

버티컬리포트

스타트업 M&A 현황 및 활성화 방안



본 리포트는 2024년 스타트업얼라이언스가 더브이씨(The VC)로부터 데이터를 제공받아 수행한 "스타트업 인수합병(M&A) 현황 및 활성화 방안 연구"(연구책임자: 충남대학교 경영학부 강신형 교수)의 결과를 바탕으로 구성되었다.

Contents

 들어가며	연구 배경 및 필요성	6
	시너지의 개념과 유형	10
	KEY RESULTS	12

CHAPTER 1. 국내 비상장 스타트업 M&A 시장 현황	1. 연구 방법	16
	① 자료 수집	
	② 주요 분석 틀	
	③ 스타트업 M&A 시장규모(금액)추정 방법	
	2. 분석 결과	20
	① 국내 스타트업 M&A 거래 특징	
	② 스타트업 M&A전체 시장 규모	
	③ 산업별 스타트업 M&A 시장	
	④ 산업관련성과 스타트업 M&A 시장	
	⑤ 인수기업 유형과 스타트업 M&A 시장	
⑥ 스타트업 M&A 상위 투자회사		
⑦ CVC와 스타트업 M&A		
3. 소결	54	

CHAPTER 2 . 스타트업 M&A 인수기업 사례	1. 연구 방법	58
	2. 인수기업 사례	59
	① 국내 대기업 계열사 사례	
	② 미국 IT분야 대기업 사례	
	③ A 스타트업 사례	
	④ B 스타트업 사례	
	⑤ C 스타트업 사례	
	3. 소결	65

CHAPTER 3 . 스타트업 창업자의 M&A 인식조사	1. 연구 방법	70
	2. 설문 결과	72
	① 회수(Exit) 전략 ② 피인수합병 검토 ③ 인수합병 검토 ④ 스타트업 M&A 정책지원	
	3. 소결	88

나오며	스타트업 M&A활성화 방안	92
	① 스타트업 글로벌화 및 글로벌 투자유치 활성화 ② 대기업 니즈 기반정책설계 강화 ③ 중견기업의 스타트업 M&A 참여 확대 ④ 대·중견기업 CVC 투자 활성화 ⑤ 스타트업 전문 M&A 자문사 육성 ⑥ 벤처투자 표준계약서 개정 검토	

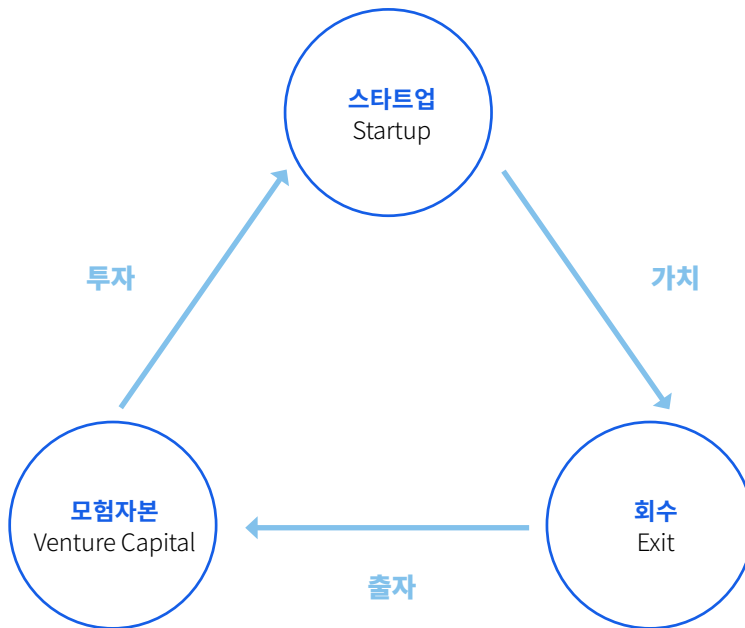
참고문헌	98
-------------	-----------

들어가며

연구 배경 및 필요성

스타트업 생태계의 장기적 발전을 위해서는 무엇보다 모험자본-스타트업-회수 간 선순환 구조를 구축하는 것이 중요하다[그림 1-1]. 스타트업은 고성장 신생기업으로 고위험 고수익을 추구하는 모험자본으로부터 자금을 공급받는다. 모험자본은 유망한 스타트업을 발굴하여 경영상의 지원을 통해 육성한다. 스타트업이 제품/서비스 개발에 성공해서 고객에게 가치를 창출하면 기업가치가 상승하고 투자자는 소유한 주식을 다른 사람에게 매도함으로써 재무적 수익을 얻는다. 투자자는 이렇게 회수한 금액 중 일부를 다시 모험자본에 출자하는 형태로 선순환 구조가 완성된다.

[그림 1-1]
스타트업 생태계의
선순환 구조



그러나 우리나라는 회수(Exit)를 통해 모험자본에 자금을 공급하기보다 정부 주도로 모험자본 규모를 키우고, 다양한 지원사업을 통해 혁신적인 기업가가 창업에 나서도록 유인했다. 2005년 한국모태펀드를 결성하고 주관사로 한국벤처투자를 개소하여 민간 투자를 이끌어냈다. 2023년 12월 말 기준 한국모태펀드의 누적 조성재원은 총 8조 8,968억원으로 40조 4,206억원 규모의 출자펀드를 결성했다.⁰¹ 2024년 정부·지자체가 추진 예정인 창업지원 사업은 총 3조 7,121억원 규모로 전년 대비 1.4% 증가했다.⁰² 융자·보증이 2조 546억원으로 가장 높은 비중(55.3%)을 차지하나 사업화(7,931억원, 21.4%)와 기술개발(5,442억원, 14.7%)에도 상당한 예산이 투입됐다.

