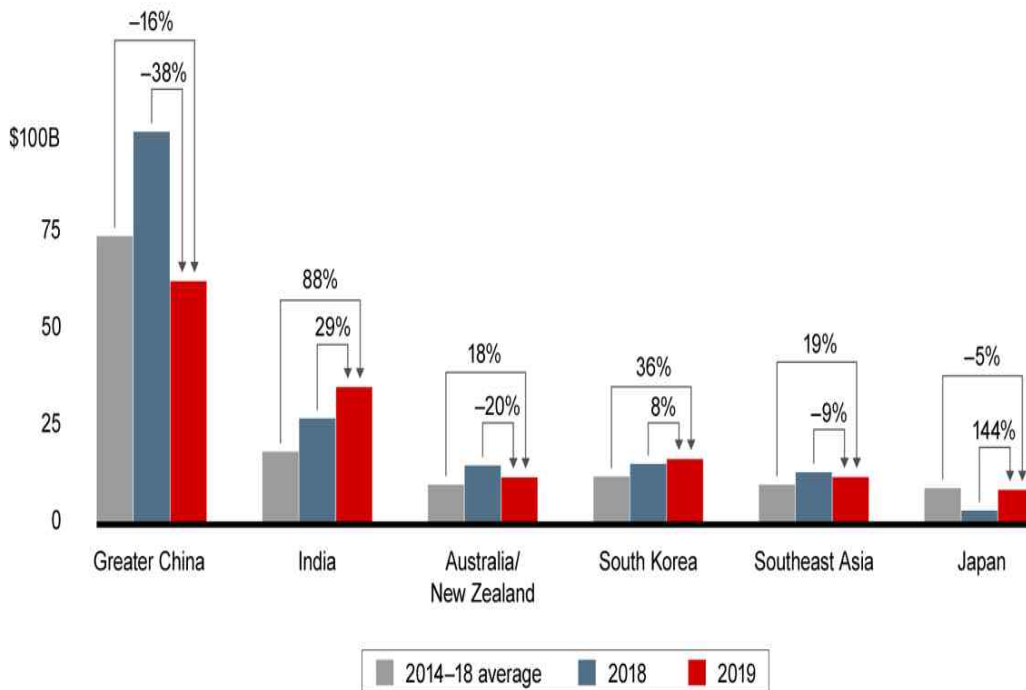
Source: Venture Pulse, Q2'20, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Data provided by PitchBook, 7/22/20.

[자료] 아시아 지역 시기별 투자 현황 (2013-2020Q2) KPMG.



[자료] 2020년 2분기 아시아태평양 지역 국가별 벤처투자 규모 : 중국이 약 48.46%로 규모상 1위를 차지하는 가운데 인도(16.67%), 일본(10.58%)가 뒤를 이음. 한국은 7.18%. Globaldata

Asia-Pacific PE investment value, by country



Note: Excludes real estate and infrastructure
Source: AVCJ

[자료] 아시아 국가별 14-18년도 평균 PE 투자 대비 18, 19년도 투자. Bain&Company

2020년 국내 벤처투자 동향 (중소벤처기업부)²⁷⁾

(2021. 1. 27.)

'20년 벤처투자 실적은 지난 역대 최대실적이었던 '19년 4조 2,777억원보다 268억원(+0.6%) 늘어난 4조 3,045억원으로 집계됐다.

또한 '20년도 투자 건수(4,231건)와 피투자기업 수(2,130개사) 역시 각각 최초 4천여건, 2천여개사를 넘어서면서 모두 역대 최다를 기록했다.

< '16 ~ '20년 1~12월 벤처투자 현황 (단위 : 억원, %, 건, 개) >

구 분		'16년	'17년	'18년	'19년	'20년	
1~12월	투자금액	21,503	23,803	34,249	42,777	43,045	
	전년 대비	증감	-	+2,300	+10,446	+8,528	+268
		증감률	-	+10.7	+43.9	+24.9	+0.6
	투자 건수	2,361	2,417	3,150	3,713	4,231	
	건당 투자	9.1	9.8	10.9	11.5	10.2	
	피투자기업 수	1,191	1,266	1,399	1,608	2,130	

바이오·의료 업종은 4분기에 투자가 크게 늘어 '20년 전체 벤처투자에서 가장 큰 폭의 규모로 증가(+937억원)했다.

※ 바이오·의료 업종 분기별 투자(억원) 1Q 2,464 → 2Q 1,847 → 3Q 3,422 → 4Q 4,237

반면 코로나 여파로 관련 산업이 전반적으로 피해를 입은 유통·서비스, 영상·공연·음반 업종은 '19년 대비 투자가 감소한 것으로 나타났다.

< '19년, '20년 1~12월 업종별 벤처투자 비교 (단위 : 억원, %) >

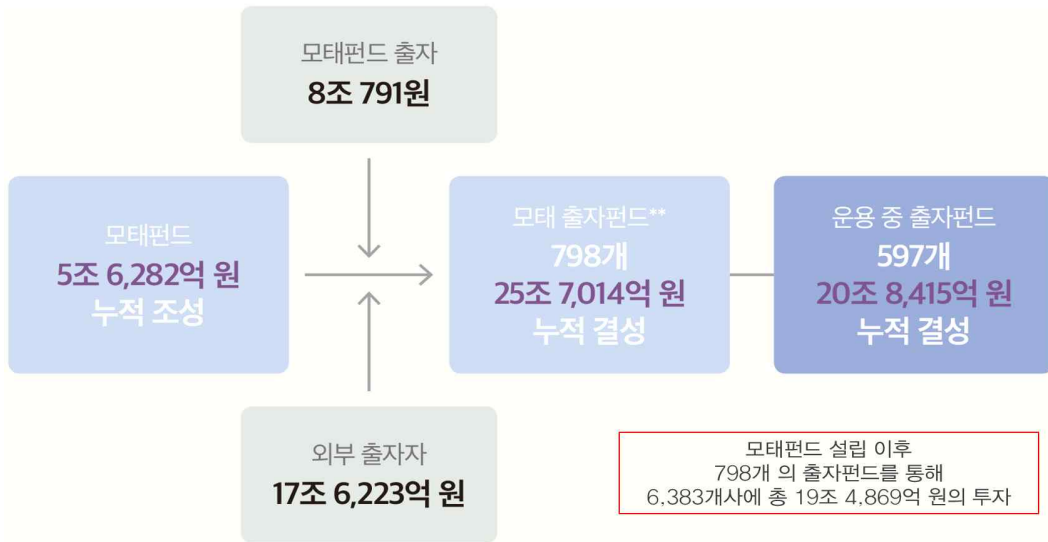
증가 업종 (6개)	'19년	'20년	증가		감소 업종 (3개)	'19년	'20년	감소	
			증가	증감률				감소	감소율
바이오·의료	11,033	11,970	+937	+8.5	유통·서비스	8,145	7,242	△903	△11.1
전기·기계·장비	2,036	2,738	+702	+34.5	영상·공연·음반	3,703	2,902	△801	△21.6
화학·소재	1,211	1,765	+554	+45.7	기타	3,518	2,546	△972	△27.6
ICT제조	1,493	1,869	+376	+25.2					
ICT서비스	10,446	10,764	+318	+3.0					
게임	1,192	1,249	+57	+4.8					

< '19년, '20년 업력별 벤처투자 현황 (단위 : 억원, %) >

구 분	'19년		'20년		비 고	
	금 액	비 중	금 액	비 중	증감	증감률
초기(업력 3년 이하)	13,901	32.5	13,205	30.7	△696	△5.0
중기(업력 3~7년 이하)	17,662	41.3	17,268	40.1	△394	△2.2
후기(업력 7년 초과)	11,214	26.2	12,572	29.2	+1,358	+12.1
합 계	42,777	100.0	43,045	100.0	+268	+0.6

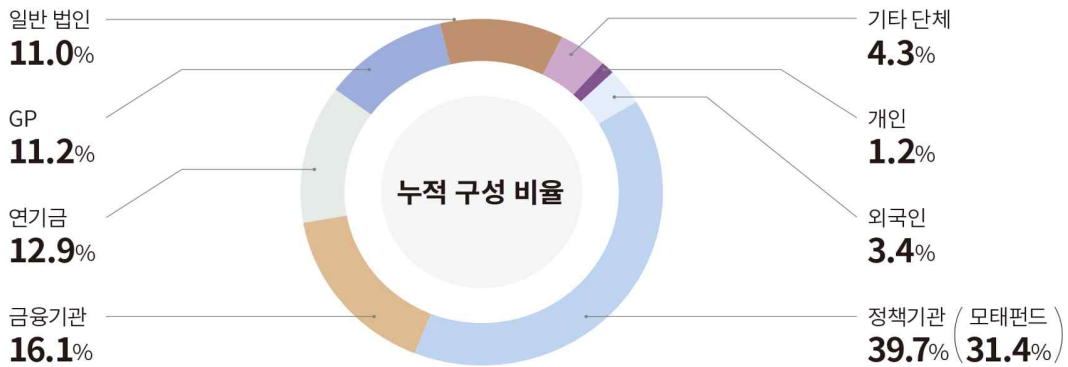
²⁷⁾ <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1024230&parentSeq=1024230>

2020년 6월 말 현재 벤처투자 모태조합



모태 출자펀드 출자자 구성 현황(누적)

(단위 : %)



[자료] 국내 벤처투자(모태펀드) 관련 누적 현황(중소벤처기업부 자료 취합 및 정리)

- 중소벤처기업부에서 2021년 1월 14일 발표한 <2020년도 벤처투자 결성실적>²⁸⁾에 따르면, 2020년도 신규 결성 펀드 중 모태 자펀드는 3조 2,320억원(49.2%), 비모태 펀드는 3조 3,356억원(50.8%)로 약 5:5의 비중으로 결성됨. 20년 6월 기준 누적 현황 자료에 따르면, 모태 출자펀드 출자자 중 정책기관의 참여 구성비는 약 40%.
- 2020년 6월 기준 모태 출자 798개 펀드에서 6,383개사에 총 19조 4,869억원의 투자를 집행함. 평균을 내면 모태 출자 펀드 1개가 244억 원의 금액을 8개의 기업에 각각 약 30억 원을 투자한 셈.

²⁸⁾ <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1023929>

결성금액 구간	'16년		'17년		'18년		'19년		'20년	
	조합수	비중	조합수	비중	조합수	비중	조합수	비중	조합수	비중
30억원 미만	5	4.2	8	4.9	5	3.4	8	4.7	23	11.2
30억원 이상 ~ 50억원 미만	7	5.8	14	8.5	17	11.6	22	12.9	23	11.2
50억원 이상 ~ 100억원 미만	11	9.2	8	4.9	10	6.8	20	11.8	22	10.7
100억원 이상 ~ 150억원 미만	21	17.5	31	18.9	26	17.8	22	12.9	28	13.6
150억원 이상 ~ 200억원 미만	24	20.0	24	14.6	14	9.6	29	17.1	15	7.3
200억원 이상 ~ 300억원 미만	10	8.3	22	13.4	28	19.2	27	15.9	36	17.5
300억원 ~ 500억원 미만	22	18.3	29	17.7	18	12.3	22	12.9	22	10.7
500억원 ~ 1,000억원 미만	14	11.7	24	14.6	15	10.3	14	8.2	22	10.7
1,000억원 이상	6	5.0	4	2.4	13	8.9	6	3.5	15	7.3
합 계	120	100.0	164	100.0	146	100.0	170	100.0	206	100.0

[표 9] '16년~'20년 신규펀드 결성 규모별 현황 (단위 : 개, %) * 중소벤처기업부

- 국내의 벤처투자 자본은 수년간 꾸준히 성장했으나 여전히 규모 측면에서 한계를 보임. 2020년도 신규결성 펀드 중 300억 미만 펀드 비중은 71.5%, 100억 미만 펀드는 33.1% 비중을 차지함. 300억 규모의 펀드가 10개 기업을 포트폴리오로 투자한다면 평균 투자액 30억이며 이는 스타트업의 성장 단계상 시리즈 A 수준. 1,000억의 펀드도 10개 기업 투자 기준으로 각 100억으로 시리즈 B 수준이라 볼 수 있음
- 이처럼 보통 수십억 원 단위의 투자를 하는 한국의 벤처캐피털은 몇백억 원에서 1,000억 원 단위로 이뤄지는 유니콘 스타트업 단계의 투자에 참여하기 어려움. 이러한 사정으로 큰 투자를 받은 국내 스타트업의 상당수가 글로벌 투자를 유치함

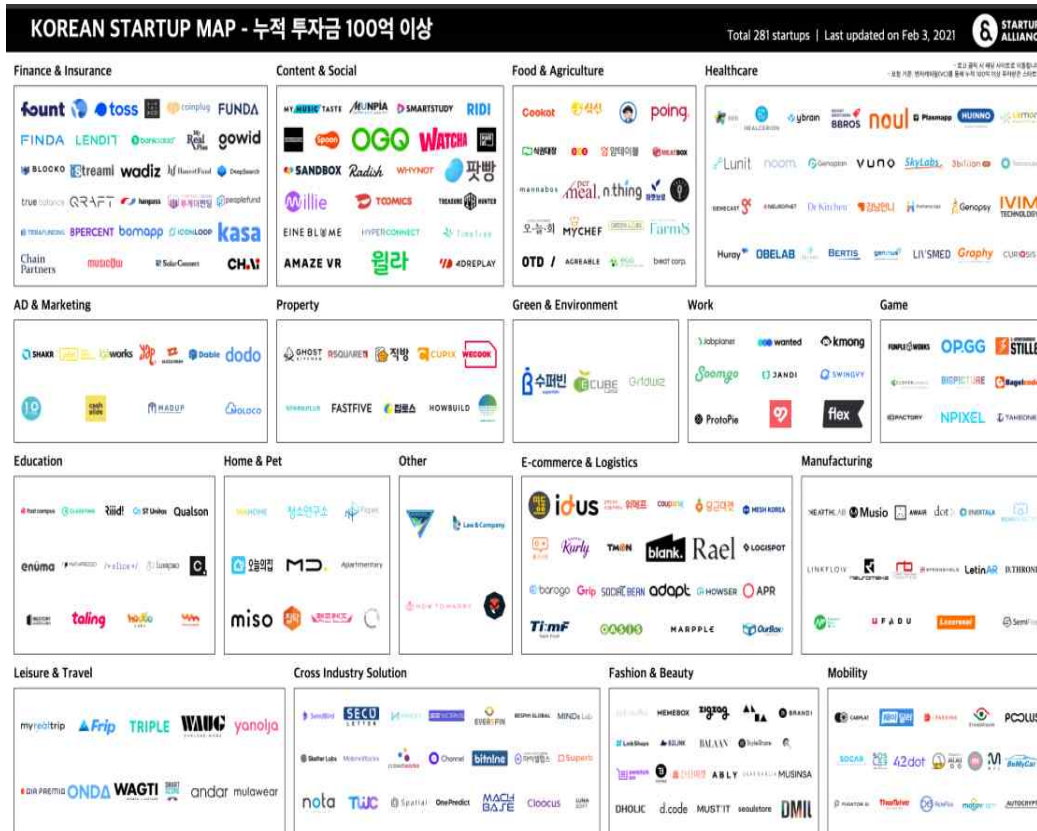
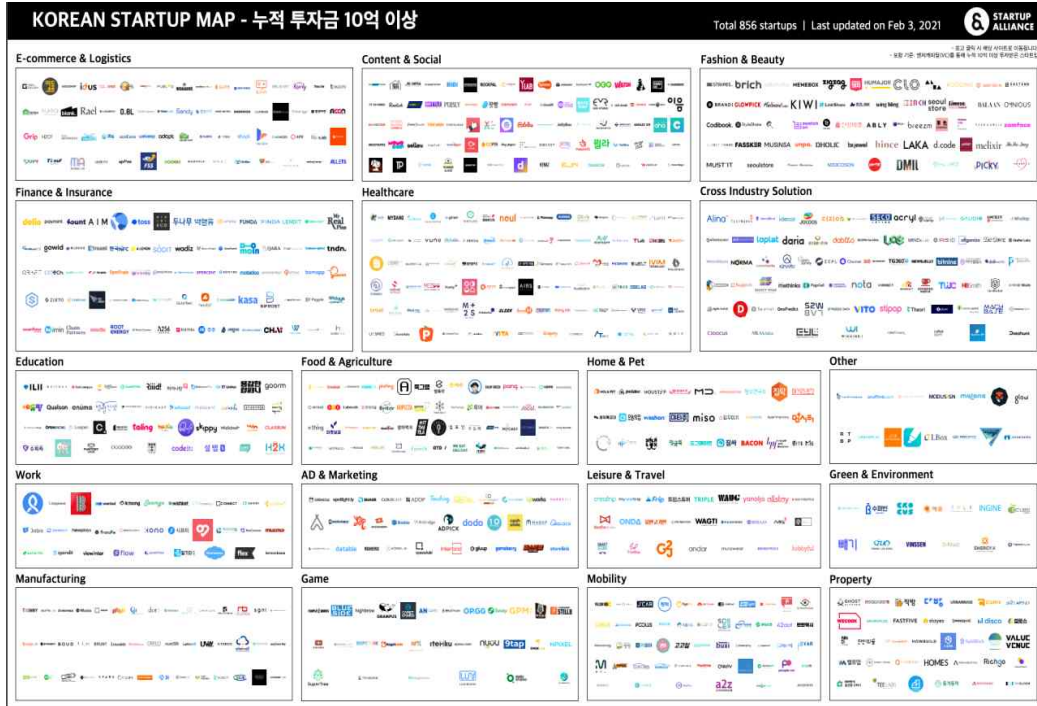
구분	손정의 소프트뱅크 회장의 '비전펀드(Vision Fund)'	
	1호	2호
출범	2017년 5월	2019년 7월
자금	1000억달러(약 118조원)	1080억달러(약 128조원)
참여기업	사우디국부펀드, 소프트뱅크는 아랍에미리트 국부펀드, 모두 참여 애플 등	골드만삭스, 마이크로소프트, 애플, 카자흐스탄 국부펀드, 미즈호파이낸셜그룹 등

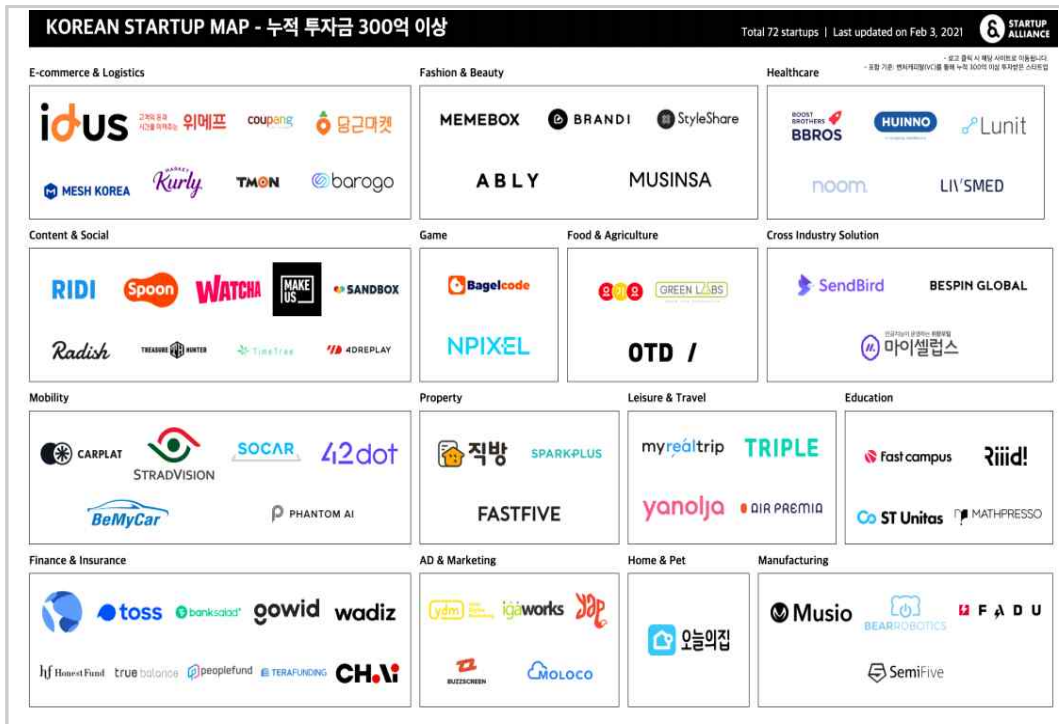
[자료] 소프트뱅크 비전펀드 결성 규모

- 참고로 세계에서 가장 큰 규모의 벤처펀드 중 하나인 소프트뱅크의 비전 펀드는 100조 원 규모의 자금을 운용하며 우버, 바이트댄스, 그랩, 엔비디아 등의 기업에 천문학적 투자를 집행함

KOREAN STARTUP MAP (스타트업 얼라이언스)²⁹⁾

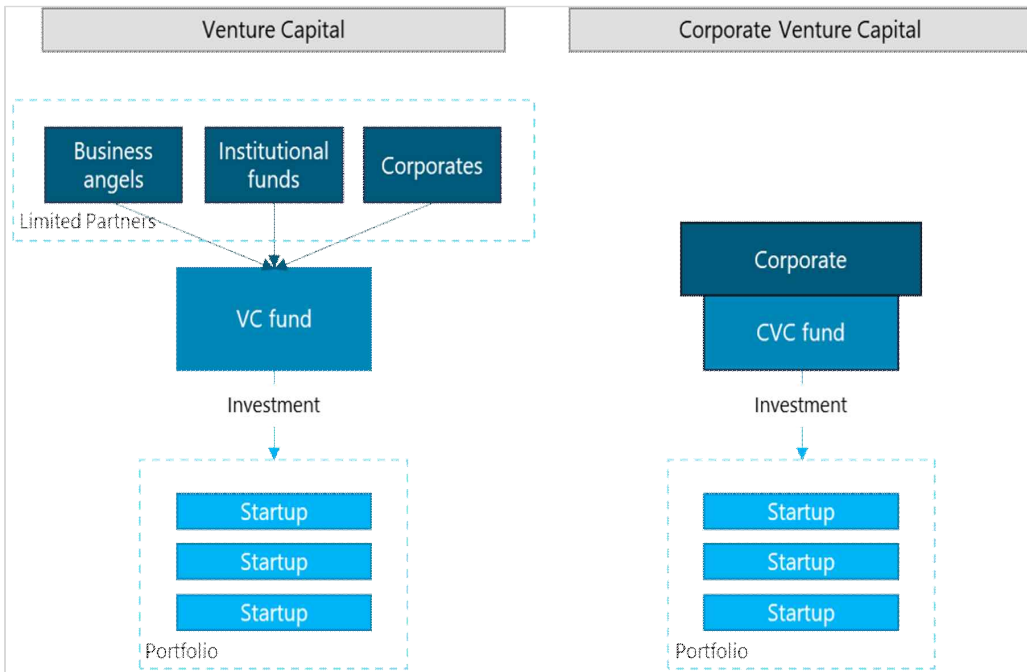
(2021. 2. 3.)





5) 스타트업 생태계의 또 다른 큰 손, CVC(기업주도 벤처캐피털)

※ 기업주도형 벤처캐피털(CVC)?



[자료] VC와 CVC의 도식 비교

29) <https://startupall.kr/map/>

대기업이 재무적 이익뿐 아니라 **전략적 목적**을 가지고 독립적인 벤처 기업에 투자하기 위해 출자한 벤처캐피탈(VC). 미국 중국에서는 흔히 볼 수 있는 VC의 한 형태다. **모기업의 사업 포트폴리오에 보탬이 되도록 투자 포트폴리오를 짠다는 게 VC와의 차이점이다.** 대기업이 CVC를 별도로 두는 이유는 인수합병(M&A) 후보군을 확보하기 위해서다. VC 활동을 통해 우량 스타트업(신생 벤처기업) 현황을 점검하다가 사업에 필요하다고 판단하면 곧바로 M&A에 나서는 식이다. 기술 개발에 소요되는 시간과 비용을 줄이겠다는 의도다.

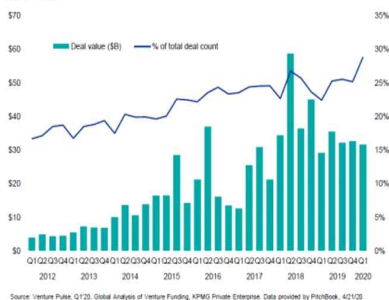
스타트업들도 CVC의 투자를 환영한다. 금전적 지원 이외에 투자자의 지원을 기대할 수 있기 때문이다. 예컨대 구글 CVC인 구글벤처스의 투자를 받으면 구글의 네트워크에 올라타 신규 시장을 개척할 수 있다. (출처 : 한국경제 경제용어사전)

○ 전 세계 VC투자의 약 30% 내외는 CVC에 의해 이루어지고 있음

- 코로나19에도 CVC 투자는 크게 영향을 받고 있지 않는 것으로 나타남
- 뿐만 아니라 CVC는 건별 투자 금액 측면에서도 일반적인 형태의 VC를 상회하는 ‘큰 손’으로 평가받음. 이는 CVC의 투자 목적 과도 연관이 깊음
- 일반적인 VC는 재무적 이익의 실현을 목적으로 하므로 투자 대상 기업의 경영권 확보가 중요한 관심사가 아닐 수 있음. 그러나 CVC는 투자 대상이 모기업에 가질 수 있는 전략적 이득을 취해야 해서, 여타의 VC보다 투자 기업에 대한 지분율을 높게 가져가려는 경향이 있음

CVC hits new record as Q1 closes amid the impact of COVID-19

Corporate VC participation in global venture deals 2012-Q120



Source: KPMG, Venture Pulse

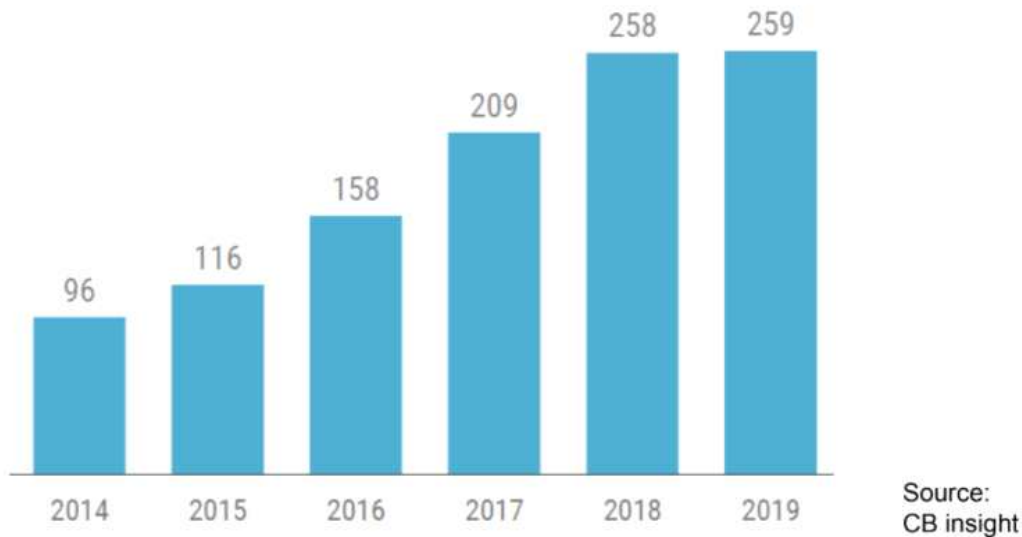


Source: CB insight

- 2017년 이후 매년 200여개의 신생 CVC가 시장에 진입하고 있으며, 글로벌 기업컨설팅 회사 또한 대기업의 효과적인 스핀 오프를 지원하기 위한 특화 조직인 CVB(Corporate Venture Builder)를 앞다투어 설립 중

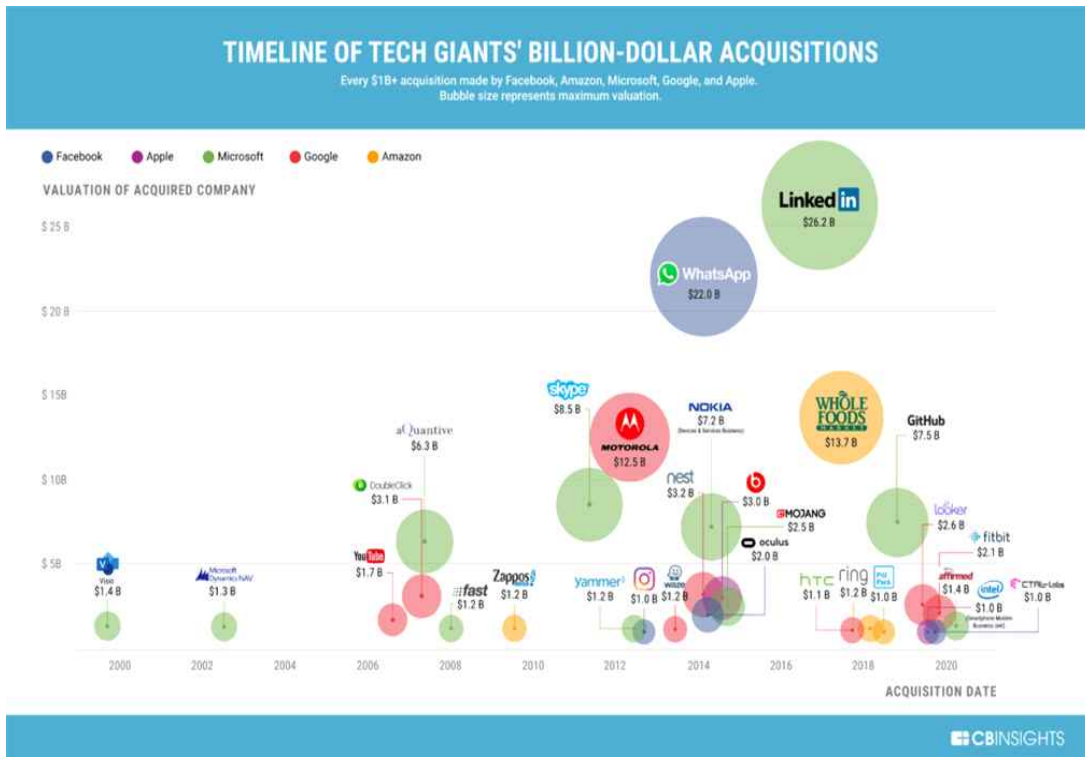
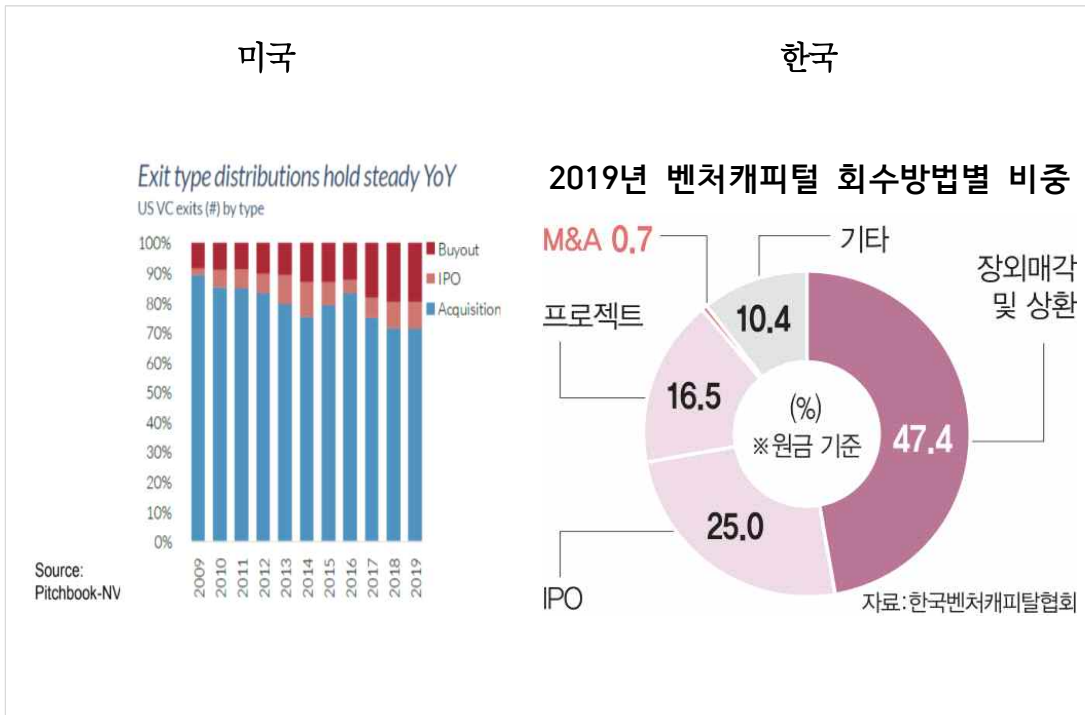


New CVC firms investing for the first time, 2014 - 2019



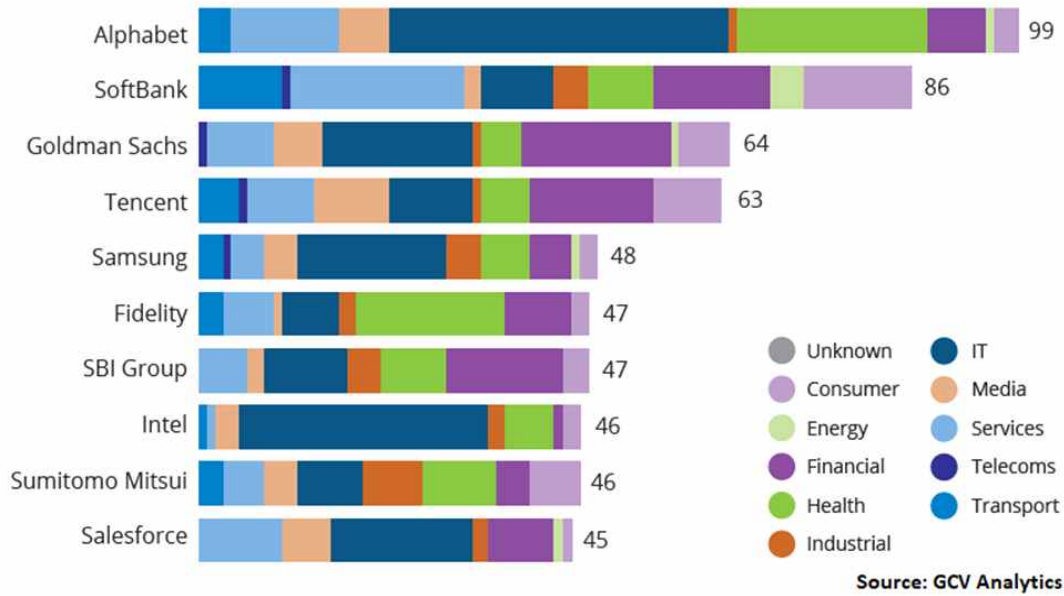
○ CVC는 스타트업 인수의 촉매제

- 불확실성이 높은 기술 또는 사업 모델의 경우 CVC 투자를 통해 학습한 이후 인수하는 모델이 효과적으로 통용됨. 이는 CVC가 활성화 된 미국의 스타트업 생태계에서 인수합병(M&A)를 통한 엑시트 비중이 높은 주요 이유



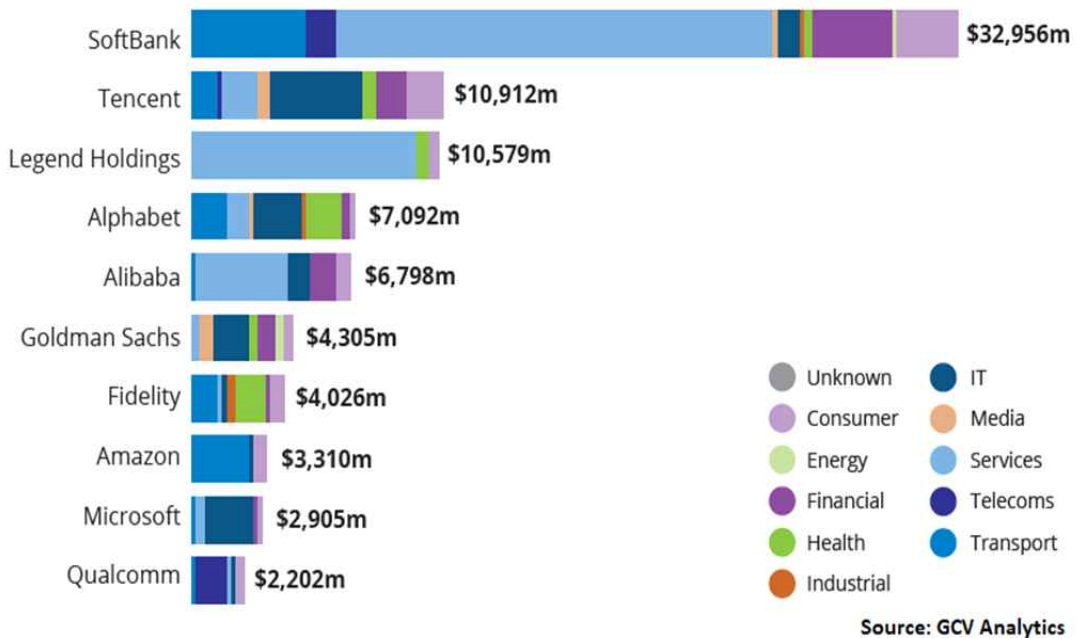
[자료] 테크 자이언트(SI, CVC)에 의한 대규모 M&A (CB Insight)

Top investors 2019, by number of deals



[자료] Top investors 2019, by number of deals(GCV Analytics) - 알파벳(구글), 텐센트, 삼성 등 IT 대기업이 투자 건수 상위권을 차지하고 있음.