이처럼 정부가 막대한 예산을 들여 스타트업 생태계 구축에 나서고 있지만 선순환 구조를 완성하기 위해서는 회수 활성화가 필요하다. 창업자와 투자자가 투자금을 회수하는 대표적인 방법은 스타트업을 주식시장에 상장해 외부 투자자로부터 자금을 모집하는 기업공개(IPO)와 다른 기업에 자신의 지분을 매도하여 경영권을 넘기는 인수합병(M&A)이 있다. 그러나 2021년 코스닥 신규 상장사를 분석한 결과, 벤처캐피탈이 투자한 기업의 IPO까지 소요기간은 14.4년(한국벤처캐피탈협회, 2022)⁰³으로 미국의 5.03년(NVCA, 2024)⁰⁴에 비해 상당히 길다. 또한, 벤처캐피탈이 투자한 코스닥 신규 상장사는 2021년 62개, 2022년 67개, 2023년 62개로(한국벤처캐피탈협회, 2024) 까다로운 상장 기준을 맞출 수 있는 스타트업은 매우 한정적이다. 미국은 2023년 IPO가 40건일 때 M&A는 695건⁰⁴으로 전체의 95%를 차지한다[표1-1]. 따라서 국내 역시 창업자와 투자자의 회수 확대를 위해서는 스타트업 M&A 활성화가 필요하다.

[표 1-1]

미국 IPO 및 M&A 건수 비교

(단위: 건) / 출처: NVCA(2024)

항목	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
합계	901 (100%)	874 (100%)	1,021 (100%)	1,054 (100%)	978 (100%)	1,500 (100%)	1,057 (100%)	735 (100%)
M&A (외부공개)	857 (95%)	806 (92%)	926 (91%)	964 (91%)	865 (88%)	1,307 (87%)	1,018 (96%)	695 (95%)
IPO	44 (5%)	68 (8%)	95 (9%)	90 (9%)	113 (12%)	193 (13%)	39 (4%)	40 (5%)

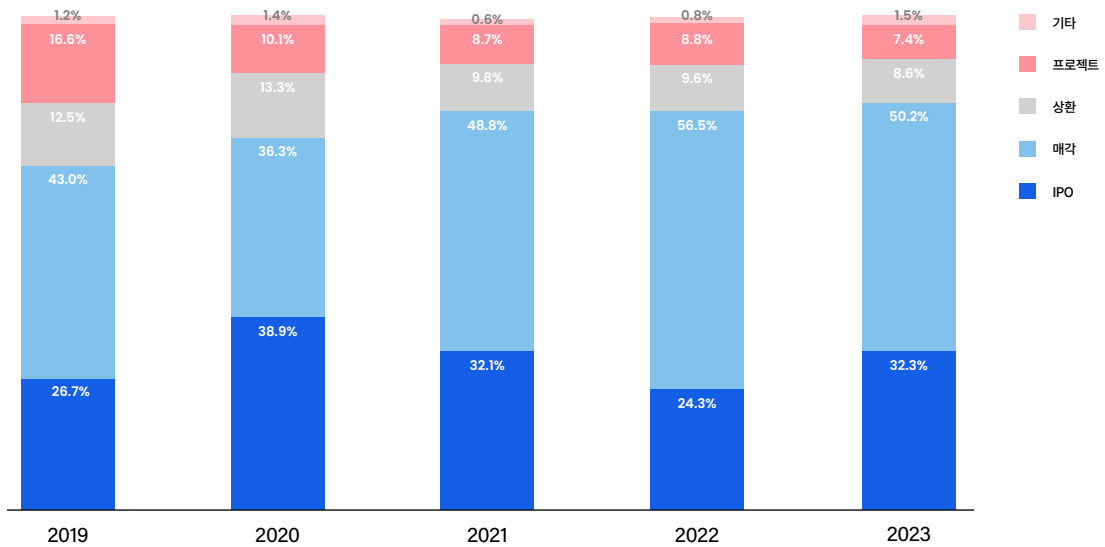
01 모태 출자펀드 결성/투자/회수 동향, 2023년 4분기
<https://vcletter.co.kr/page/view.php?type=marketwatch&mainFlag=Y&category=1&idx=103>
 02 <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1047053&parentSeq=1047053>
 03 미국은 첫 벤처캐피탈 투자에서 IPO까지의 기간으로, 설립일 기준으로 측정하는 우리와는 차이가 있다.
 04 Pitchbook이 언론 등에 공개된 미국 내 M&A 건수를 취합한 것으로 실제는 이보다 더 많을 수 있다.

그러나 우리나라 스타트업 M&A 시장 현황이나 창업자의 인식 등에 관해 자세히 연구된 자료가 부족하다. 박용린(2023) 등의 보고서가 더불어 집계·발표하는 국내 M&A 거래 자료를 바탕으로 현황을 분석했으나 스타트업을 별도로 분리하여 살펴보지 않았다. 벤처캐피탈협회는 주기적으로 유형별 회수 비중을 발표한다[그림 1-2]. 여기서 ‘매각’은 다른 투자자에 대한 지분 매각 실적으로 M&A로 인한 회수를 포괄하는 개념이다. 그러나 이 중 어느 정도가 M&A에 해당하는 실적인지 파악이 어렵다. 그 외 일부 기관에서 스타트업 M&A 사례나 건수 등을 간단한 보고서 형태로 발표하나 스타트업 M&A, 시장 규모 등에 관한 조작성 정의가 일관되지 않고 금액 규모 정보는 없어 정책 입안을 위한 기초 자료로 활용하기에는 한계가 있다. 강신형 등(2023)이 스타트업 M&A 거래 건수 등을 살펴보았으나 M&A 거래의 조작성 정의가 명확하지 않고 거래 금액 정보의 정확성이 다소 떨어진다.⁰⁵

[그림 1-2]

유형별 회수 비중

출처: 한국벤처캐피탈협회(2024)



⁰⁵ 강신형 등(2023) 역시 더브이씨 자료를 토대로 M&A 추이를 살펴보았으나 각 M&A 거래가 스타트업 M&A 기준에 부합하는지 등 세부적으로 살펴보지 않았고 거래 금액 정보 누락이 많아 분석에 한계가 있다.

이에 본 보고서는 우리나라 스타트업 M&A 현황을 분석하여 활성화 방안을 도출하고자 한다. 구체적인 구성은 다음과 같다.

우선 CHAPTER 1.에서 더브이씨(TheVC)의 데이터베이스를 바탕으로 우리나라 스타트업 M&A 현황을 분석했다. 본 보고서는 창업자의 경영권 이양을 수반하는 최초의 지분 매각을 M&A 거래로 정의했으며 스타트업 M&A 시장규모(금액)은 그해에 거래된 스타트업들의 기업가치 총합으로 정의했다. 스타트업의 기업가치를 얼마로 평가하는지, 전체 시장규모(건수, 금액), 산업별 분포, CVC와의 관련성 등 다양한 측면을 살펴봤다. 연구팀은 더브이씨에서 식별한 모든 기업의 감사보고서를 열람하여 자료의 정확도를 높였다.