Top investors 2019, by total dollars



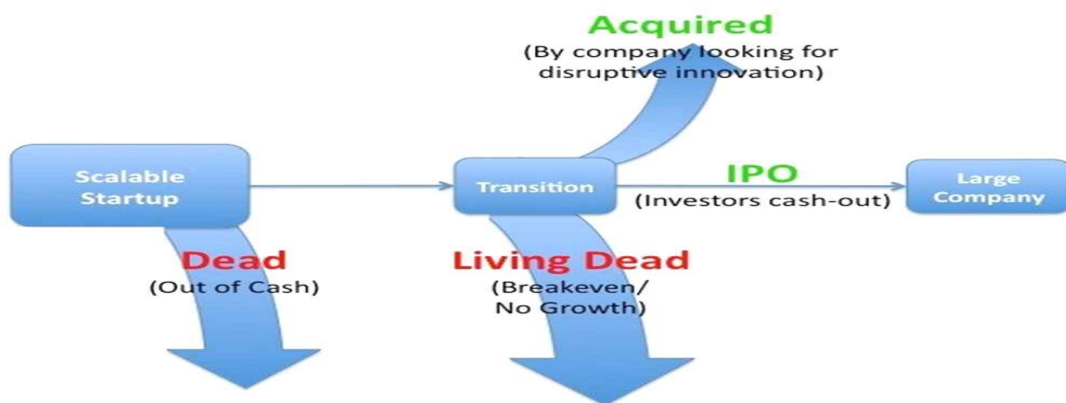
[자료] Top investors 2019, by total dollars(GCV Analytics) - 마찬가지로 텐센트, 알파벳, 알리바바, 아마존, 마이크로소프트, 퀄컴 등 IT 대기업이 상위권에 포진

4장 엑시트(Exit), 스타트업의 결승선

1) 투자 유치 단계에서부터 엑시트에 대한 전략이 있어야 한다.

○ 앙트레프레너는 경영하고, 투자자는 회수한다.

- 전략적 목적으로 해당 기업의 지분을 인수하는 SI를 제외하면, 대부분의 VC는 자신이 투자한 스타트업이 상장하거나 매각되어 공식적인 기업가치를 실현하고, 투자금액 대비 높은 이익을 회수하기를 기대함
- 스타트업의 성장 단계에 따라 투자금액이 누적될수록 앙트레프레너의 지분은 희석되고 투자자의 지분률이 높아짐.³⁰⁾ 누적된 투자에 따라 앙트레프레너의 지분률이 일정 수준 이하로 떨어지는 경우, 해당 기업의 엑시트는 일군의 VC 그룹이 주도한다고 보는 것이 타당함
- 재무적 목적(FI)을 지닌 VC가 투자 대상 사업 분야에 있어 앙트레프레너보다 전문성을 가지기는 어려움. 따라서 VC는 투자 대상 기업의 성장을 위한 실질적 경영 권한을 앙트레프레너에 위임함
- 즉, 앙트레프레너는 경영하여 기업의 가치를 높이고, 투자를 통해 해당 기업의 지분을 보유한 투자자는 높아진 기업가치를 이익으로 실현하여 회수하는 동맹 관계임



[자료] 스타트업의 Exit 경로

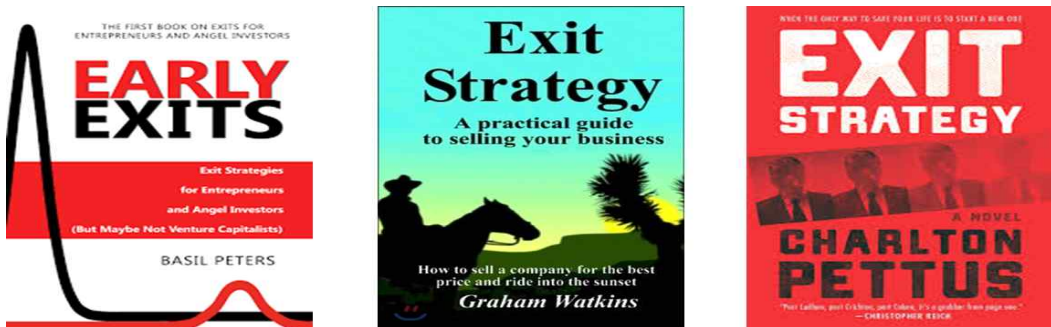
30) 2019년 12월 딜리버러히어로에 인수된 배달의민족(우아한형제들)의 경우 김봉진 대표를 포함한 앙트레프레너들의 보유 지분률은 13% 수준인 것으로 추정됨. 이는 2018년 말 세쿼이아와 CIC가 중심이 된 3,600억 규모의 대규모 투자가 집행되는 등 누적된 투자에 따른 지분 희석 현상. 다만, 반례도 존재함. 최근 영국의 매치그룹에 약 2조 원에 인수된 하이퍼커넥트의 경우 2014년~2015년 초기 투자 이후 대규모 투자를 유치한 이력이 없기 때문에 전체 기업 지분의 상당수를 공동창업자가 보유한 것으로 추정됨.

○ 엑시트는 생태계 선순환의 핵심 열쇠

- 원론적으로 성공적인 엑시트는 2가지 유형으로만 존재함. 유관 산업 내 대기업에 의한 인수합병(M&A)이 이루어지거나, 공개된 주식시장에의 상장(IPO)을 수행하는 것³¹⁾
- 스타트업 생태계의 선순환 구조 구축을 위해서는 회수 시장인 엑시트의 활성화가 반드시 선행되어야 함. 투자자들이 원하는 시점에 성공적인 회수를 통해 높은 수익률을 거둘 수 있을 때 투자 이익이 자연스럽게 재투자로 연결되는 소위 ‘투자의 선순환’이 반복되기 때문. 또한, 엑시트에 성공한 경험을 가진 앙트레프레너들이 새로운 창업에 도전하거나(Serial-Entrepreneur), 스스로 투자자로 변신(Business-Angel)하여 생태계에 기여하는 모범 사례가 많아지는 것이 바람직
- 강조하지만 스타트업은 투자로 성장하고, 투자는 엑시트를 통한 이익 실현을 목표로 이루어짐. 따라서 투자를 유치하는 앙트레프레너는 언제나 엑시트를 염두해야 함

○ 엑시트 전략에 대한 고민과 연구가 활발해져야 한다.

- 우리나라는 미국 등에 비해 스타트업 생태계의 역사가 길지 않음. 최근 수년간 스타트업 생태계에 관한 관심이 커지면서 투자 유치, 유니콘 등장은 화제를 모으지만, 스타트업의 결승선이라 할 수 있는 엑시트에 대한 논의는 다소 미진. 향후에는 엑시트 전략(Exit Strategy)에 대한 고민과 연구가 활발해져야 함



[자료] 엑시트 전략에 관한 미국 경영계의 각종 저술

31) 투자유치 내지는 기업가치 평가 단계에 비하여 IPO 혹은 M&A 시점에서 공식적인 기업 가치가 낮게 평가될 수도 있음. 예컨대 투자유치 시점에서 기업 가치가 1조 원으로 평가되었더라도, M&A 금액이 이를 하회할 수 있다는 의미. 다만 M&A와 달리 IPO의 경우 상장 시점에서 기업 가치가 낮아졌더라도, 추후 사업 성과를 통해 더 높은 시가총액을 기록하게 될 수도 있음.



EXIT STRATEGY CHECKLIST

- STEP 1** Does the startup have an exit strategy?
- STEP 2** What would be the likely exits?
- STEP 3** When would the exit most likely take place?
- STEP 4** How long can my investment be tied up?
- STEP 5** How much will my potential return be?

[자료] 엑시트 전략에 관한 각종 세미나와 강의 자료

“the optimum financial strategy for most technology entrepreneurs is to raise money from angels and plan an early exit to a large company in just a few years for under 30 million dollars” – Basil Peters (author of the book Early Exit)

엔젤 투자자로부터 자금을 확보한 뒤 수년 이내에 3천만 달러 이내의 금액으로 대기업에 인수되어 조기에 엑시트하는 것은 대다수 테크 스타트업이 달성할 수 있는 최적의 재무전략이다.

비즈니스 계획 못지않게 엑시트 전략이 중요한 10가지 이유³²⁾

(라이언 빈클리)³³⁾

우리는 종종 인생에서 큰 결정을 내리기 위해 상황이 바뀌기를 기다리곤 한다. 많은 Entrepreneur들이 exit를 뒤로 미루는 이유이다. 비즈니스에서 우리의 관심은 마케팅, 인사, 재고, 현금 흐름 등 현재의 의사결정에 있다. 특히, 당장 급하지 않다고 생각해서 엑시트 전략을 만들 시간이 없다고 판단하거나 전략을 만들 추진력을 잃는다.

시큐리온 파이낸스의 연구에 따르면 중소기업 소유주의 72%는 엑시트 전략이 전혀 없다. 그러나 성공적인 엑시트를 하기 위해서는 수 년이 걸릴 수 있으므로 처음부터 최종 게임을 염두에 두어야 한다. 엑시트 전략을 일찍 만들어 들수록 회사에 대한 비전이 더 명확해질 것이다. 지금 당장 엑시트 준비가 우선순위라고 생각하지 않는다면, 비즈니스의 현재와 미래를 위해 엑시트 전략을 일찍 세워두어야 하는 10가지 이유가 있다.

1. 회사의 미래를 이끄는 방식을 바꿀 것이다.

엑시트 전략은 무엇보다 중요한 미래에 대한 청사진이다. 추구해야 하는 목표를 줄 것이고, 성공의 척도 역할을 할 것이며 비즈니스를 넘어서는 삶에 대한 비전을 명확하게 할 것이다.

또한 회사라는 배의 키를 잡는 사람과 함께 회사를 시각화하는데 도움이 된다. 사업을 자녀에게 넘기거나, 검증된 팀에게 M&A를 하거나, 자산을 청산하고 문을 닫으려는 경우, 엑시트 전략이 회사의 방향을 안내할 것이다.

2. 원치 않는 제안을 처리하는 방법을 알게 된다.

엑시트 계획은 원치 않는 제안에 대한 대응에 도움이 된다. 미들 마켓 국립 센터(National Center for the Middle Market)에 따르면, 전체 매각의 45%는 인수자에게 유리한 기회라고 여겨진다. 이런 제안을 수락하는 것은 큰 위험이 될 수 있다. 하지만, 엑시트 전략이 있다는 것은 어떤 유형의 제안이 왔을 때 그 제안의 타당성을 파악하는데 도움이 된다.

3. 회사의 가치를 알 수 있다.

당신은 회사의 가치에 대해 제대로 알고 있는가? 당신의 미래를 보증하기 충분한가? 이를 제대로 안다는 것은 예상보다 더 복잡하고 어렵다. 3-5년에 걸친 재무제표를 상세하게 기록하고, 무형 자산을 파악하고, 시장 상황을 분석해야 한다. 또한 회사와의 전략적 적합성에 따라 회사에 높은 프리미엄을 지불 할 수 있는 최적의 구매자를 접촉해야 한다.

철저한 평가를 통해야만 회사에 대한 가치를 알 수 있다. 하지만 이는 엑시트 전략에 제시된 야망과 결합해야지만 재무 목표를 달성하고 있거나, 기대 혹은 요구를 실현하기 위한 변화가 필요한 경우를 알 수 있다.

4. 언제 매각할지 알게 된다.

엑시트 전략은 비즈니스의 종착역을 결정하는데 도움이 된다. 그 기간은 1년, 5년, 혹은 10년이 될 수 있지만, 그와는 상관없이 계획에 따라 제대로 된 인수자가 준비할 수 있도록 집중할 수 있다. 상황이 바뀐다면, 엑시트 계획을 업데이트하고 궁극적으로 회사의 가치를 향상시킬 전략적 비즈니스 결정을 내릴 수 있다.

5. 회사가 인수자에게 더 매력적이게 될 수 있다.

엑시트 전략이 있는 것은 실제로 회사 인수자에게 더 매력적이다. 이는 회사의 미래에 대한 명확한 비전을 가지고 있음을 보여준다. 사전에 치밀한 계획을 세웠고 최종 목표를 가지고 사업을 성장시켰음을 보여주는 것이다.

따라서 엑시트 전략은 미래의 회사의 재무계획을 확실히 한다는 의미보다 잠재 인수자에게 회사의 매력을 더하는 것이다. 또한 당신이 헌신적인 매도자임을 보여준다. 실제로 계획이 없는 매도자는 많은 시간의 협상을 중단하고 인수자의 가장 소중한 자원인 시간을 낭비하는 경우가 자주 발생한다.

6. 정신적으로 엑시트를 준비하게 도와준다.

많은 사업주들은 회사를 꾸려나가기 이전의 시간을 기억하지 못한다. 지금의 위치로 인도하고 육성한 사업을 그만두는 것은 감정적으로 굉장히 어려운 일이다.

조기에 엑시트 전략을 세워둬으로써 회사의 미래의 목표를 명확히 하고, 엑시트 조건을 논리적으로 결정할 수 있다. 엑시트 전략은 감정의 파도에 직면할 때 논리적 접근을 통한 현명한 의사결정을 내릴 수 있게 한다. 당신의 사업은 엑시트 할 준비가 되었다, 당신도 준비가 되었나?

7. 활성화된 시장에서 자본화 할 수 있다.

타이밍은 비즈니스를 극대화하는데 큰 역할을 한다. 엑시트 전략이 있다는 것은 시장이 활황일 때 그 시간을 잘 활용할 수 있음을 의미한다. 그렇지 않으면 업무를 정리하는 데 귀중한 시간을 낭비하여 최대 가치로 회사를 팔 최적의 시간을 놓칠 수 있다.

8. 엑시트에 대한 서류에 준비될 것이다.

회사를 엑시트하는 과정에는 시간이 소요되는 여러 가지 절차와 많은 서류 작업이 있다. 전문가와 협력하여 엑시트 전략을 세운다는 것은 필연적으로 마주하게 될 모든 과정에 더 잘 대비할 수 있다는 것을 의미하며, 시간과 비용 및 지나친 감정낭비를 줄여줄 것이다.

9. 협상 준비가 될 것이다.

회사를 매각할 때 인수자는 투자 수익률이 가장 높은 곳을 찾는다. 엑시트에 대한 명확한 목표를 가지고 세운 엑시트 전략이 있다면(물론 기업 가치도 잘 알고 있을 것) 더 준비되고 달성하고자하는 확고한 목표를 가진 상태에서 협상 테이블에 앉게 될 것이다. 이는 누구 하나에게만 유리하게 기울어지지 않게 힘의 균형을 유지하도록 도와줄 것이다.

10. 엑시트 이후의 삶에 대해 미리 계획을 세울 수 있다.

모든 사업자들은 언젠가는, 어떤 식으로든 사업을 그만두게 될 것이다. 엑시트 과정을 계획하지 않고, 그냥 흘러가는대로 마지막까지 기다린 사람들은 중간중간에 있었던 엄청난 기회를 놓치기 쉬우며, 오히려 회사를 상당한 위험에 노출시키게 된다. 초기에 계획하고, 엑시트 전략을 세워둬으로써 창업자의 미래와 회사를 바람직한 방향으로 이끌 수 있다. 엑시트 전략은 상황에 따라, 최적기에, 최대 가치를 설정할 수 있다.

11. 엑시트 전략 설정시기에 너무 빠르다는 없다.

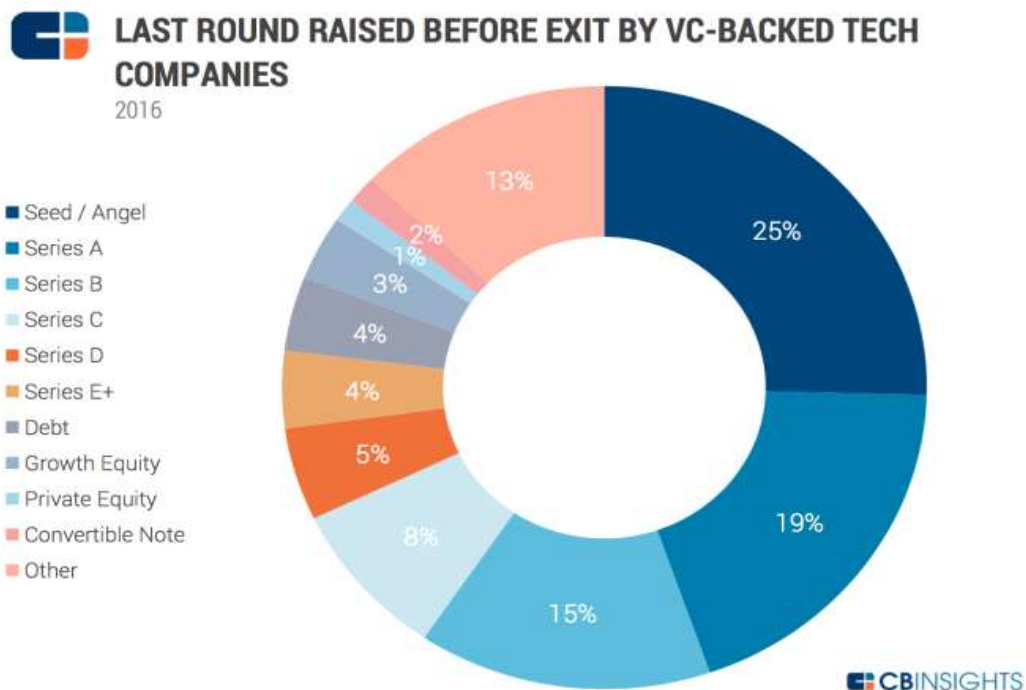
엑시트 전략은 비즈니스를 넘어서는 여정을 위한 바퀴의 움직임이다. 조기에 계획하는 것이 더 큰 통찰력을 주고, 미래에 대한 계획을 가능하게하며, 현재부터 엑시트까지 더 가치를 제공할 것이다.