CHAPTER 2.는 설문 조사를 통해 M&A에 대한 창업자의 인식을 살펴봤다. M&A 경험이 있는 창업자가 1~2% 밖에 되지 않는 상황에서 일반적인 설문 조사 방법으로는 한계가 있다. 본 보고서는 리멤버의 리서치 서비스를 통해 M&A 경험이 있는 창업자 76명과 경험이 없는 창업자 25명을 식별하여 조사했다. 선호하는 회수(Exit) 방식, 다른 기업으로부터 M&A 제안을 받았을 때(i.e. 인수합병)와 다른 기업에 M&A를 제안했을 때(i.e. 피인수합병)의 경험 정부의 정책 및 지원 사항 등에 관해 살펴봤다.

CHAPTER 3.는 인수기업 관점에서 스타트업 M&A 사례를 정리했다. M&A 전담 조직, 인수 대상 발굴, 협상, PMI 측면에서 국내 대기업, 해외 대기업, 스타트업 대표 및 주요 임원진을 인터뷰했다. 인수합병 및 피인수합병에 관심 있는 창업자에게 시사점을 제공한다.

마지막 장에서는 분석 내용을 종합하여 스타트업 M&A 활성화 방안을 제안했다.

참고자료

시너지의 개념과 유형

일반적으로 기업이 다른 기업을 인수합병하는 이유는 사업 간 시너지를 기대하기 때문이다. 시너지란 두 사업을 개별적으로 운영할 때보다 공동으로 운영할 때 창출되는 추가적인 가치를 의미한다. 이는 다음의 부등식으로 표현할 수 있다.

여기서 $V(A)$, $V(B)$ 는 A와 B 사업을 각각 독립적으로 운영했을 때의 NPV(순현재가치)이며, $V(AB)$ 는 A와 B를 공동으로 운영할 때의 NPV를 의미한다.

시너지 유형은 다음 두 가지 차원을 기준으로 네 가지로 구분한다. 첫 번째 차원은 가치사슬 활동과 연관된 자원의 유사성이다. 마이클 포터는 기업이 고객에게 가치를 주는 제품과 서비스를 만드는 일련의 과정을 가치사슬(value chain)로 표현한다. 자원(resource)은 각 단계별 가치사슬활동을 수행하는데 필요한 자산, 역량, 정보, 지식 등을 의미한다. 두 사업의 가치사슬활동에 사용되는 자원이 얼마나 유사한가가 첫 번째 차원을 구성한다.

두 번째 차원은 가치창출을 위해 자원을 얼마나 조정해야 하는가이다. 서로 다른 두 사업의 가치사슬 활동이 개별적으로 운영할 때보다 공동으로 운영할 때 가적인 가치를 창출하려면 각 사업이 가진 자원을 조정(modification)하는 과정이 필요하다. 시너지 창출을 위해 자원 조정을 많이 하는가 적게 하는가가 두 번째 차원이다.

[표 1-2]
시너지 유형

출처: Puranam & Vanneste (2016), 저자 수정

		자원 유사성 (resource similarity)	
		H	L
자원 조정 (resource modification)	H	통합 Consolidation	맞춤 Customization
	L	결합 Combination	연결 Connection

첫 번째 유형은 통합(Consolidation)으로 두 사업 간 유사하고 중복되는 자원을 제거함으로써 가치를 창출한다. 제한된 자원으로 두 사업의 가치사슬활동을 수행해야 하므로 자원에 긴밀한 조정이 필요하다. 이 유형은 대부분 유사 부서나 시설을 통·폐합함으로써 비용 절감이나 투자 자본을 줄이는 데 목적이 있다.

두 번째 유형인 결합(Combination)은 유사 자원을 끌어모아 가치를 창출하는 방식이다. 주로 기업의 공급자나 구매자 협상력을 높이는 데 목적이 있다. 예를 들어, 각 사업의 유사 부품을 공동 구매함으로써 공급자로부터 수량할인을 받거나 판매가를 올려 고객으로부터 더 많은 수익을 창출하는 방법이 있다.

세 번째는 맞춤(Customization)이다. 이는 서로 다른 자원을 상호 특화하여 가치를 창출하는 방식이다. 예를 들어, 칩셋 제조사가 특정 휴대폰 제조사와 공동 개발을 통해 맞춤형 칩셋을 제공함으로써 가치를 창출하는 방식이다. 또 다른 예시로 특정 고객의 니즈를 충족하기 위해 양사가 맞춤형 제품이나 서비스를 개발하거나, 한쪽의 지식재산권이나 우수사례(best practice)를 다른 기업에 전이하거나 적용하는 것, 상대방 기업의 공장 근처에 창고를 세우거나 한 기업의 우수 경영진을 다른 기업에 파견하는 것 등이 있다. 주로 서로 다른 두 기업이 서로에게 특화(specialization)하여 추가 가치를 창출하는 형태다.

네 번째는 연결(Connection)로 서로 다른 두 사업의 결과물을 하나로 모아 가치를 창출하는 방식이다. 자원 조정은 거의 없는 것이 특징이다. 예를 들어, 서로 다른 두 사업의 제품 또는 서비스를 고객에게 묶음 판매하거나 교차 판매하여 고객의 거래비용을 줄이는 것이다. 이 경우 판매조직을 통합하여 비용을 절감하는 것이 아니라 각자 판매조직을 보유하며 상대방 기업의 상품을 판매한다는 점에서 앞서 언급한 통합(Consolidation)과 차이가 있다.

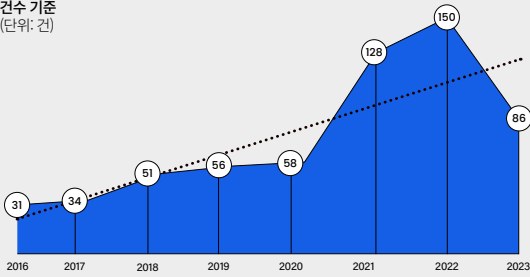
앞으로 살펴볼 M&A에서 언급되는 시너지는 위 네 가지 유형의 조합으로 표현할 수 있다. 개별 스타트업 M&A가 어느 시너지 유형에 해당하는지 분류하고 분석하는 것은 본 보고서의 범주를 넘어선다. 그러나 각자 고민하는 개별 M&A 사례를 분석하고 이해하는 데 이 프레임워크가 유용할 것으로 생각한다.