두 가지 유형의 Entrepreneur가 있음을 명심하자:

사전에 준비된 엑시트 전략을 갖고 있는 **Entrepreneur**

할 수 없이 엑시트를 할 수밖에 없는 **Entrepreneur**

후자보다 전자가 훨씬 성공가능성이 높다!

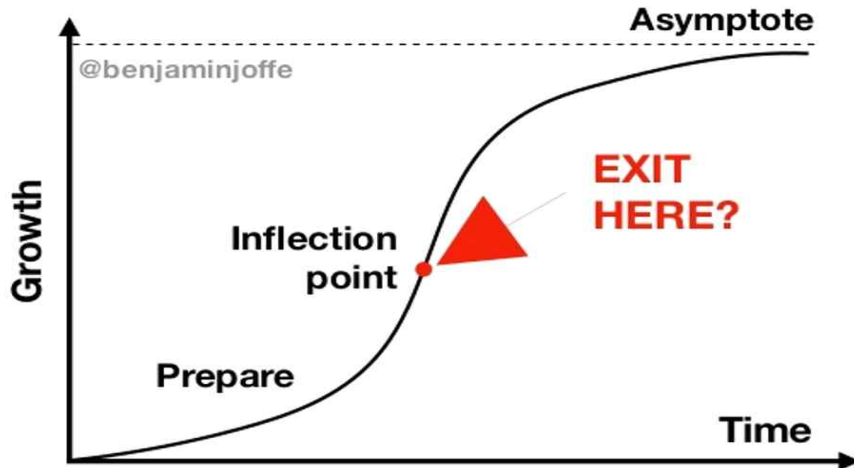
2) 대부분의 엑시트는 초기 단계에 M&A를 통해 이루어진다.

- CB insight의 조사에 따르면 2016년 3,358개의 스타트업 엑시트 중 3,260개가 M&A를 통해 이루어졌으며, IPO는 98개에 그침.³⁴⁾ 그리고 약 60%의 기업이 시리즈 B 혹은 그 이전 시점에 엑시트에 성공함

³²⁾ <https://www.allbusiness.com/business-exit-strategy-business-plan-119617-1.html>

³³⁾ Ryan Binkley is the President and CEO of Generational Equity, one of the leading middle market M&A firms in North America. Based in Dallas, Generational Equity has closed more deals in the middle market than any M&A advisory firm since its inception, helping scores of business owners secure their financial legacy.

³⁴⁾ <https://techcrunch.com/2017/01/31/cb-insights-3358-tech-exits-in-2016-unicorn-births-down-68/>



- “사업이 잘 될 때가 M&A에 좋은 시점임. 억만장자가 되기 전에 백만장자가 되어야 함. 라운드를 여러 번 유치했다면 지분이 많이 희석됨. 스타트업을 수백만 달러에 판매하더라도 창업자에게 거의 이익이 돌아가지 않거나 혹은 아예 이익을 보지 못 하는 경우도 드물지 않음. 이 경우 차라리 몇 년 전, 더 많은 몫을 가졌을 때 매각하는 것이 훨씬 나았을 것. 창업가 입장에서는 1억 달러의 50%는 10억 달러의 5%와 동일한 금액이지만 전자가 더 달성 가능함.” (미국 벤처투자자 벤자민 호프)

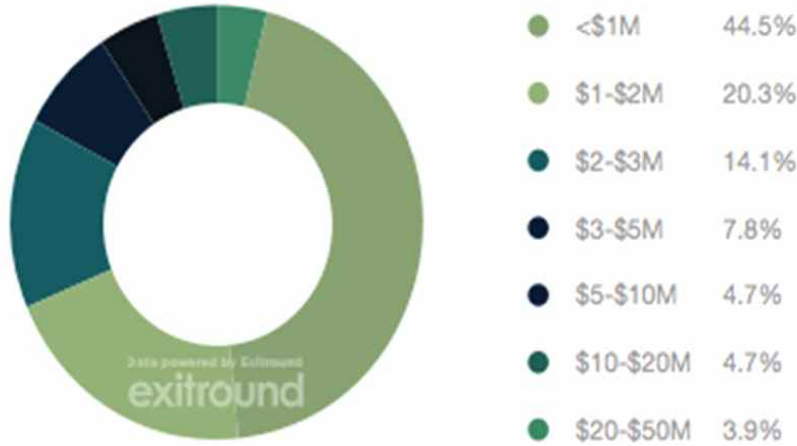
스타트업 매각 팁

① 매각하기 좋은 시기?	사업이 가장 잘 될 때
② 매각 논의는 언제?	원하는 매각 금액을 받을 가능성이 있을 때
③ 회사 가치 올리는 방법?	타 회사에 필요한 비즈니스 모델을 가졌을 때
④ 매각 제안하는 방법?	협력사에 제안하기
⑤ 나쁜 인수가 가려내는 방법?	인수 제안 후 2일 안에 미팅 약속 안 잡는 곳
⑥ 최종 매각 전 체크해야 할 것?	매각 무산됐을 경우 대비하기

자료:저스틴 칸 와이콤비네이터 파트너

MT 머니투데이

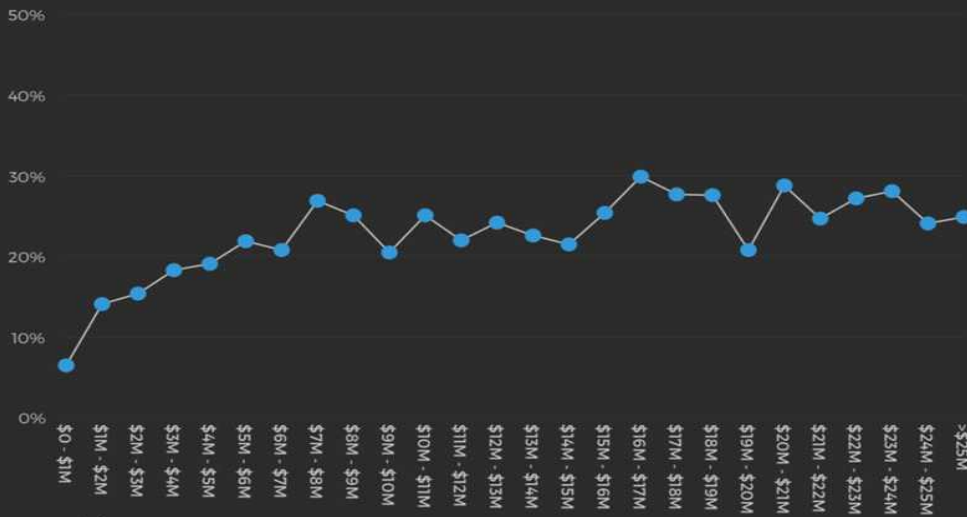
Total Funding Raised By Acquired Companies (Chart 3)



[자료] M&A 엑시트에 성공한 스타트업의 누적 투자 유치금액. 1백만 달러 미만이 44.5%로 가장 비중이 높으며, 300만 달러 미만이 78.9%에 달한다. (exit round)

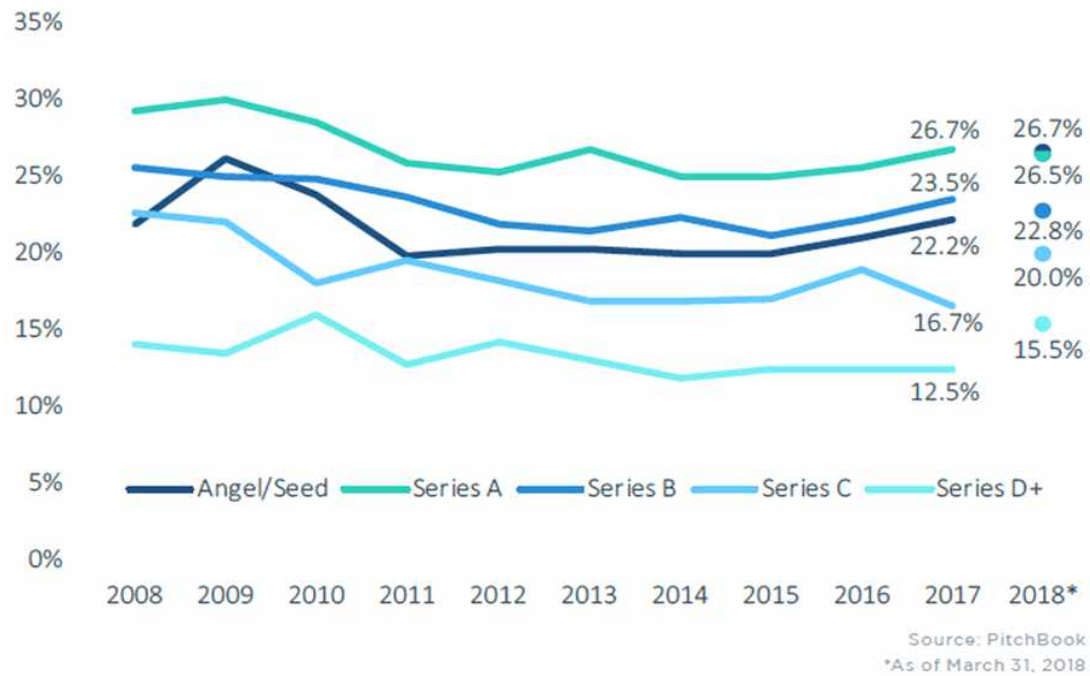
Overall Proportion Of Exited Startups, By Total Amount Of Venture Funding Raised

Based On Companies Headquartered In The USA, Founded Since 2003, With Known Venture Funding



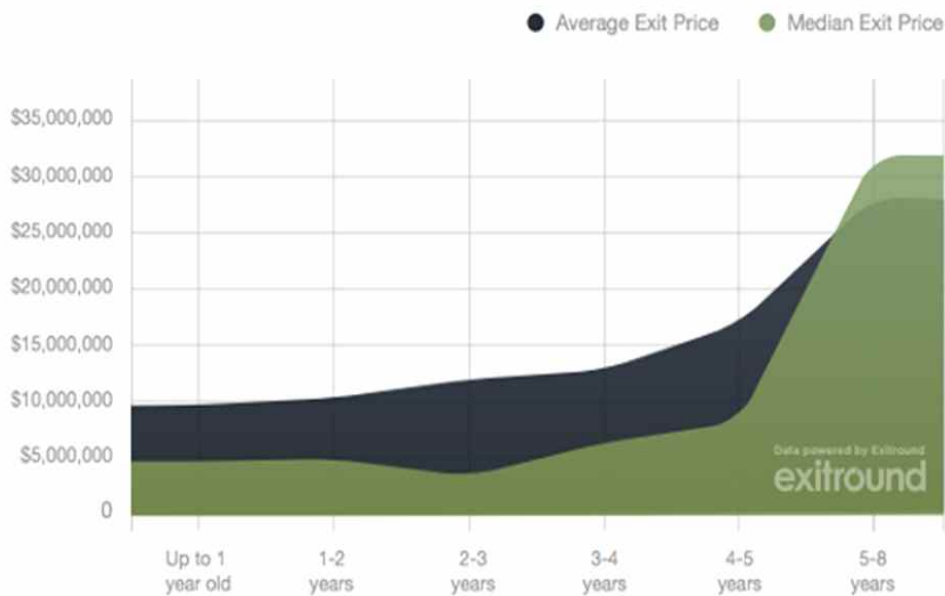
[자료] VC 투자 유치 금액과 스타트업 엑시트 비율의 상관관계. 5백만 달러 이상의 구간에서는 투자 유치 금액과 엑시트 비율 사이에서 큰 차이가 발생하지 않는다. (crunchbase)

Median percentage acquired by series



[자료] 투자 단계별 M&A 엑시트 비중. 앞선 통계들과 유사하게 시리즈 B 이전 단계에서의 엑시트가 유의미하게 높은 비중을 차지한다 (Pitchbook)

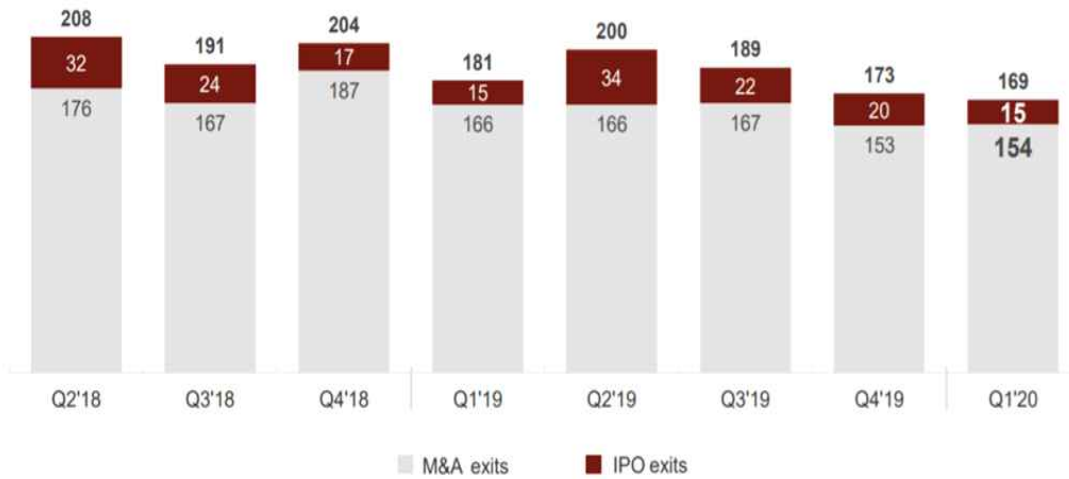
How Long Does It Take To Build (And Sell) A Successful Startup?
(Chart 8)



[자료] 창업 이후 엑시트까지 소요 기간과 엑시트 금액. 창업 이후 1년에서 4~5년 사이의 구간에서는 최종적인 엑시트 금액의 차이가 크게 드러나지 않는다. (crunchbased)

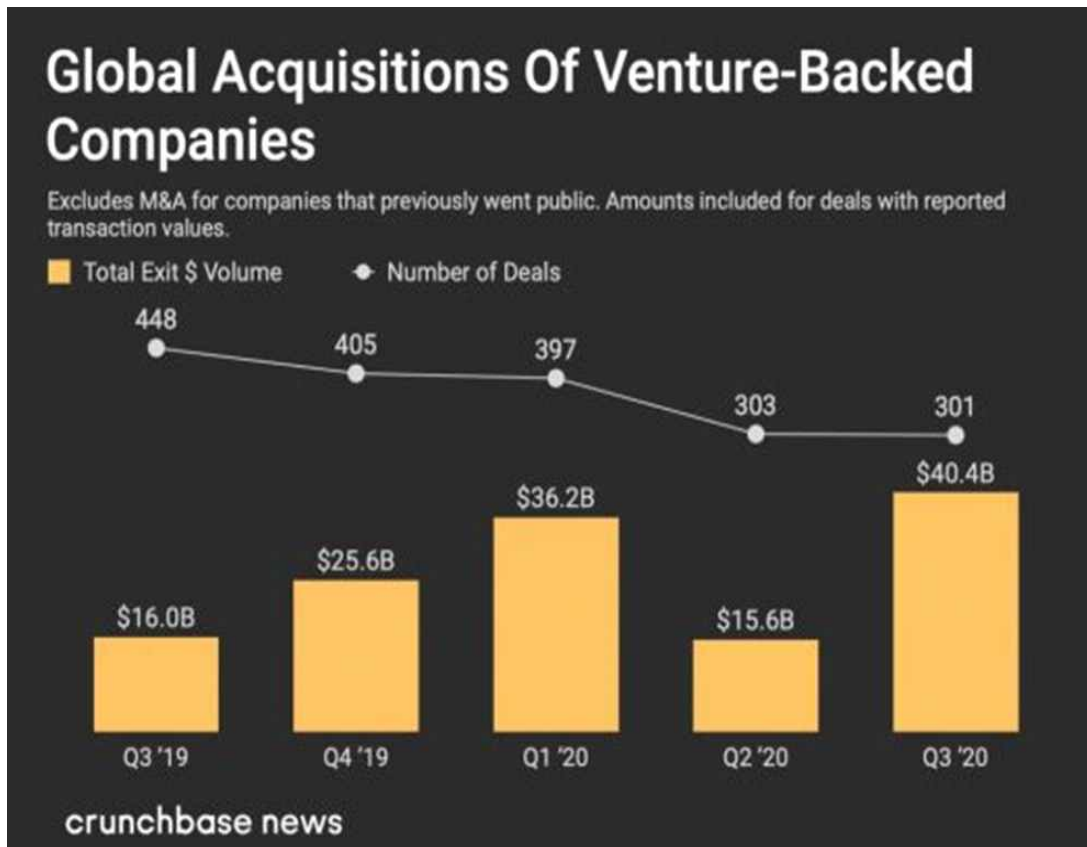
Fewer IPOs take place in Q1'20 while M&A holds steady

M&A exits and IPOs — Number of exits



Source: PwC / CB Insights MoneyTree™ Report Q1 2020 29

[자료] 2018 Q2 ~ 2020 Q1 구간의 유형별 Exit 빈도 (CB insight)



[자료] 2019 Q3 ~ 2020 Q3 구간의 M&A 엑시트 건수와 금액 (크런치베이스)

Unicorns Acquired in 2020

Acquired	Location	Industry	Deal Size (B USD)	Acquirer
Infor	USA	Cloud Services	\$13B	Koch Industries
Credit Karma	USA	Financial Services	\$7.1B	Intuit
Plaid	USA	Financial Services	\$5.3B	Visa
Veeam Software	Switzerland	Cloud Infrastructure	\$5B	Insight Partners
Vlocity	USA	Cloud Services	\$1.3B	Salesforce
Zoox	USA	Robotics	\$1.2B	Amazon
Letgo	USA	E-commerce	Not disclosed	OfferUp

crunchbase news

[자료] 2020년도 주요 유니콘 기업의 M&A 엑시트 사례 (크런치베이스)