KEY RESULTS

스타트업 인수합병(M&A) 현황 및 활성화 방안

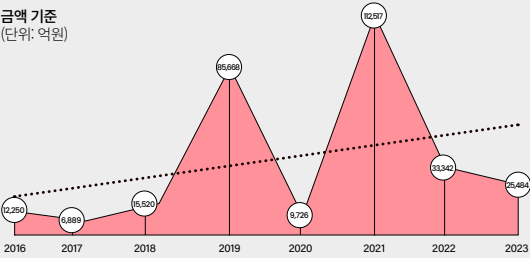
국내 스타트업 M&A 시장규모 변화 추이

건수 기준
(단위: 건)



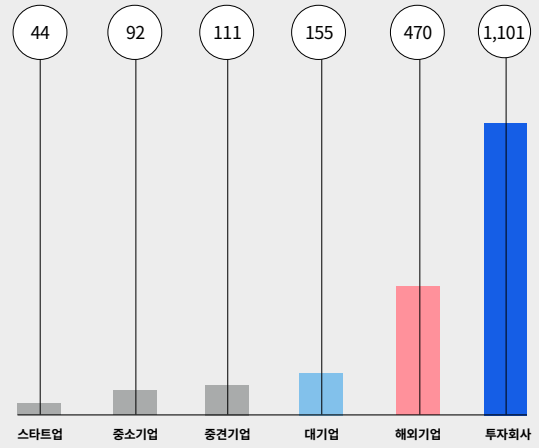
* 정선은 추세선으로 각 연도별 스타트업 M&A 건수, 금액의 단순연형 회귀분석 결과를 나타냄

금액 기준
(단위: 억원)



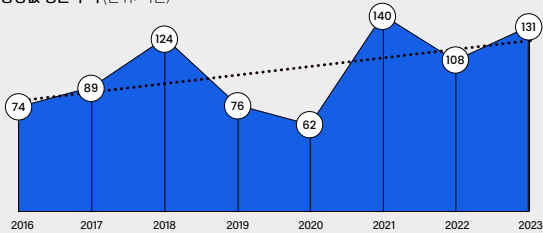
인수기업 유형별 피인수 스타트업의 기업가치

피인수 스타트업 기업가치 중앙값(단위: 억원)



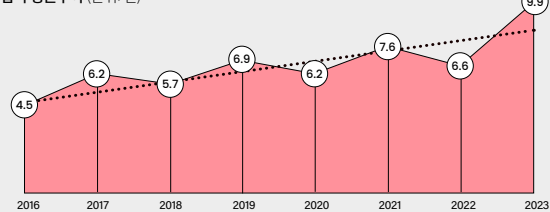
M&A된 스타트업의 특징

피인수 스타트업 기업가치
중앙값 평균 추이 (단위: 억원)



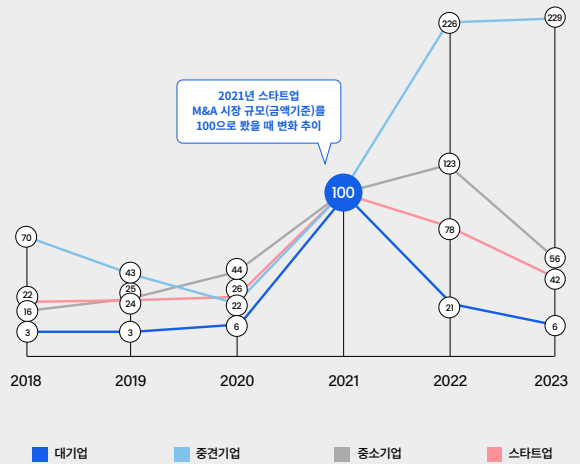
* 정선은 추세선으로 각 연도별 피인수 스타트업 기업가치 중앙값 평균, 피인수 스타트업 기업가치(중앙값) 평균의 단순연형 회귀분석 결과를 나타냄

피인수 스타트업
업력 평균추이 (단위: 년)

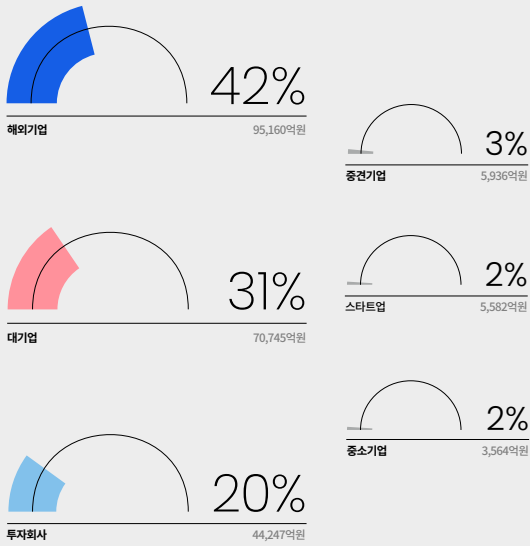


인수기업 유형에 따른 스타트업 M&A 시장 규모 변화 추이

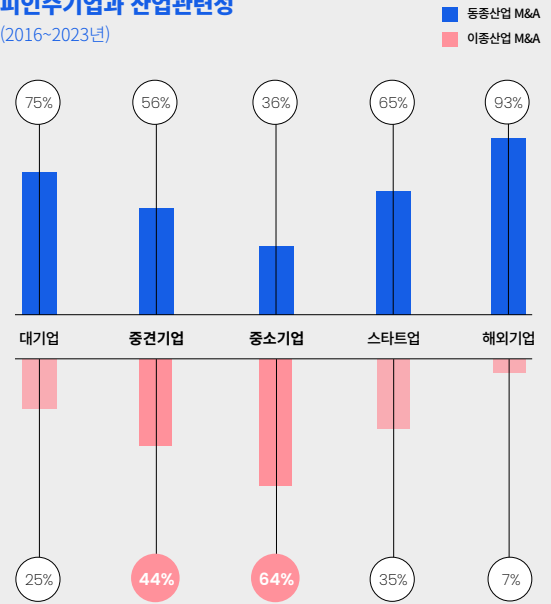
(금액기준)



기업가치 천억원 이상 스타트업 M&A 딜의 인수기업별 비중 (금액 기준, 2016~2023년)



인수기업 유형별 피인수기업과 산업관련성 (2016~2023년)