- “뉴욕 엔젤 투자의 아버지” 라는 호칭을 받는 투자자인 데이비드 로즈는 2015년 8월 <The Startup Failure Rate Among Angel-Funded Companies>라는 제목의 칼럼을 기고.³⁵⁾ 그는 해당 칼럼에서 오랜 기간의 엔젤 투자 이력을 경험적으로 분석하여 엔젤 유치 스타트업의 성공 확률과 엑시트 경로를 아래와 같이 제시

The Startup Failure Rate Among Angel-Funded Companies

Outcome	Percentage
Goes out of business	50.0
Sale to a larger company	20.0
Acqui-hire	15.0
Walking dead	7.0
Soft landing with a competitor	3.0
Bought out by a later investor	2.0
Bought out by a lifestyle entrepreneur	1.0
Becomes part of a roll-up	1.0
Disappears	0.9
Initial public offering (IPO)	0.1

[자료] David. S. Rose

³⁵⁾ <https://blog.gust.com/the-startup-failure-rate-among-angel-funded-companies/>

- 데이비드 로즈의 논의에 따르면 엔젤 투자를 유치한 스타트업 중 50%는 파산하고 IPO에 이르는 비중은 0.1%에 불과하며, 성공적인 엑시트의 상당수는 M&A를 통해 이루어짐. 이는 앞서 제시한 지표들과 맥락상 동일함
- 조 단위 IPO가 성사될 수 있는 기업은 확률적으로 굉장히 희박하게 존재함. 이 희박한 확률이 엑시트의 성공 공식으로 자리 잡는다면 대다수 스타트업과 투자자는 엑시트에 도달하지 못한 채 파산하거나, 좀비 상태로 머무르게 되는 불행한 상황에 직면하게 될 것. 실제 스타트업의 엑시트와 생태계를 활발하게 하는 것은 다수의 중소규모의 M&A 엑시트라는 것을 유념해야 함

※ 엑시트에 실패한 유니콘, '좀비콘'이 될 수 있다.
(미국 vs 중국)

Top countries and cities where the world's unicorns are based					
Rank	Country	Unicorns	Rank	City	Unicorns
1↑	USA	233 (+30)	1-	Beijing	93 (+11)
2↓	China	227 (+21)	2-	San Francisco	68 (+13)
3↑	UK	24 (+11)	3-	Shanghai	47 (+0)
4↓	India	21 (+0)	4-	New York	33 (+8)
5↑	South Korea	11 (+5)	5↑	Shenzhen	20 (+2)
6↓	Germany	10 (+3)	5-	Hangzhou	20 (+1)
7↑	Brazil	8 (+4)	7↑	London	16 (+7)
7↓	Israel	8 (+1)	8-	Palo Alto	12 (+2)
9↓	France	7 (+3)	9↓	Nanjing	11 (-1)
10↑	Switzerland	5 (+2)	10↓	Redwood City	10 (+1)
10↓	Indonesia	5 (+1)	11↑	Seoul	9 (+4)
12-	Japan	3 (+1)	12-	Guangzhou	8 (+0)
12*	Canada	3 (+3)	12↓	Bengaluru	8 (-1)
14↓	Singapore	2 (+0)	12-	Boston	8 (+0)
14↓	Sweden	2 (+0)	15↑	Sao Paulo	7 (+3)
14↑	Australia	2 (+1)	16↓	Gurgaon	6 (-1)
14↑	Spain	2 (+1)	16↓	Mountain View	6 (+0)

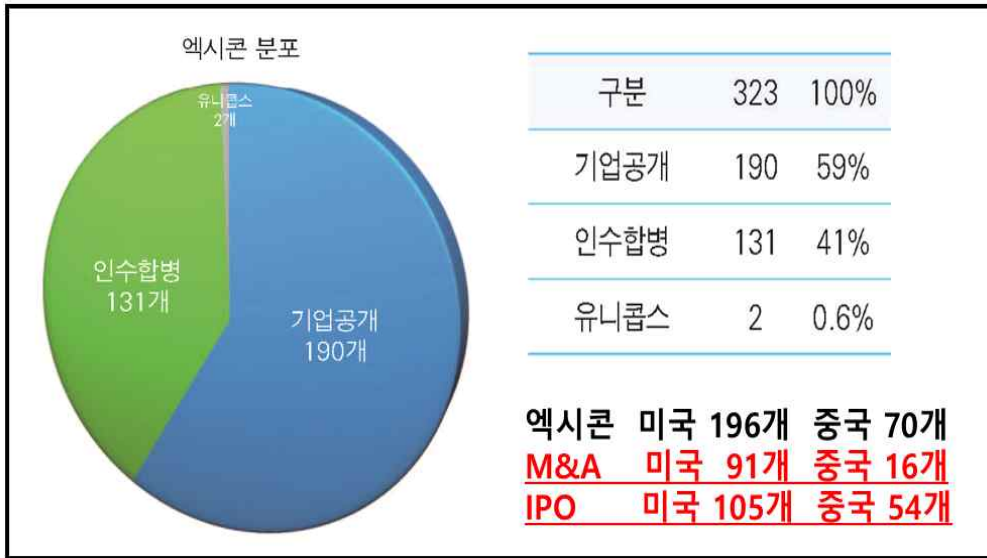
* New to list
Source: Hurun Research Institute

Graphics: Radhika SR

[자료] 후룬 리포트 2020

거듭 강조하지만, 창업 초기 단계 M&A는 교과서적인 엑시트 경로이다. 중소기업의 엑시트가 활발해지고 이러한 성공의 열매가 선순환할 때 생태계가 건강해진다. **엑시트의 중요성은 유니콘 기업이라고 예외가 아니다.** 미국과 중국은 대표적인 유니콘 강국이다. 조사기관에 따라 조금씩 다르게 집계되지만 두 나라는 유니콘 숫자 측면에서 압도적인 1,2위를 다툰다. 그러나 엑시트에 성공한 유니콘, 즉 엑시콘(Exit+Unicorn)에 있어서 양 국은 사뭇 다른 모습을 보인다.

엑시콘 Exitcorn (Exit+Unicorn)



[자료] 반환점에 선 유니콘 (유효상 저, 2020)

유효상(2020)의 분석에 따르면 미국과 중국의 유니콘 기업 숫자는 유사하나, 엑시트에 성공한 유니콘의 숫자는 미국이 3배 가까이 많다. (미국 196 vs 중국 70) 유니콘의 엑시트 방법에 있어서도 미국은 M&A와 IPO가 균형을 이루고 있으나 (M&A 91, IPO 105) 중국의 경우 IPO에 치중된 모습을 보인다. (M&A 16, IPO 54)

유니콘은 기업 가치 1조 이상의 비상장 스타트업이다. 유니콘의 기업 가치는 투자 시점에서 VC가 평가한다. 그리고 투자자는 재무적 이익을 목적으로 투자한다. 유니콘이 IPO든 M&A든 엑시트에 성공하지 못한다면, 투자자의 자금은 회수되지 못한 채 발이 묶이게 된다. (유니콘에 수백억에서 수천억을 투자한 투자자는 추후 엑시트를 통해 막대한 자금을 회수하기를 기대하는 것이지 해당 기업의 영업 활동을 통한 배당 이익을 기대한 것이 아니다! 배당이 목적이라면 스타트업에 투자할 이유가 없다. 심지어 많은 유니콘이 재무상 적자 상태이다.)

엑시트는 사업이 '변곡점'에 섰을 때, 즉 빠르게 확장되는 상황에서 잘 된다. 달리 말하면 유니콘 상태로 오랜 기간 사업을 영위한다고 해서 높은 금액의 엑시트가 된다는 보장이 없는 것이다. 오히려 유니콘 상태로 오랜 시간이 흐를수록 성공적인 엑시트 확률이 낮아진다. 더 크게 성장하지도, 엑시트에 성공하지도 못한 채 명맥만 유지하는 유니콘을 '좀비콘'이라고 부르기도 한다.

Beware the rise of the 'zombiecorn'

By Anthony Mirhaydari
October 23, 2017 [View comments \(2\)](#)



[자료] “좀비콘의 등장을 주의하라” (피치북, 2017)

3) 국내 스타트업 엑시트 주요 사례

기업	비즈니스	법인 소재	엑시트 방식
스타일난다	온라인 패션 쇼핑몰	한국	글로벌 M&A (로레알, 2018)
수아랩	이미지 인식 인공지능	한국	글로벌 M&A (코그넥스, 2019)
하이퍼커넥트	영상 메신저 서비스	한국	글로벌 M&A (매치그룹, 2021)
우아한형제들	배달음식 주문 플랫폼	한국	글로벌 M&A (딜리버리히어로, 2019)

포도트리	콘텐츠 서비스	한국	국내 M&A (카카오, 2015)
플런티	대화형 인공지능	한국	국내 M&A (삼성전자, 2015)
빅히트	엔터테인먼트	한국	한국 IPO (코스피, 2020)
쿠팡	이커머스 플랫폼	미국	미국 IPO (뉴욕거래소 상장 준비)
넥슨	게임콘텐츠 개발	한국 → 일본	일본 IPO (도쿄거래소 상장, 2011)

[자료] 국내 스타트업 엑시트 주요 사례

○ 국내-글로벌 M&A

- 국내 온라인 패션 쇼핑몰 1세대로 불리는 스타일난다는 2018년 글로벌 화장품 기업인 로레알그룹에 **약 6천억 원**에 인수되었음.³⁶⁾ 스타일난다는 의류 사업으로 출발했으나 메이크업 브랜드 3CE(쓰리컨셉아이스)로 더 유명해짐 3CE는 전체 스타일난다 매출의 70% 이상을 차지하면서 대표 화장품 브랜드로 부상하였고, 이는 로레알그룹이 스타일난다의 전략적 인수를 검토하게 된 핵심 배경이 됨
- 한국 AI(인공지능) 스타트업 ‘수아랩(SUALAB)은 2019년 10월 미국 나스닥 상장 기업 코그넥스(Cognex)에 인수 되었음.³⁷⁾ 수아랩은 인공지능·머신비전(machine vision, 기계가 사람 눈처럼 사물을 인식)·슈퍼 컴퓨팅 3가지 기술을 바탕으로 제조업 분야에 무인 검사 솔루션을 제공하는 업체. 인수 금액은 **약 2,300억**
- 동영상 채팅 앱 ‘아자르’와 ‘하쿠나라이브’를 글로벌 시장에 서비스 중인 하이퍼커넥트는 2021년 2월 10일 미국의 매치그룹에 **약 2조 원**에 인수됨.³⁸⁾ 2019년 12월 배달의민족에 이어 국내 스타트업이 조단위로 해외에 인수된 2번째 사례. 국내에서 개발한 동영상 채팅 앱 아자르를 개발해 이례적으로 99% 이용자를 중동 지역 등 해외에서 끌어모음. 아자르는 230개 국가에서 5.4억 건 이상의 다운로드를 기록하고 있음

36) 성세희, 「로레알, 韓 '스타일난다' 완전히 품는다...지분 100% 인수」, 《이데일리》, 2018.05.03.

37) 박원익, 「美 코그넥스, 2300억에 수아랩 인수... 창업 6년된 AI 스타트업 M&A」, 《조선비즈》, 2019.10.17.

38) 백봉삼, 「2조원에 팔린 토종 스타트업 '하이퍼커넥트'는 어떤 회사?」, 《지디넷코리아》, 2020.02.10.

스타일 난다, 로레알에 6,000억 원에 매각 2018. 5



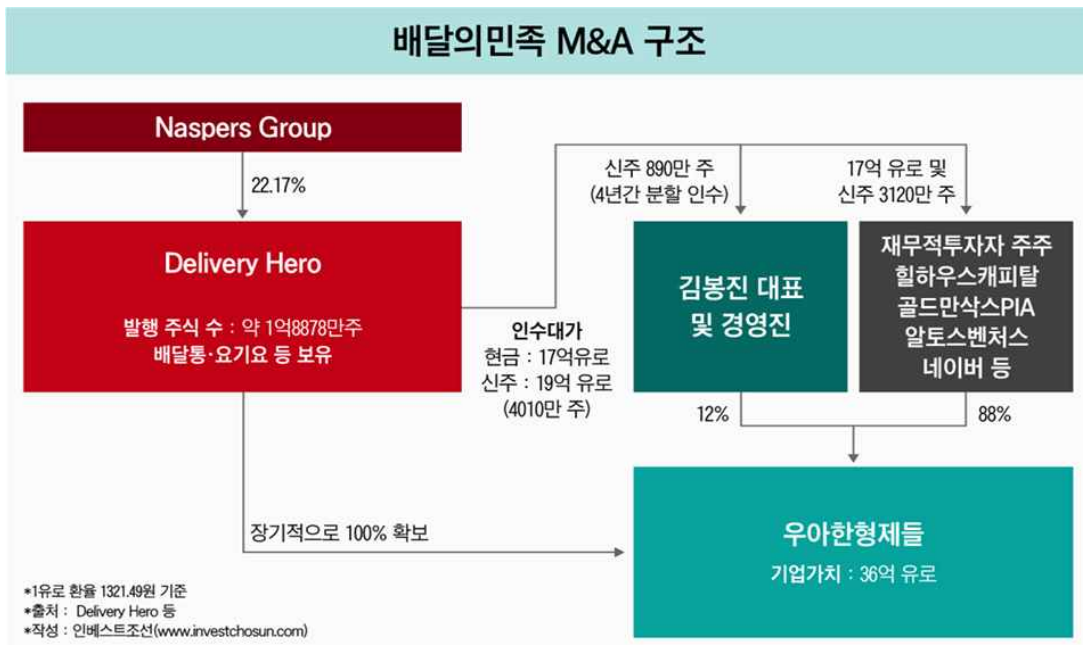
matchgroup
HYPERCONNECT
파산 거듭했던 청년 CEO, 창업 8년 만에 2兆 '잭팟'
2021.02.11



비교	COGNEX	SUALAB Intelligence Machine Vision Lab
설립연도	• 1981년 설립	• 2013년 설립
주요 보유 기술 및 제품	• 바코드 리더기를 비롯해 머신 비전 센서 및 머신 비전 시스템의 제품군 보유	• 2017년 AI 딥러닝 기반 '수아키티(SuaKit)' 상용화
목표 및 비전	• 딥러닝 머신비전 솔루션 기업으로 입지 강화	• 딥러닝 머신비전 솔루션의 글로벌 리더로 도약

토종 AI 스타트업 '수아랩', 美 나스닥 상장사 '코그넥스'가 인수 2019. 10. 16

- 국내 배달앱 1위 배달의민족 운영사인 우아한형제들은 2019년 12월 약 5조 원의 금액으로 독일 기업인 딜리버리히어로(DH)에 인수됨.³⁹⁾ 딜리버리히어로는 유럽, 아시아, 중남미, 중동 등 전 세계 40여 개국에서 온라인 음식배달 서비스를 운영 중인 업체로, 국내에선 배달앱 시장 점유율 2위·3위인 요기요와 배달통을 운영하고 있었음. 해당 M&A는 1년여의 심사를 통해 딜리버리히어로의 '요기요 매각'을 전제로 조건부 승인이 이루어짐



39) 김은영, 「배달의민족, 요기요 모기업 獨 딜리버리히어로에 팔려...4조7500억 규모 M&A」, 《조선비즈》, 2019.12.13.

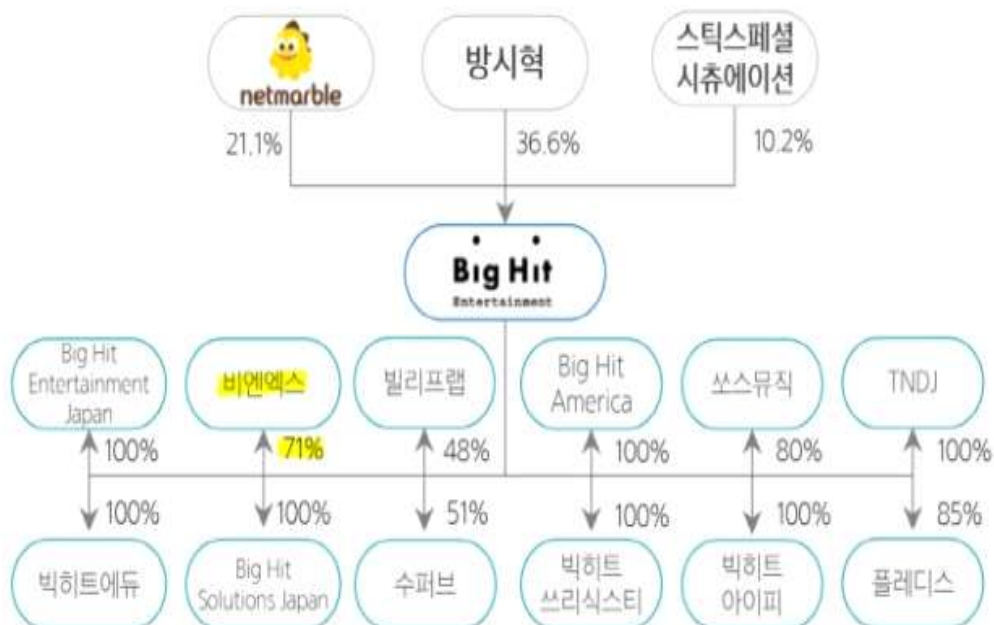
○ 국내-국내 M&A





○ 국내 or 글로벌 IPO

- BTS의 소속사이자 글로벌 콘텐츠 기업인 빅히트는 2020년 10월 15일 한국의 유가증권시장인 코스피에 상장함. 빅히트는 시초가인 27만 원보다 4% 하락한 수준인 25만8000원에 상장일 거래를 마쳤고 이후 상당한 주가 하락을 보이기도 했으나, 2020년 2월 21일 기준 시가총액은 약 8조 3,500억 원으로 시초가 수준을 회복함