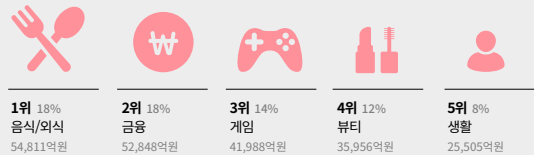


M&A 시장 규모가 큰 산업분야 (금액기준, 2016년~2023년)

피인수 스타트업 산업분야

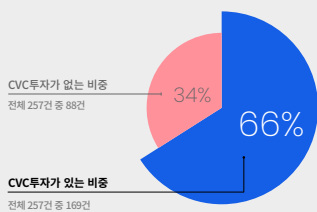


인수기업 산업분야

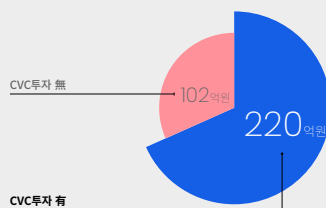


CVC 투자와 M&A

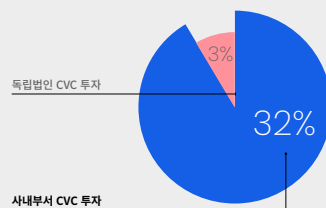
CVC 투자 여부와 M&A



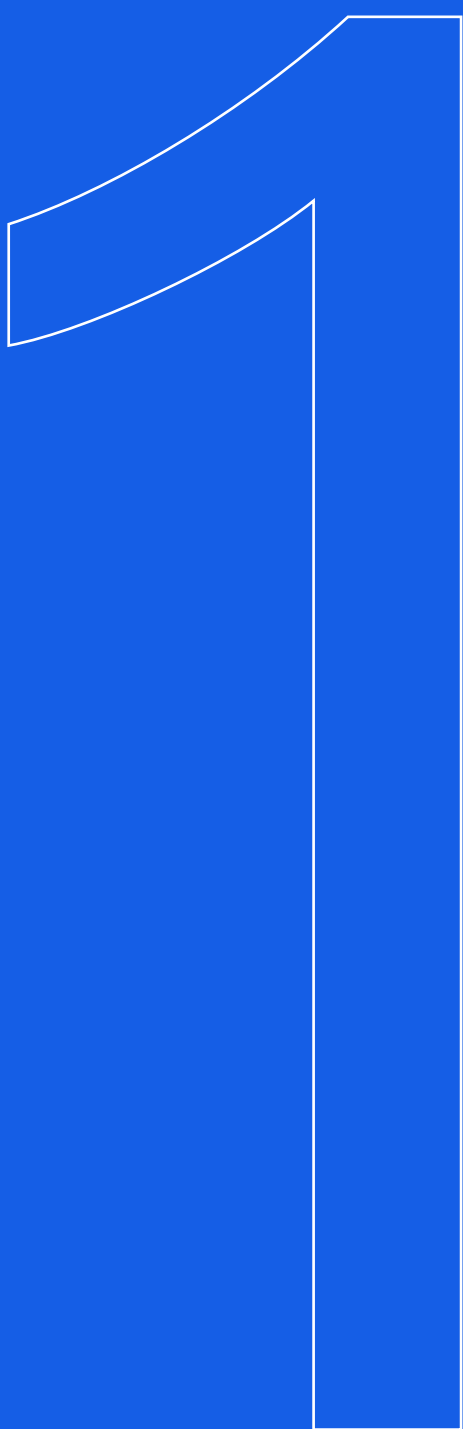
CVC 투자 여부와 피인수 스타트업 기업가치 중앙값



CVC 투자 후 모기업/계열사가 인수한 비중



Chapter.



국내 비상장 스타트업 M&A 시장 현황

1. 연구 방법

① 자료 수집

본 보고서는 스타트업 M&A를 창업자의 경영권 이양을 수반하는 최초의 지분 매각이라고 정의한다. 즉, 창업자의 경영권이 다른 기업에 넘어간 다음에 또 다른 기업에 다시 매각되는 M&A 거래는 분석대상에서 제외했다. 여기서 경영권 이양은 최대주주 변경을 의미한다. 인수기업이 50% 초과 지분을 확보하여 완전한 통제력을 가지는 지분 거래보다 완화된 기준을 적용했다.⁰⁶ 대부분의 스타트업 M&A는 과반의 지분을 확보하는 거래이나 때로는 인수기업이 피인수 스타트업을 연결대상에서 배제하거나 지분법평가이익만 반영하기 위해 재무적 투자자 등과 공동으로 인수하는 등 종속기업으로 편입할 만큼의 지분을 확보하지 않는 경우가 있기 때문이다.

분석을 위한 국내 비상장 스타트업 M&A 자료는 다음의 절차를 통해 수집했다. 우선 더브이씨⁰⁷가 보유한 2016년에서 2023년 사이 M&A 자료 935건 중 피인수기업이 국내 스타트업 또는 중소기업으로 분류된 805건을 추출했다. 이 중 피인수기업이 해외기업인 거래 9건, 분할합병/신설합병 2건을 제외하고 794건을 확보했다. M&A 시점에서 피인수 스타트업이 상장사인 경우는 분석에서 제외했다. 창업자와 투자자가 M&A 이전에 IPO를 통해 한차례 회수했기 때문이다. 또한, 스타트업이 다른 기업에 인수합병된 이후 또 다른 기업에 다시 매각되는 M&A 거래 역시 제외했다.⁰⁸ 이 과정을 통해 M&A 자료 563건을 확보했다. 마지막으로 인수기업 감사보고서를 검토하는 과정에서 더브이씨에 등재되지 않은 31건의 스타트업 M&A를 추가로 식별했다. 최종적으로 2016년부터 2023년 사이 8년간 발생한 594건의 스타트업 M&A 목록을 확보했다.⁰⁹

한 가지 주의할 점은 본 보고서가 국내 스타트업 M&A를 전수조사한 것이 아니라는 점이다.¹⁰ 연구팀이 수집한 스타트업 M&A 자료는 언론이나 전자공시시스템에 공개된 정보를 바탕으로 확보한 것으로, 실제 드러나지 않는 M&A가 더 많을 것으로 추측한다. 그러나 금액적으로는 M&A 시장에서 소수의 큰 딜이 차지하는 비중이 상당하므로 전체적인 스타트업 M&A 시장 규모를 추정하고 추이를 파악하는 데 무리가 없을 것으로 판단한다.