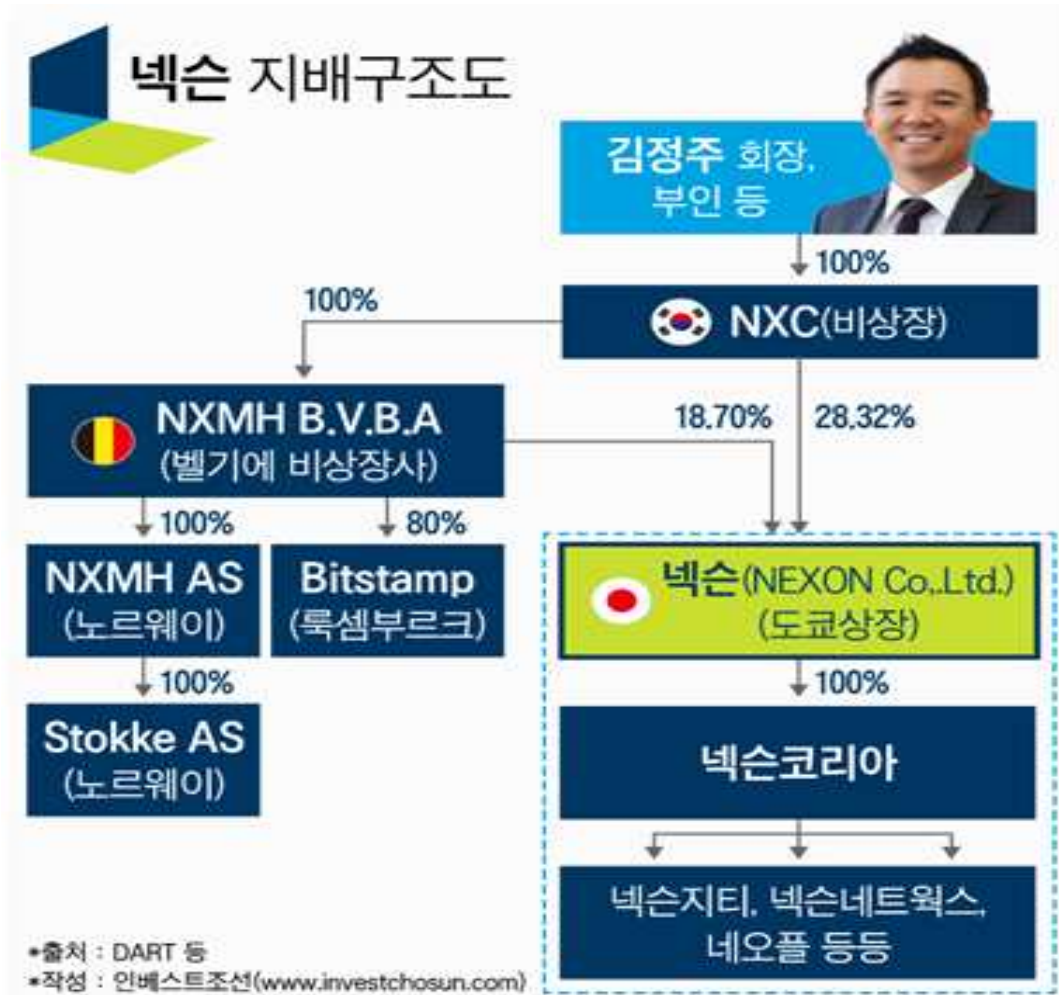


- 로켓배송으로 유명한 쿠팡은 2021년 2월 미국 증권거래위원회 (SEC)에 신고서를 제출하였고 뉴욕증권거래소 상장을 준비하고 있음. 상장 전이기 때문에 기업가치는 공식화되지 않았으나 업계에서는 쿠팡의 기업 가치가 약 30~50조 원 수준으로 평가받을 것으로 예상하고 있음. 국내 쿠팡은 소프트뱅크, 세콰이어캐피탈, 김범석 대표 등이 소유한 미국 법인인 쿠팡엘엘씨가 지분 100%를 보유한 자회사임



- 시간을 좀 거슬러, 한국의 대표 게임회사 넥슨은 일본 법인을 신설한 뒤 해당 법인을 통해 2011년 12월 14일 일본 도쿄증권거래소에 상장함.⁴⁰⁾ 당시에 소위 ‘국부유출’ 논란이 있었으나 국내의 게임업계는 넥슨의 일본 시장 선택을 당연한 것으로 인식하는 경향이 있었음. 당시 일본은 국내보다 게임산업에 대해 훨씬 우호적이었을 뿐 아니라, 시장 자체도 10배가량 컸기 때문. 넥슨은 상장 시점에 약 8조 원 수준의 시가총액을 기록하며 일본 주식시장에 화려하게 데뷔했고, 2021년 2월 기준 넥슨 재팬의 시가총액은 약 33조 원

40) 김남희, 「[게임황제 김정주]⑥ 넥슨은 왜 일본에서 상장했나」, 《조선비즈》, 2015.02.04.



※ 국내 스타트업과 글로벌 자본의 결합은 자연스러운 현상

상장 당시 한국과 일본의 게임 시장 상황을 비교하면 넥슨 창업자인 김정주 대표의 선택은 경영자로서의 합리적 결정이라 볼 수 있다. 미국에서 상장을 준비하는 쿠팡 또한 따지고 보면 미국 법인이 미국에 상장하는 셈이다. 국내 기업의 해외 진출을 장려하듯, 해외기업의 국내 진출은 비난하기 어렵다. '게르만 민족'이라는 비판에 시달린 배달의민족의 사례도 마찬가지이다.

배달의민족이 평가받은 5조 원이라는 금액은 2019년 12월 코스피 기준 20위권에 해당하는 금액으로 2021년 2월 현재 이마트의 시가총액과 유사하다. 적자 상태인 배달의민족은 국내 상장이 쉽지 않았으며, 이 기업을 5조 원에 인수할 수 있는 국내 대기업도 존재하기 어려웠던 상황. 앞으로도 글로벌 자본과 결합하는 스타트업의 엑시트 사례는 다양하게 등장할 것이다. 이 상황에서 우리가 따져야 할 것은 자본의 국적이 아니라, 해당 기업의 비즈니스가 자국의 경제(고용과 세금 등)에 미치는 영향이다.

4) IPO 중심의 국내 스타트업 엑시트 환경, 99%는 사각지대.

(단위 : 개, %)

구분	창업기업	기술창업	도·소매	숙박음식점	개인서비스	부동산업	기타
2018년	1,344,366	212,237	308,798	182,788	55,083	366,961	218,499
	(7.0)	(6.7)	(1.7)	(Δ2.4)	(4.6)	(20.5)	(4.4)
2019년	1,285,259	220,607	333,246	185,116	56,636	279,797	209,857
	(Δ4.4)	(3.9)	(7.9)	(1.3)	(2.8)	(Δ23.8)	(Δ4.0)

* () : 전년 대비 증가율(%)

- 중소벤처기업부에서 발표하는 <창업기업 동향>에 따르면 2019년 기준 창업기업의 수(누적)는 약 128만 5천 개. 다만 이 수치는 식당, 카페와 같은 개인사업자형 일반 창업을 상당수 포함함

(단위 : 개, %)

구분	기술창업	제조업	정보통신	전문 과학기술	사업지원	교육	보건·사회복지	창작·예술·여가
2018년	212,237	57,325	28,751	40,455	31,401	41,126	6,184	6,995
	(6.7)	(Δ1.2)	(20.0)	(9.2)	(8.6)	(9.6)	(Δ7.4)	(3.6)
2019년	220,607	52,317	30,336	46,413	35,952	42,864	5,527	7,198
	(3.9)	(Δ8.7)	(5.5)	(14.7)	(14.5)	(4.2)	(Δ10.6)	(2.9)

* () : 전년 대비 증가율(%)

- 창업기업 분류 중 ‘기술창업’은 이 보고서의 스타트업 정의에 상대적으로 근접함. 이에 따르면 2018년 대비 2019년 중 기술창업 기업의 숫자는 약 8,000개 증가함. 이 기간에 폐업한 기업이 있을 것을 고려하면, 연간 약 1만 개의 스타트업이 새로 만들어진다고 보임

국내 벤처투자 회수 시장 현황 (단위: 억원, %)
*해외투자에 대한 회수, 조합지분투자(다핀드에 출자하여 지분을 취득) 등

구분		2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	
IPO	금액	7,726	7,146	6,380	8,711	8,522	
	비중	37.2	36.3	35.5	32.5	36.7	
M&A	금액	874	679	573	670	123	
	비중	4.2	3.4	3.2	2.5	0.5	
프로젝트	금액	1,945	2,298	1,572	2,200	2,368	
	비중	9.4	11.7	8.8	8.2	10.2	
장외매각 및 상환	주식	금액	7,449	7,640	7,691	12,754	8,661
		비중	35.8	38.8	42.8	47.6	37.3
	채권	금액	2,116	1,327	1,219	1,623	1,636
		비중	10.2	6.7	6.8	6.1	7
기타	금액	682	591	530	822	1,912	
	비중	3.3	3	2.9	3.1	8.2	
합계	금액	20,792	19,682	17,965	26,780	23,222	
	비중	100	100	100	100	100	

*자료: 중소벤처기업부
 그래픽: 이승현 디자인기자

2018년 한국·미국 스타트업 투자금 회수

한국 (억원)	M&A	670(2.5%)
	IPO	8711(32.5%)
	장외매각	1조4377(53.7%)
	기타	3022(11.3%)
미국 (억달러)	M&A	567(44.5%)
	IPO	640(50.2%)
	바이아웃	67(5.3%)

자료: 미국벤처캐피탈협회(NCVA), 중소벤처기업부

- 국내 벤처투자 회수 시장의 경우 M&A를 통한 엑시트는 2019년 금액 기준 0.5% 수준에 불과해 상당히 취약하고, IPO를 통한 회수 비중이 36.7%로 의존도가 상당히 높음. 미국의 경우 2018년 기준 M&A를 통한 회수금액 비중이 44.5%에 달함⁴¹⁾

증권시장 상장회사 수 및 시가총액 [단위: 개, 조원]

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
상장회사 수	합계	1,834	1,922	1,987	2,040	2,111	2,204	2,268
	전년대비		88	65	53	71	93	64
	유가증권시장	773	770	779	774	788	799	800
	코스닥시장	1,061	1,152	1,208	1,266	1,323	1,405	1,468
시가총액	합계	1,335.00	1,445.00	1,510.00	1,889.00	1,572.00	1,717.00	2,365.00
	유가증권시장	1,192.00	1,243.00	1,308.00	1,606.00	1,344.00	1,476.00	1,980.00
	코스닥시장	143	202	202	283	228	241	385

[자료] 한국거래소

- IPO를 통해 엑시트할 수 있는 스타트업은 극소수에 불과함. 2015년부터 2020년 기간 중 연평균 신규 상장 기업 수는 약 72개. 연평균 스타트업 창업을 1만 건이라고 가정한다면, 이들 스타트업 중 창업 이후 꾸준히 성장하여 IPO를 통해 엑시트를 할 수 있는 비중은 0.7% 수준에 불과하다는 결론에 도달함. 다시 말해 IPO가 중심이 되는 국내의 회수 시장 환경은 나머지 99.3%에 해당하는 스타트업의 엑시트를 소외시키는 결과를 초래

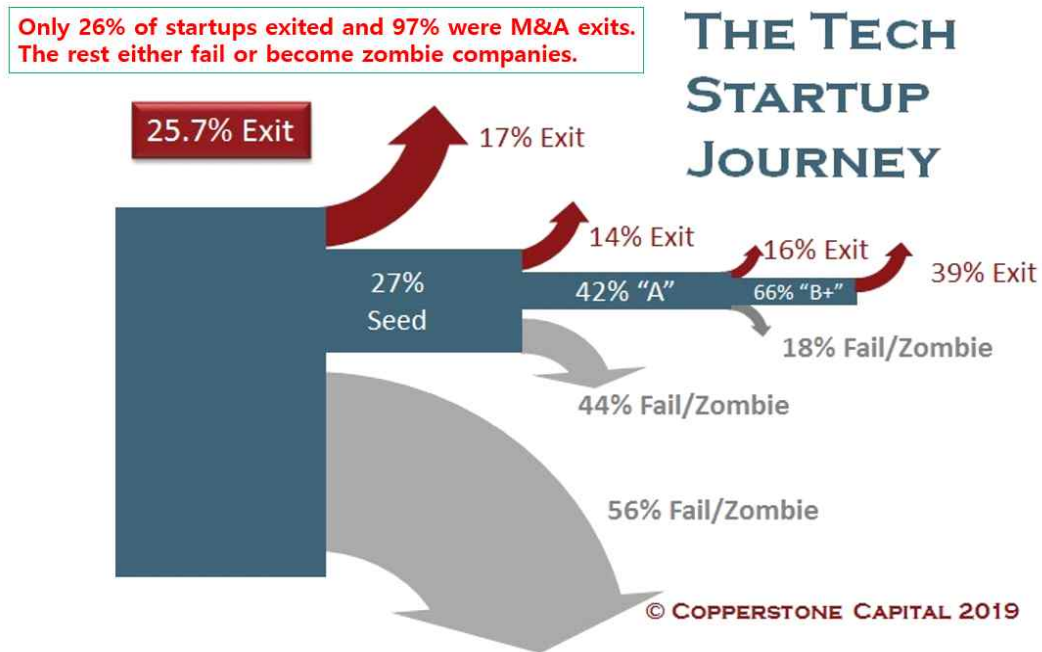
41) 얼핏 미국도 IPO 비중이 높은 것처럼 느껴지지만 M&A보다 IPO가 기업당 평균 금액(시가 총액)이 훨씬 크기 때문에 해당 거래 건수는 M&A가 월등히 많은 셈.

구분	일반기업(벤처 포함)		기술성장기업	
	수익성매출액 기준	시장평가성장성 기준	기술평가 특례	성장성 추천
주식분산 (특일)	01. 소액주주 500명&25%이상, 청구후 공모 5% 이상(소액주주 25% 미만시 공모 10%이상) 02. 자기자본 500억 이상, 소액주주 500명 이상, 청구후 공모 10%이상 & 규모별 일정주식수 이상 03. 공모 25% 이상 & 소액주주 500명			
경영성과 및 시장평가 등 (특일)	01. 법인세자감전계속사업이익 20억원(벤처: 10억원) & 시총 90억원 02. 법인세자감전계속사업이익 20억원(벤처: 10억원) & 자기자본 30억원(벤처: 15억원) 03. 법인세자감전계속사업이익 있을 것 & 시총 200억원 & 매출액 100억원(벤처: 50억원) 04. 법인세자감전계속사업이익 50억원	01. 시총 500억 & 매출 30억 & 최근 2 사업연도 평균 매출증가율 20% 이상 02. 시총 300억 & 매출액 100억원이상(벤처50억원) 03. 시총 500억원 & PBR 200% 04. 시총 1,000억원 05. 자기자본 250억원	01. 자기자본 10억원 02. 시가총액 90억원	
감사의견	최근사업연도 적정			
경영투명성 (지배구조)	사외이사, 상근감사 충족			
기타 요건	주식양도 제한이 없을 것 등			
질적 요건	기업의 성장성, 지속성, 경영의 투명성 및 안정성, 기타 투자자 보호, 코스닥시장의 건전한 발전, 업종별 특성, 고용창출효과 및 국민경제적 기여도 등을 종합 고려			

★ 기술성장기업 : 전문기관 기술평가(특수) 결과 A & BBB 등급 이상인 기업

[자료] 코스닥 시장 상장 요건 (한국거래소)

5) 엑시트 활성화와 생태계의 선순환을 위한 주요 과제



- 비유하자면 스타트업에 있어 IPO를 통한 엑시트는 극히 일부 기업의 ‘마라톤’ 경기에 해당함. 그러나 모든 스타트업이 마라톤에 해당하는 42.195km를 완주하여 엑시트를 할 필요가 없을 뿐

아니라 바람직하지도 않음. 비즈니스 모델의 특징, 앙트레프레너의 역량, 시장의 객관적 상황 등을 종합적으로 고려해서 ‘스타트’업의 ‘엔드’ 게임 전략이 필요한 것임

- 앞서 설명한 대로 창업 초기 단계에서 300만 달러 내외의 M&A를 통한 엑시트가 대다수 스타트업이 택할 수 있고 실현 가능한 ‘보편적이고 교과서적인 모델’로 인식되는 미국 등 주요국의 경험을 진지하게 고민하고 수용해야 함. 42.195km를 달려서 IPO에 도달하는 0.7%의 스타트업이 있는가 하면, 100 m, 200m, 500m를 완주하고 엑시트에 성공하는 99.3%의 스타트업이 많아져야 생태계가 활발하고 건강해짐
- 우선 M&A에 대한 부정적 인식을 바로잡기 위한 노력이 필요. 우리나라에서는 M&A를 소위 먹튀 내지는 기업 경영의 실패로 해석하는 경향성이 있음. 그러나 탁월한 비즈니스 모델과 투자 유치를 통해 빠르게 성장한 뒤 유관 산업 내 Big Player에 인수되는 M&A는 박수받아 마땅한 스타트업의 성공임. 성공적인 엑시트 사례를 만들어낸 앙트레프레너를 명예롭게 존중하고 이들이 다른 방식으로 생태계의 선순환에 기여할 수 있도록 독려하는 것이 사회 전체 발전에 이로움

[블로터] “배민 엑시트, ‘먹튀’ 아닌 성공사례로 봐야” 42)

(2020. 09. 23. 김인경 기자)

“작년 배달의민족의 ‘엑시트(exit·투자금 회수)’가 국내 정서상으로는 ‘먹튀’로 보였지만 해외에서는 성공 사례로 다뤄졌습니다. 성장한 스타트업이 엑시트를 하는 건 자연스러운 일이니까요.” (중략) 유 교수는 배민의 사례를 부정적으로 평가해서는 안 된다고 지적했다. 스타트업이 엑시트를 하지 않으면 투자자는 스타트업에 투자한 자금을 회수하지 못해 손실을 겪게 되고, 결과적으로 투자자본이 스타트업 생태계로 유입돼야 활동인이 없어지기 때문에 전체 산업의 발전이 저해될 수 있다는 분석이다. 유 교수는 “스타트업은 투자를 통해 성장하기 때문에 엑시트로 투자자의 자금을 돌려줘야 한다”며 “기업가치를 높게 평가 받는 유니콘은 반환점이고, 투자회수의 관문을 넘어야 한다. 엑시콘이 되지 않으면 망하거나 영원히 유니콘으로만 남는 좀비기업이 될 수 있다”고 말했다. (중략)

최성진 코스포 대표 역시 해외 기업과의 인수·합병을 부정적으로만 평

가해서는 안 된다고 당부했다. 최 대표는 “배민 매각 소식이 발표된 당시 국내 스타트업 업계에서는 ‘경사’로 평가했다. 국내 스타트업이 글로벌 시장에서 한 단계 상향된 평가를 받을 수 있는 시금석이 됐기 때문이었다”고 말했다.