⁰⁶ 국내 M&A의 특징을 분석한 박용린(2023) 역시 같은 기준으로 정의했다.

⁰⁷ 국내에서 가장 광범위한 M&A 정보를 제공하는 것은 더벨의 리그테이블이다. 그러나 더벨은 대규모 딜 위주로 소규모 딜이 많은 스타트업 M&A 정보를 수집하는 데 적합하지 않다. 더브이씨는 M&A 이전 투자 내역이나 인수기업, 피인수기업의 법인번호, 산업분류 등의 정보를 제공하므로 심층적인 분석이 가능하다.

⁰⁸ 해당 M&A 거래에 관한 기사를 검색하거나 피인수기업 감사보고서 열람하여 주주구성 변동을 확인했다.

⁰⁹ 스타트업의 법적 기준은 없으나 일반적으로 '혁신적인 기술과 아이디어에 기반을 둔 신생기업' 정도로 정의할 수 있다. 더브이씨 역시 같은 맥락에서 스타트업과 중소기업으로 분류한다. 그러나 스타트업 역시 넓은 범주에서는 중소기업의 하위 개념으로 볼 수 있으며 혁신성 여부를 정확히 판단하기 어려우므로 본 연구는 더브이씨가 분류한 스타트업, 중소기업을 모두 '스타트업'으로 간주했다. 최종 확보한 M&A 594건 중 피인수 스타트업이 더브이씨의 스타트업 분류에 해당하는 것은 453건(76%)이다. 중소기업과 스타트업을 엄격 기준으로 구분하는 경우도 있다. 본 연구에서 업력 10년 이하는 497건(84%), 20년 이하는 576건(97%)으로 전통적인 의미의 중소기업 비중은 제한적이다.

¹⁰ 대부분의 스타트업 M&A는 공정거래위원회 기업결합신고 대상이 아니므로 구조적으로 전수 조사가 어렵다.

② 주요 분석 틀

국내 비상장 스타트업 M&A 시장을 다각도로 살펴보기 위해 더브이씨에서 제공하는 정보들을 바탕으로 다음 변수를 추가로 생성했다. 첫째, 본 보고서는 인수기업 유형을 대기업, 중견기업, 중소기업, 스타트업, 투자회사, 해외기업으로 분류했다. 대기업은 공정거래위원회가 2023년 발표한 공시대상기업집단에 속하는 기업이다. 공정위가 발표한 목록을 인수기업 목록과 대조하여 구분했다. 중견기업¹¹은 더브이씨가 대기업/중견기업으로 분류한 인수기업 중 공정위의 공시대상기업집단에 속하지 않는 기업이다. 중소기업과 스타트업은 더브이씨의 구분을 그대로 적용했다. 투자회사는 인수기업 중 더브이씨가 사모투자회사, 벤처캐피탈, 은행, 금융회사로 분류한 것을 의미한다. 해외기업은 투자회사가 아닌 인수기업 중 해외 소재 기업이다.

둘째, 인수기업과 피인수기업의 산업관련성이다. 더브이씨는 인수기업과 피인수기업의 제품/서비스 분야를 자체 기준으로 대분류, 소분류하여 정보를 제공한다. 이에 인수기업이 투자회사인 M&A(30건)를 제외하고, 인수기업과 피인수기업의 제품/서비스 대분류를 비교했다. 그 둘이 동일한 경우 동종산업 M&A로 정의했고, 다른 경우 이종산업 M&A로 정의했다. 동종산업 M&A는 대체적으로 인수기업이 기존 사업 규모를 확대하고 성장시키기 위한 목적의 인수로 볼 수 있고, 이종산업 M&A는 인수기업의 가치사슬 강화, 사업포트폴리오 확장, 신성장엔진 발굴 목적이 크다고 볼 수 있다. 자료 구축 과정에서 추가로 식별한 M&A는 더브이씨의 제품/서비스 분류 정보가 없다. 이 경우 연구팀이 각 기업의 사업 내용을 감사보고서, 신문기사 등에서 검색하여, 더브이씨 기준에 맞춘 제품/서비스 분야를 선택하고 동종산업 여부를 판단했다.

셋째, 피인수 스타트업의 M&A 전 최종 투자단계이다. M&A 전 최종 투자단계는 M&A 시점의 피인수 스타트업 성장단계를 가늠하는 데 도움이 된다. 더브이씨는 투자단계를 시드, 프리 A, 시리즈A, 시리즈B 등으로 구분한다. 594건의 M&A 중 257건에 대해 M&A 전 투자 유치 정보를 더브이씨에서 확인할 수 있었다. 나머지 337건은 더브이씨에서 투자단계를 식별하지 못한 경우다. 두 가지 가능성이 있는데 스타트업이 투자를 받지 않고 M&A 되었거나, 투자가 있었으나 더브이씨에 투자 내역이 기록되지 않았을 수 있다. 그러나 일정 규모 이상의 투자를 받는 경우 홍보를 위해 신문 기사를 내거나 더브이씨에 제보하는 경우가 많다. 따라서 더브이씨에 투자 기록이 없다는 것은 피인수 스타트업이 극초기일 가능성이 크다는 것을 의미한다.

¹¹ 본 연구의 '중견기업' 분류는 법적기준을 엄밀하게 적용한 것이 아니다. 예를 들어, 컬러, 직방, 아놀자같이 규모가 큰 '스타트업'이 법적으로는 '중견기업'일 수 있으나 본 연구에서는 '스타트업'으로 분류했다.

③ 스타트업 M&A 시장규모(금액) 추정 방법

본 보고서는 M&A 시장규모를 건수와 금액을 기준으로 나누어 살펴봤다. 이 가운데 금액 기준 M&A 시장규모는 피인수 스타트업들의 기업가치 총합을 의미한다. 주식시장 규모를 산출할 때 상장된 기업의 시가총액을 모두 합하는 것과 같은 맥락이다. 각 M&A 마다 거래되는 지분 규모가 모두 다르며 딜 구조 역시 다양하다. 따라서 일관된 기준으로 전체 M&A 시장규모(금액)를 산출하기 위해 인수기업이 경영권 확보에 지불한 금액을 단순 합산하지 않고, 거래 지분과 금액을 토대로 계산한 피인수 스타트업들의 기업가치(100% 지분의 가치) 금액으로 M&A 시장규모를 계산했다. 예를 들어, A라는 인수자가 B라는 스타트업의 지분 80%를 인수할 때 80억원을 지불했다면 M&A 시장규모(금액)를 산출할 때는 인수기업이 지불한 80억원이 아닌 M&A 대상 스타트업의 기업가치인 100억원(80억원÷0.8)을 사용했다.