- M&A를 통한 엑시트가 스타트업 성공의 보편적인 경로로 자리 잡기 위해서는 CVC(기업형 벤처캐피털)와 같은 SI(Strategy Investor)의 역할이 더욱 중요해짐. 자금력을 가진 대·중견기업과 혁신 역량을 가진 스타트업이 활발하게 교류할 수 있는 오픈 이노베이션(open innovation)의 장이 대폭 활성화되어야 함

■ 기업규모 상위의 대기업일수록 스타트업과 적극적 연계활동을 전개하고 오픈 이노베이션 전담팀을 지정

- 포브스 500 상위 100社の 연계 비율은 하위 100社の 연계율에 비해 2배 (상위 100사가 68%인데 비해 하위 100사 32%)임
- Forbes 500社の 52.4%(’16 기준)가 스타트업과 다양한 형태로 연계활동
 - * 연계활동: 기술자문, 사업지원, 대기업의 제품/서비스를 무상제공, 코워킹 스페이스, 액셀러레이터 & 인큐베이터, 스타트업 공모전, CVC
 - ** R&D투자 총액 상위 10개사는 모두 스타트업과 연계하고 있음

< 글로벌 대기업의 스타트업 연계 방법 >



자료 : 500 startups (2016)

[자료] 글로벌 대기업과 스타트업의 오픈 이노베이션 현황 및 시사점 (한국무역협회, 2019)

- 한 편, 우리나라는 대기업·중견기업이 다른 기업(스타트업)의 지분을 일정 규모 이상 인수할 경우 계열사에 대한 각종 의무를 지는데 이는 SI로 하여금 스타트업 지분 인수에 부담을 느끼게 하는 것이 현실. 다른 접근으로 대기업이 기술-인재 영입을 목적으로 어크하이어(Acqui-hire : 기업 인수 형태의 채용 방식)하는 경우,

42) <http://www.bloter.net/archives/417558>

- 조직 질서상 딜레마가 발생함. 스타트업의 ‘대표’가 인수된 뒤 대기업 조직에 편입되어 ‘대리’의 직책을 달기는 어려운 노릇임
- 종합하면 대·중견기업이 특정 스타트업의 인수를 검토할 때 지분 취득에 따른 각종 의무를 일정하게 완화하거나 유예하는 소프트 랜딩 대책이 필요함. 스타트업의 지분 취득에 따른 각종 부담이 완화된다면, 국내 대기업은 인수대상으로 검토할 수 있는 스타트업에 대한 지분 투자를 더 활발히 할 수 있을 것이라 기대됨

한미중 IT 시가총액 1위 기업의 자국 스타트업 인수 주요 사례

삼성전자(한국)	플랜티(대화형 AI)	
애플(미국)	오센텍(지문인식)	맵센스(지도)
	퍼펙티오(이미지 인식)	튜리(기계학습)
	클림스(건강 데이터)	래티스데이터(AI)
	텍스처(디지털 잡지 플랫폼)	
텐센트(중국)	오케이바이(전자상거래)	제이디닷컴(전자상거래)
	화이브러더스미디어(영화)	이릉(온라인여행)
	카이신001(소셜미디어)	써우겨우(검색)
	차이나버전(TV 및 영화 제작 배급)	

자료: 각 사



대기업이 국내 스타트업을 인수한 뒤 받게 되는 대표적 규제

- 부당지원행위 금지
- 특수관계인과 거래(일감 몰아주기) 금지
- 계열회사 간 상호출자 및 채무보증 금지
- 소속 금융·보험사의 의결권 행사 제한
- 공시의무 부과

자료: 벤처기업협회

[자료] 스타트업 투자했더니 '겉걸 규제'... 대기업들 M&A '멈칫' (동아일보, 2018.04.04.)

- 마지막으로 IPO의 경우 적자 상태라 할지라도 성장성 높은 기업이 시장에서의 평가를 통해 원활하게 상장할 수 있는 개선 방안을 마련해야 함. 미국의 경우 2019년 기준 신규 상장 기업의 80%가 해당 시점에 적자 상태였음. (아래 참고) 국내에서도 재무적 조건을 충족하지 못하더라도 상장할 수 있는 방법들이 존재하나, 여전히 재무적 조건 충족이 기본이며 특례 또한 기술 평가, R&D와 같은 제한적 방식으로만 가능

※ 참고 : 글로벌 IPO 동향

Median Age and Fraction of IPOs with VC and Buyout Backing, 1980-2019

Year	Number of IPOs	Median Age	VC-backed No.	VC-backed %	Buyout-backed No.	Buyout-backed %	Technology IPOs	Technology IPOs
1980-1989	2,048	8	513	25%	139	7%	595	46%
1990-1998	3,614	8	1,258	35%	416	12%	1,223	55%
1999-2000	856	5	517	60%	63	7%	630	68%
1980-2019	2,090	10	1,029	49%	519	25%	678	68%
1980-2019	8,608	8	3,317	39%	1,137	13%	3,126	59%
2018	134	10	88	66%	14	10%	39	77%
2019	110	10	76	69%	10	9%	34	74%

Jay R. Ritter
University of Florida

Company	Ticker	Year Founded	S1 Filing Year	Years to Exit/IPO	Round at Exit
Ecommerce					
Amazon	AMZN	1994	1996	2	Series A
Blue Apron	APRN	2012	2016	4	Series C
StitchFix	SFIX	2011	2017	6	Series B
Carvana	CVNA	2016	2016	0	Series C
Alibaba	BABA	1999	2013	14	Series A
1-800 Flowers.com, Inc.	FLWS	1976	1998	22	Series C
Shutterstock	SFLY	1999	2005	6	Series F
Wayfair, Inc.	W	2002	2013	11	Series B
Blue Nile, Inc.	NILE	1999	2003	4	Series E
Overstock.com, Inc.	OSTK	1999	2002	3	Series A
LightInTheBox Holding Co., Ltd.	LITB	2007	2012	5	Series C

Company	Ticker	Year Founded	S1 Filing Year	Years to Exit/IPO	Round at Exit
Ecommerce					
Amazon	AMZN	1994	1996	2	Series A
Blue Apron	APRN	2012	2016	4	Series C
StitchFix	SFIX	2011	2017	6	Series B
Carvana	CVNA	2016	2016	0	Series C
Alibaba	BABA	1999	2013	14	Series A
1-800 Flowers.com, Inc.	FLWS	1976	1998	22	Series C
Shutterstock	SFLY	1999	2005	6	Series F
Wayfair, Inc.	W	2002	2013	11	Series B
Blue Nile, Inc.	NILE	1999	2003	4	Series E
Overstock.com, Inc.	OSTK	1999	2002	3	Series A
LightInTheBox Holding Co., Ltd.	LITB	2007	2012	5	Series C

Company	Ticker	Year Founded	S1 Filing Year	Years to Exit/IPO	Round at Exit
SaaS					
2U	TWOU	2008	2013	5	Series D
Athenahealth, Inc.	ATHN	1997	2006	9	Series E
Bazaarvoice, Inc.	BV	2005	2011	6	Series E
Benefitfocus, Inc.	BNFT	2000	2013	13	Series B
Box, Inc.	BOX	2005	2014	9	Series F
BroadSoft, Inc.	BSFT	1998	2010	12	Series E
Castlight Health, Inc.	CSLT	2008	2013	5	Series D
Cornerstone OnDemand, Inc.	CSOD	1999	2010	11	Series E
Five9, Inc.	FIVN	2001	2013	12	Series D
Hortonworks, Inc.	HDP	2011	2013	2	Series D
HubSpot, Inc.	HUBS	2005	2014	9	Series E
IntraLinks Holdings, Inc.	IL	1996	2010	14	Series A
Jive Software, Inc.	JIVE	2001	2010	9	Series C
Lifelock	LOCK	2005	2012	7	Series E
LivePerson Inc.	LPSN	1995	1999	4	Series D
LogMeIn, Inc.	LOGM	2003	2008	5	Series B
Marin Software, Inc.	MRIN	2006	2011	5	Series F
Medidata Solutions, Inc.	MDSO	1999	2009	10	Series D
MobileIron, Inc.	MOBL	2007	2013	6	Series F
New Relic, Inc.	NEWR	2008	2014	6	Series F
Proofpoint, Inc.	PFFT	2002	2011	9	Series F
Qualys, Inc.	QLYS	1999	2011	12	Series C
RealPage, Inc.	RP	1998	2009	11	Series C
RingCentral, Inc.	RNG	1999	2013	14	Series E
salesforce.com, Inc.	CRM	1999	2004	5	Series E
ServiceNow, Inc.	NOW	2004	2011	7	Series D
Splunk, Inc.	SPLK	2003	2012	9	Series C
SPS Commerce, Inc.	SPSC	1987	2009	22	Series C
The Ultimate Software Group, Inc.	ULTI	1990	1997	7	Series B
Veeva Systems Inc.	VEEV	2007	2013	6	Series B
Wix.com Ltd.	WIX	2006	2012	6	Series E
WorkDay, Inc.	WDAY	2005	2012	7	Series F
Zendesk, Inc.	ZEN	2007	2014	7	Series D
Secureworks	SCWX	1999	2015	16	---
Appfolio, Inc.	APPF	2006	2014	8	Series B
Atlassian Corporation	TEAM	2002	2015	13	Series B
SaaS					
Twilio	TWLO	2008	2015	7	Series E
Instructure	INST	2008	2014	6	Series E
Mindbody, Inc.	MB	2000	2014	14	Series G
Shopify	SHOP	2004	2014	10	Series C
Xactly	XTLY	2005	2015	10	Series F
Nutanix	NTNX	2009	2016	7	Series E
Apptio	APTI	2007	2015	8	Series E
Blackline	BL	2001	2016	15	---
Coupa Software	COUP	2006	2017	11	---
Okta	OKTA	2009	2017	8	Series F
Alarm.com	ALRM	2000	2014	14	Series B
Alteryx Inc	AYX	2010	2016	6	Series C
Amber Road	AMBR	1984	2013	29	Series E
Appian Corporation	APPN	1999	2016	17	Series B
Blackbaud	BLKB	1981	2003	22	---
Callidus Software	CALD	1996	2002	6	Series G
Channel Advisors	ECOM	2001	2012	11	Series C
Cloudera	CLDR	2008	2017	9	Series F
Ellie Mae	ELLI	1997	2010	13	Series H
Everbridge Inc	EVBG	2002	2016	14	Series A
FireEye	FEYE	2004	2013	9	Series F
HealthStream	HSTM	1990	1999	9	Series C
J2 Global	JCOM	1995	1999	4	Series B
Mimecast	MIME	2003	2016	13	Series B
Mulesoft	MULE	2006	2016	10	Series G
NantHealth	NH	2010	2015	5	Series H
Paycom Software	PAYC	1998	2014	16	Series C
Paylocity Holding	PCTY	1997	2014	17	Series B
Q2 Holdings	QTWO	2005	2014	9	Series C
Tabula Rasa Healthcare	TRHC	2009	2015	6	Series B
Talend	TLND	2005	2016	11	Series H
The Trade Desk	TTD	2009	2016	7	Series C
Upland Software	UPLD	2010	2013	3	Series C
Workiva	WK	2008	2013	5	Series C
Yext	YEXT	2006	2017	11	Series F
Mongo DB	MDB	2007	2017	10	Series F
Sendgrid	SEND	2009	2016	7	Series D
Dropbox	DBX	2007	2018	11	Series C
SmartSheet	SMAR	2005	2018	13	Series F
DocuSign	DOCU	2003	2018	15	Series F
Zuora	ZUO	2007	2018	11	Series F
Zscaler	ZS	2007	2018	11	Series D
SurveyMonkey	SVMK	1999	2018	19	Series A

- **사업 분야에 따라 스타트업 엑시트(IPO)에 걸리는 시간이 다르다**
 - 스퀘어나 페이팔 같은 지급결제, 전자금융 회사는 평균 4년이 걸렸다.
 - 하드웨어 회사들은 평균 11년이 걸렸다. (스피커 제조회사인 Sonos는 16년이 걸렸다.)
 - SaaS 분야 기업은 통상적으로 9년이 소요된다.
- **B2C가 중심이 되는 플랫폼 기업은 엑시트 속도가 빠르다.**
 - 소셜 미디어, 콘텐츠 서비스 : 평균 7년 이내
 - 게임(6년), 이커머스(5년), 전자금융(4년)
- **90년대 기업들은 훨씬 빠르게 엑시트 했다.**
 - 넷스케이프 : 1994년 창업 → 1995년 엑시트 (1년)
 - 넷플릭스 : 1993년 창업 → 1997년 엑시트 (4년)
 - 구글 : 1993년 창업 → 1998년 엑시트 (5년)
 - 아마존(2년), 오버스톡(3년)

Institutional investors win big in 2020 IPOs

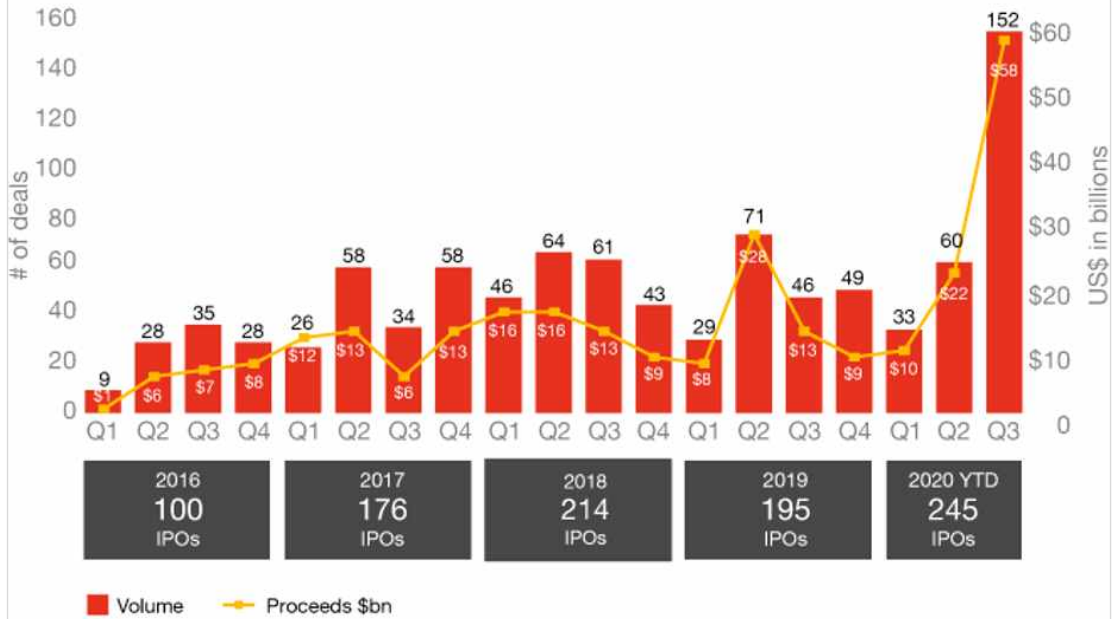
Investors buying into public listings at IPO prices won over double the return of those buying shares on the stock market

Sector	Number of IPOs	Average IPO return	Average retail investor return
Total:	203	75%	28%
Health Care	105	89%	37%
Information Technology	29	82%	33%
Consumer Discretionary	26	62%	20%
Financials	13	29%	-2%
Industrials	9	70%	17%
Communication Services	8	25%	-7%
Consumer Staples	6	42%	1%
Real Estate	5	83%	55%
Materials	2	31%	53%

Note: Retail investor returns are based on closing price of first day of trade

[자료] 2020년도 분야별 IPO 숫자와 수익률. IPO 빈도상 헬스케어 부문이 압도적인 비중 (출처 - 나스닥)

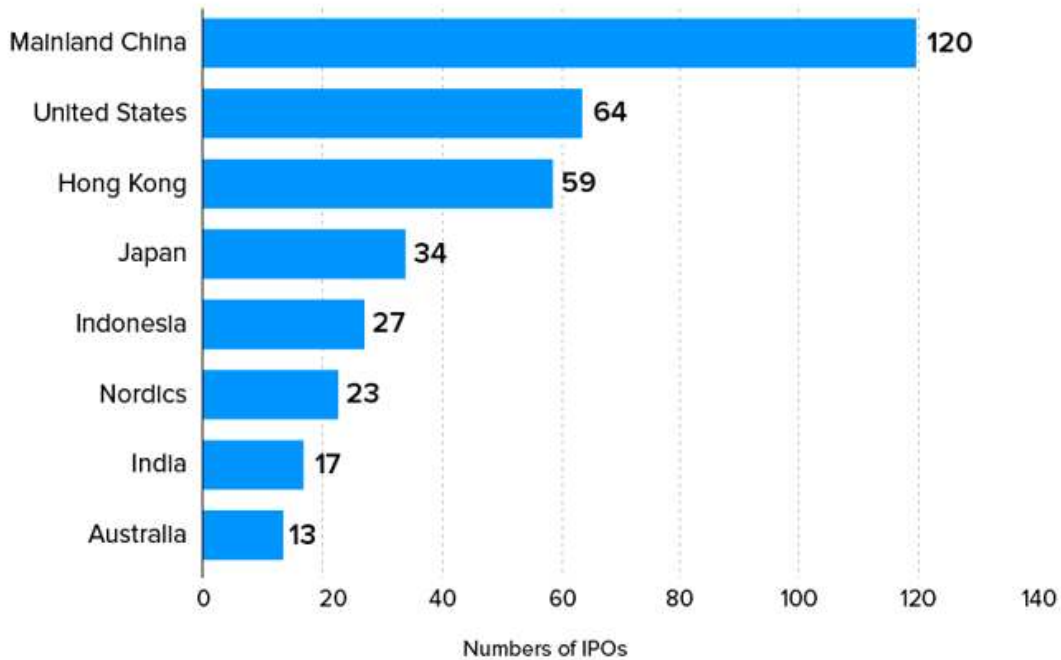
Number of US IPOs and proceeds by quarter