스타트업 M&A 시장규모(금액) 산출을 위해 2016년에서 2023년 사이 M&A 594건의 거래 금액과 지분 정보를 수집했다. 더브이씨에서 일부 M&A의 거래 금액과 지분 정보를 제공하지만, 정보의 정확도를 높이기 위해 모든 인수기업의 감사보고서를 열람하여 해당 M&A의 취득 지분과 거래 금액 정보를 별도로 수집했다.¹² 전자공시시스템(DART)에서 확인할 수 없는 것들은 신문기사 검색을 다각도로 하여 M&A 정보의 정확도를 제고했다. 이 과정을 통해 594건의 스타트업 M&A 중 최종적으로 441건의 거래 정보를 확인했고, 이를 바탕으로 스타트업 M&A 시장규모(금액)를 추정했다.

M&A 시장규모(금액)를 계산하는 과정에서 거래 금액 정보가 없어 스타트업의 기업가치를 계산할 수 없는 경우 다음과 같이 추정했다. 거래 금액 정보가 있는 M&A 441건을 바탕으로 피인수 스타트업의 기업가치를 계산했다. 스타트업의 기업가치가 수 천만원부터 수 조원까지 넓게 퍼져있고 한두 개의 대규모 M&A가 전체 평균값을 결정하는 등 기업가치 분포는 좌측으로 편향되어 있다. 따라서 산술 평균보다는 중앙값(median)을 추정 기준으로 삼았다. 즉, 441건을 토대로 M&A 전 최종 투자단계별, 인수기업 유형별로 피인수 스타트업의 기업가치 중앙값을 산출했다. 피인수 스타트업의 M&A 전 최종 투자단계 정보가 있는 경우 이를 토대로 기업가치를 추정했다. 예를 들어, 거래 정보가 있는 441건 중 시리즈A 투자 이후 M&A된 스타트업들의 기업가치 중앙값이 139억원이므로, 거래 정보가 없는 스타트업 중 M&A 직전 투자단계가 시리즈A인 경우 기업가치를 139억원으로 추정했다. M&A 전 최종 투자단계를 확인할 수 없는 경우 인수기업 유형을 기준으로 추정했다. 예를 들어, 인수기업이 대기업인 경우 스타트업 기업가치 중앙값이 155억원이므로, 거래 정보가 없는 스타트업 중 인수기업이 대기업이라면 기업가치를 155억원으로 평가받았다고 추정했다.

¹² 피인수기업이 인수기업의 종속기업으로 편입된 경우 감사보고서에 기록된 취득 지분과 이전대가 정보를 수집했다. 피인수기업이 관계기업 등으로 분류된 경우 취득 지분과 취득 원가 정보를 수집했다.

M&A 시장이 특정 기업 또는 산업분야에 집중되었는지를 측정하기 위해 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman index, HHI)를 계산했다. 개별 기업 또는 산업분야의 시장점유율을 s_i^2 라 할 때 허핀달-허쉬만 지수는 다음과 같이 각 기업 또는 산업분야의 시장점유율 제곱을 모두 더한 값이다.

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

허핀달-허쉬만 지수를 통해 국내 비상장 스타트업 M&A가 특정 기업 또는 산업분야에 얼마만큼 집중되어 있는지 측정할 수 있다. 통상적으로 1,500 미만이면 집중도가 낮고 2,500 초과면 집중도가 높은 것으로 판단한다.

2. 분석 결과

① 국내 스타트업 M&A 거래 특징

연구팀이 식별한 2016년부터 2023년 사이의 스타트업 M&A 594건 중 153건(26%)은 거래 정보가 없다[표 2-1]. 정보가 없는 M&A의 피인수 스타트업 기업가치를 추정하기 위해, 거래 정보를 확보한 441건의 스타트업 M&A를 대상으로 피인수 스타트업 기업가치, 거래 지분, 업력이 다양한 요인에 따라 어떻게 달라지는지 우선 분석했다.

[표 2-1]

국내 비상장 스타트업 M&A 건수 추이

(단위: 건)

항목	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	전체
전체 (연구팀 식별)	31 (100%)	34 (100%)	51 (100%)	56 (100%)	58 (100%)	128 (100%)	150 (100%)	86 (100%)	594 (100%)
거래 정보 확보	15 (48%)	25 (74%)	41 (80%)	43 (77%)	42 (72%)	106 (83%)	111 (74%)	58 (67%)	441 (74%)
거래 정보 미확보	16 (52%)	9 (26%)	10 (20%)	13 (23%)	16 (28%)	22 (27%)	39 (26%)	28 (33%)	153 (26%)

피인수 스타트업의 기업가치는 추세적으로 매년 증가하는 모습이다[표 2-2, 그림2-1]. COVID-19로 기업활동이 위축된 2020년에는 피인수 스타트업 기업가치 중앙값이 62억으로 가장 낮은 수준을 기록했다. 시장에 유동성이 공급된 2021년에는 피인수 스타트업의 기업 가치가 140억원으로 증가했다. 2022년 이후 스타트업 투자가 위축되며 스타트업 M&A 시장 규모도 큰 폭으로 감소했고, 피인수 스타트업 기업가치 중앙값 역시 108억원으로 전년 대비 23% 감소했다. 그러나 2023년에는 기업가치가 131억원으로 다시 상승하는 등 증가 추세다.

피인수 스타트업 기업가치의 중앙값이 증가한다[표 2-2]. 평균값 대비 중앙값 비율을 구했는데, 이 값이 크다는 것은 기업가치가 매우 큰 M&A가 존재하여 분포가 우측으로 길게 뻗어 있음을 의미한다. 카버코리아(2016년), 우아한형제들(2019년), 해브앤비(2019년) 라이온하트 스튜디오(2021년), 하이퍼넥트(2021년) 등의 대규모 M&A¹³가 있었던 연도에는 평균값이 중앙값 대비 매우 높다.