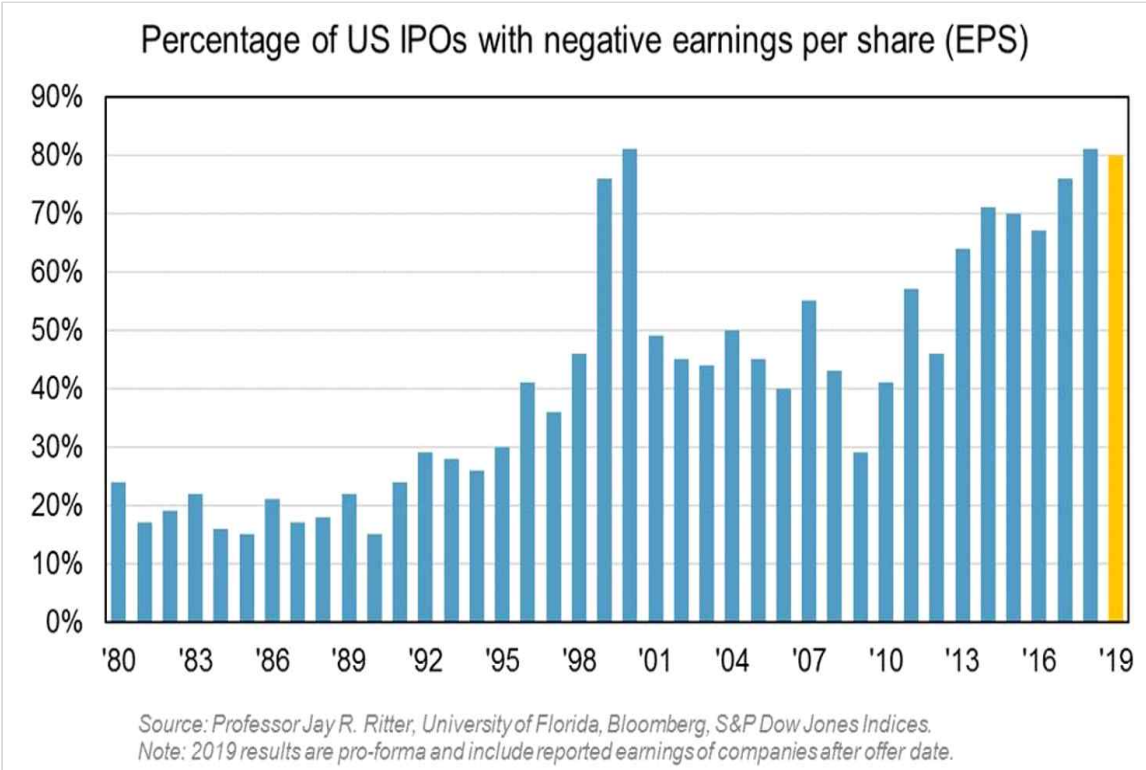
Source: Dealogic

[자료] 시기별 미국 IPO 건수와 거래 금액 (Dealogic)

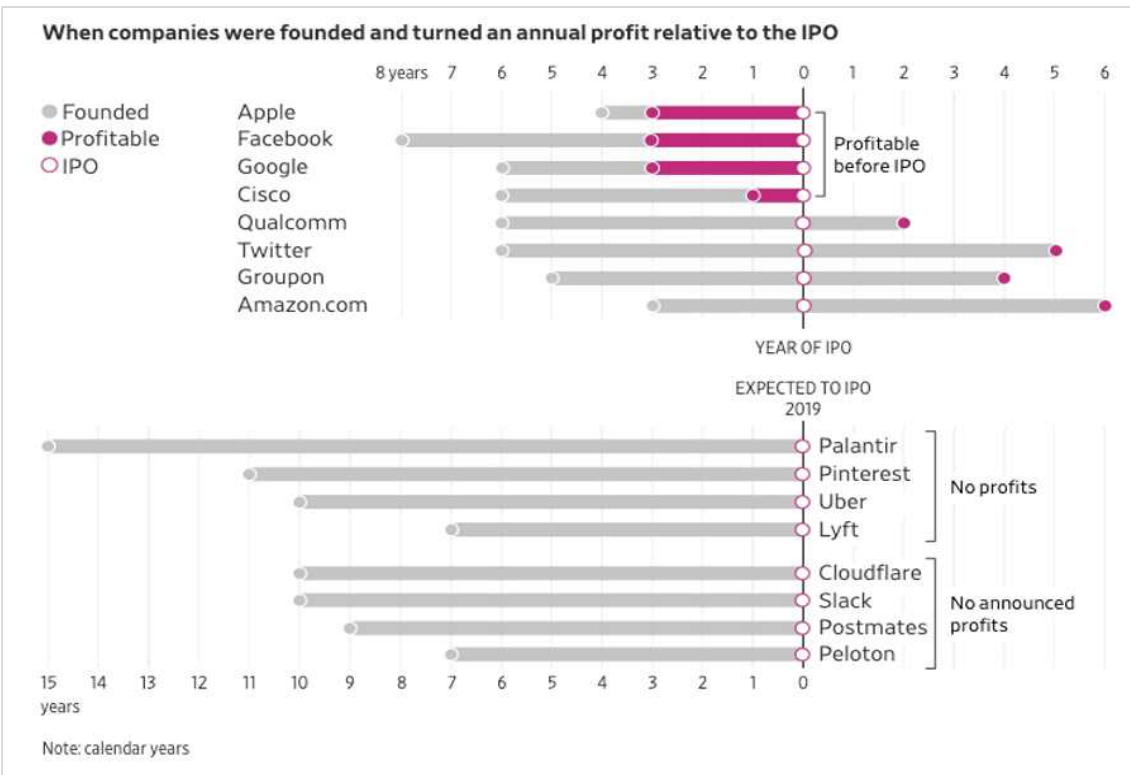
Leading Countries by Number of Company IPOs in the First Half of 2020



[자료] 국가별 증권거래소 내 2020년도 IPO 빈도 (appinventiv)



[자료] 미국 증권거래소 내 적자상장 비율. 2019년 기준 미국에 상장하는 기업의 80%가 해당 시점에 적자 상태이다.



[자료] 미국 내 IPO의 상당수가 적자 상태임에도 불구하고 상장 성공했으며, 상장 이후 흑자로 돌아서는 데에 수 년의 시간이 소요된다. (월스트리저널 그래픽 자료)

5) 엑시트는 스타트업 생태계 선순환의 완성이다.

- 고위험·고성장 비즈니스 모델로 무장한 스타트업은 투자를 통해 성장하며, 이 투자는 스타트업의 엑시트를 통한 전략적 목적의 달성 또는 재무적 이익 실현을 전제로 이루어짐. 결과적으로 엑시트는 스타트업 생태계의 선순환 구조를 완성하는 마지막 퍼즐
- 투자 대상 스타트업의 성공적인 엑시트를 통해 자금을 회수하고 이익을 거둔 투자자(FI)의 자금은 새로운 투자처를 찾게 됨. 마찬가지로 엑시트를 통해 성공 경험과 자산을 축적한 앙트레프레너는 연쇄적인 창업에 도전하거나, 스스로 투자자가 되는 비즈니스 엔젤로 거듭날 수 있음
- 세계 최고의 스타트업 생태계를 자랑하는 실리콘밸리 또한 이러한 선순환 구조를 여러 세대에 걸쳐 확립하고, 좋은 사례와 모델들이 축적된 역사적 결과물이라고 할 수 있음. 국내의 스타트업 생태계도 상당한 잠재력과 우수성을 보여주고 있으나, 아쉽게도 <창업 → 투자 → 성장 → 엑시트 → 재창업/재투자>로 이루어지는 선순환 구조가 튼튼하게 확립되었다고 보기는 어려움
- 그럼에도 최근 들어서 국내 스타트업의 중요한 엑시트 모델들이 나오고 있는 점은 매우 유의미. 이러한 사례들이 일부 기업의 성공담으로 비치고 그칠 것이 아니라, 심층적으로 연구되고 생태계에 널리 확산될 수 있도록 하는 노력이 중요. 크고 작은 엑시트 사례들이 다양하게 축적될 때 우리나라의 생태계가 더 우수해질 것

KOREAN STARTUP MAP - M&A | IPO

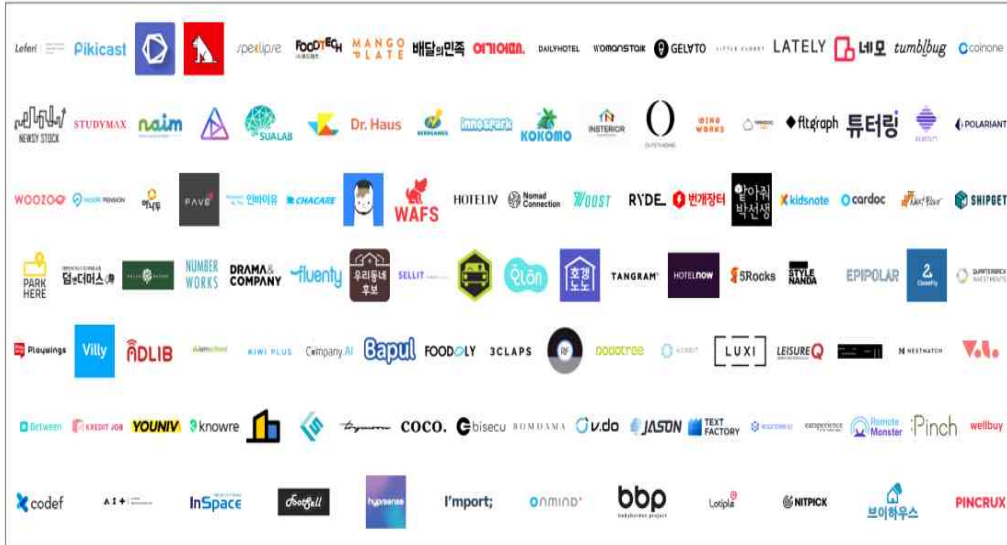
Last updated on Feb 3, 2021



IPO



M&A



[자료] 국내의 M&A, IPO 엑시트에 성공한 스타트업 (21.2.3. 기준, 스타트업얼라이언스)

- 이러한 측면에서, 스타트업의 성공적인 엑시트가 창업자나 투자자에게 이익을 줄 뿐만 아니라 경제 전반에 긍정적인 활력을 부여한다는 점에 대해서 함께 이해해야 함. 사실상 불가능에 가까운 스타트업의 가능성에 도전하고 성공한 이들을 명예롭게 존중하는 사회적 분위기가 조성되어야 함
- 또한, 성공한 앙트레프레너가 자신의 경험을 가지고 새로운 창업에 도전하거나, 후배 창업가를 육성하고 투자하는 비즈니스 엔젤로 거듭나는 등 성공의 열매를 사회의 발전에 나누는 모범 사례들이 많아져야 할 것
- 오늘날의 실리콘밸리를 만든 파워 그룹이자 비즈니스 엔젤의 선구자인 페이팔 마피아와 같이 국내에서도 ‘카카오 마피아’, ‘배민 마피아’와 같은 선례가 등장하길 기대

(연합뉴스) 자수성가 창업주 잇단 대규모 기부... '富 대 물림' 재벌과 다르다⁴³⁾

(2021. 2. 18. 박상돈 기자)

김범수(55) 카카오 이사회 의장에 이어 김봉진(45) 우아한형제들 의장이 재산의 절반 이상을 기부하기로 하면서 우리 사회에 신선한 충격을 주고 있다. 자수성가의 대표적 인물인 이들의 재산 사회 환원은 '부(富)의 대물림'으로 상징되는 기존 재벌 기업들과는 확연히 다른 모습이기 때문이다. 소위 '금수저' 출신도 아닌 이들은 평범한 회사원으로 시작해 스타트업을 창업해 성공을 이뤘다.



우아한형제들 김봉진 설보미 부부(왼쪽), 김범수 카카오 이사회 의장
[우아한형제들/카카오 제공, 재판매 및 DB 금지]

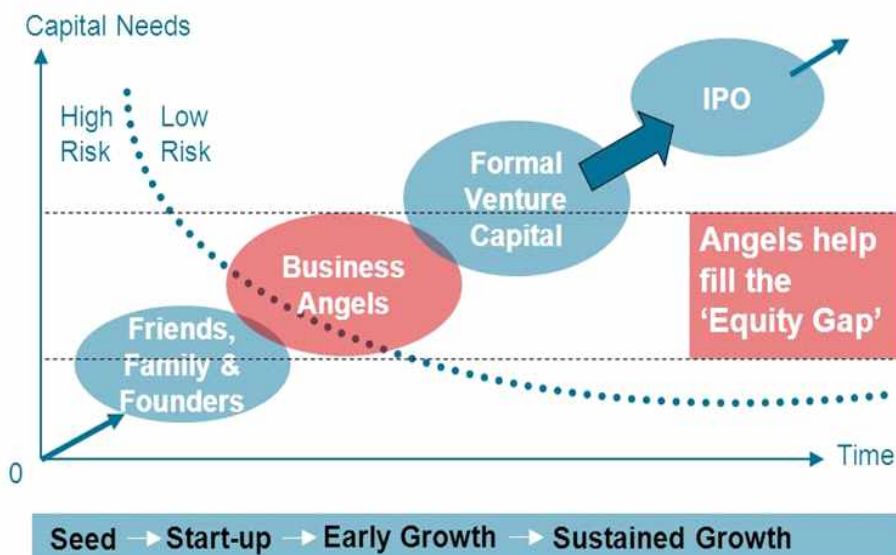
김봉진 의장은 수도전기공고와 서울예술대학 실내디자인학과를 졸업한 뒤 디자인그룹 이모션, 네오위즈, 네이버에 다니다가 2010년 자본금 3천만 원으로 우아한형제들을 창업했다. '배달의민족'을 국내 배달앱 1위로 키운 김 의장은 2019년 독일 딜리버리히어로(DH)에 배민을 40억 달러(4조4천억 원)에 매각했다. 김 의장이 매각 대금으로 받은 DH 주식의 가치가 뛰면서 그의 재산은 현재 1조 원대로 늘어난 것으로 알려졌다. 김 의장이 18일 세계적 기부클럽인 '더기빙플레지(The Giving Pledge)'의 219번째 기부자이자 첫 한국인으로 이름을 올리면서 5천억 원 이상을 기부하게 됐다.

앞서 지난 8일에는 김범수 의장이 카카오와 계열사 전 임직원들에게 보낸 신년 메시지에서 앞으로 살아가는 동안 재산의 절반 이상을 기부하겠다고 선언했다. 그의 재산은 카카오 주식 등 10조 원이 넘어 기부액이 5조 원 이상으로 추정되고 있다. 그는 건국대 사대부고와 서울대 산업공학과를 졸업한 뒤 삼성SDS에 입사했다가 1998년 한게임을 창업했고 2010년 카카오톡을 내놓으며 화려하게 성공했다, 2014년에는 다음커뮤니케이션을 인수했다.

이들의 모습은 그간 재벌 기업들이 재산 사회 환원보다는 부의 대물림에 더욱 집중하고 간혹 비리가 밝혀져 '속죄'의 뜻으로 마지 못해 기부에 나섰던 것과는 대비된다. 또 그동안 재벌 기업들은 주로 개인 재산보다는 회사돈으로 기부하는 경우가 적지 않았다. 하지만 김봉진 의장과 김범수 의장은 부를 사회와 나누는 가치와 사회 문제 해결을 기부 동기로 밝혔다. '노블레스 오블리주'의 실천으로 볼 수 있는 것이다.

김봉진 의장은 더기빙플레지에 제출한 서약서에서 "부를 나눌 때 그 가치는 더욱 빛난다"며 "교육 불평등 문제 해결, 문화예술 지원, 자선단체들이 더욱 그 일을 잘할 수 있도록 돕는 조직을 만드는 것을 차근차근 구상하고 있다"고 밝혔다. 김범수 의장은 "격동의 시기에 사회 문제가 다양한 방면에서 더욱 심화하는 것을 목도하며 더 결심을 늦추면 안 되겠다는 생각이 들었다"고 말했다. (후략)

Angels and Other Finance Sources



[자료] 최근 VC업계의 '후기투자 몰아주기' 심화 현상을 고려할 때 데스밸리 구간의 잠재력 있는 스타트업을 발굴하고 투자하는 민간 주도의 '비즈니스 엔젤' 그룹의 두터운 형성이 매우 중요하다.

43) <https://www.yna.co.kr/view/AKR20210218079400030?input=1195m>

참고 제언 과제

번호	과제명	내용	관련 p
1	스타트업 관련 정책기조 전환	- 스타트업, 투자자, 엑시트를 연결하는 선순환 구조 확립을 골자로 정책기조 전환. 이를 위해 관련 정책 통계, 사업 등에 대한 재구성 필요	-
2	해외 유니콘 비즈니스 모델 연구	- 실시간으로 등장하는 해외 유니콘 비즈니스 모델을 추적, 연구하여 민간에는 '유망 BM'으로 확산하고, 공공에서는 예상되는 규제 이슈를 선제적으로 개선	29p
3	한국판 failcon (실패박람회)	- '실패는 혁신의 일부'라는 모토하에 스타트업과 앙트레프레너의 다양한 시행 착오를 공유하고 확산	38p
4	초기 M&A 활성화	- SI(CVC) 관련 규제 개선 - 대중견기업 ↔ 스타트업 인수 연착륙 - 오픈 이노베이션 場 활성화	67-71p 85-91p
5	IPO 시장 제도개선	- 적자 상장 이슈 外 IPO 시장 혁신	97, 102p
6	국내 스타트업 엑시트 유형 연구	- 4유형(글로벌 M&A, 국내 M&A, 글로벌 IPO, 국내 IPO) 스타트업 엑시트 사례를 취합, 분석하여 민간과 정부 활용 시사점 제공	73-74p 85-91p
7	엑시트 스타트업 명예의 전당	- 스타트업의 성공적인 엑시트는 창업자나 투자자에게 이익을 줄 뿐만 아니라 경제 전반에 긍정적인 활력을 부여함.	95p 104p
8	비즈니스 엔젤 활성화	- 성공한 앙트레프레너가 자신의 경험을 가지고 새로운 창업에 도전하거나, 후배 창업가를 육성하고 투자하는 비즈니스 엔젤로 거듭나는 등 성공의 열매를 사회의 발전에 나누는 모범 사례들이 많아져야 할 것	42-47p 104-106p