피인수 스타트업의 업력 평균은 추세적으로 매년 증가하고 있다[표 2-2]. 2016년에는 평균적으로 설립 후 4.5년 지났을 때 피인수됐으나, 2023년에는 9.9년으로 늘어났다. 선형회귀분석으로 추세를 그려보면 증가 추세를 알 수 있다 [그림 2-2]. 즉, 갈수록 일정 수준 이상 사업이 진행된 스타트업을 인수하는 추세로 볼 수 있다. 반면, 분석 기간의 스타트업 M&A에서 거래된 지분의 평균은 76%이며 연도별로 큰 차이가 없다[그림 2-3].

[표 2-2]
스타트업 M&A 거래 특징 추이

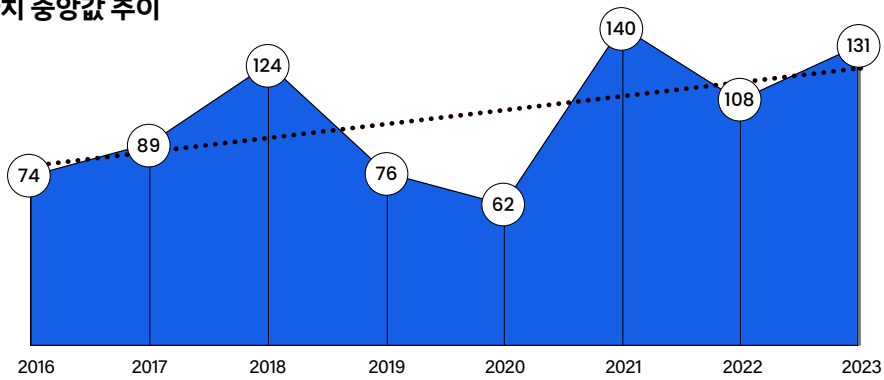
항목	빈도	피인수 스타트업 기업가치			거래 지분 평균(%)	피인수 스타트업 업력 평균(년)
		중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
2016	15	74	680	9.2	77.1	4.5
2017	25	89	242	2.7	71.3	6.2
2018	41	124	366	3.0	78.3	5.7
2019	43	76	1,950	25.8	77.6	6.9
2020	42	62	193	3.1	73.7	6.2
2021	106	140	1,045	7.5	75.7	7.6
2022	111	108	279	2.6	77.3	6.6
2023	58	131	386	2.9	74.5	9.9
전체	441	108	651	6.0	76.0	7.1

¹³ 신문기사 등에 따르면 우아한형제들은 4.8조원, 라이온하트스튜디오는 3.3조원, 해브앤비와 하이퍼넥트는 1.9조원, 카버코리아는 7천억원 규모로 평가받았다.

[그림 2-1]

피인수 스타트업
기업가치 증감값 추이

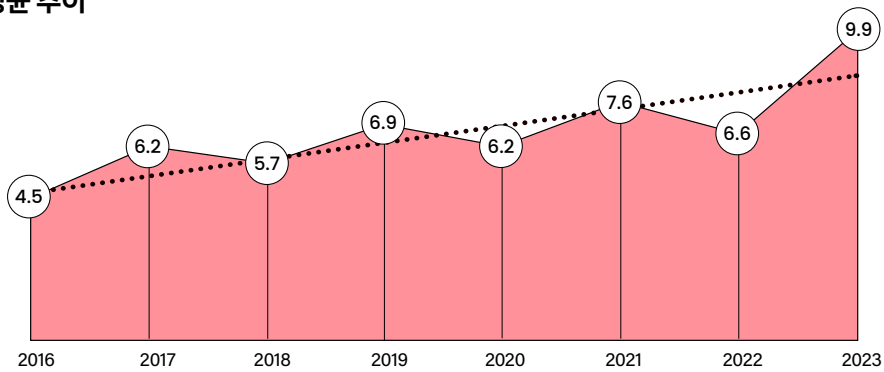
(단위: 억원)



[그림 2-2]

피인수 스타트업
업력 평균 추이

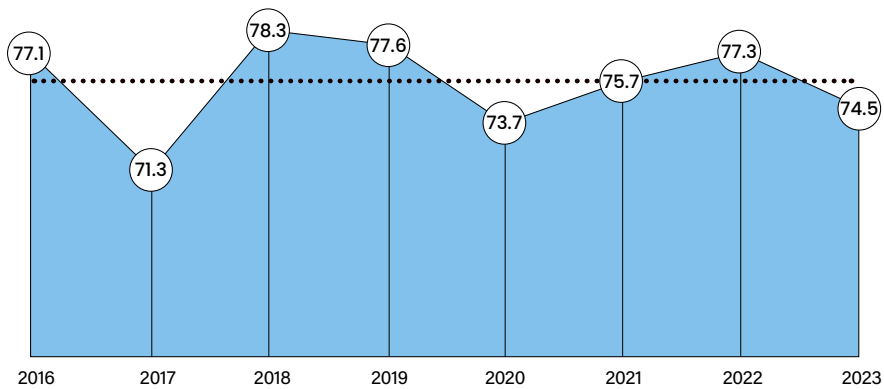
(단위: 년)



[그림 2-3]

스타트업 M&A
거래 지분 평균 추이

(단위: %)



인수기업 규모가 커질수록 피인수 스타트업 기업가치 중앙값이 증가한다[표 2-3]. 인수기업이 스타트업인 경우 44억원으로 가장 낮으며, 중소기업 92억원, 중견기업 111억원, 대기업 155억원 순으로 피인수 스타트업 기업가치 중앙값이 상승한다. 인수기업이 해외기업인 경우 470억원, 투자회사인 경우 1,101억원 수준으로 이들은 비교적 대규모 M&A를 다룬다. 후술하겠지만, 인수기업 유형별로 M&A 전 최종 투자단계가 다르다. 스타트업은 시드 투자를 받은 스타트업을 인수하는 경우가 가장 많지만, 대기업, 해외기업, 투자회사가 인수한 스타트업의 최종 투자단계는 시리즈 B 혹은 그 이후 단계인 경우가 많다[표 2-20]. 실제, 조단위 기업가치 M&A 4건¹⁴ 중 3건은 해외기업이 인수한 것으로 해외기업이 인수한 스타트업 기업가치 평균을 8,747억원으로 끌어올려 중앙값의 18.6배 수준이다. 투자회사는 전반적으로 천억원대 M&A를 주로 다루며 인수한 스타트업 업력 평균 역시 12.4년으로 가장 길다.

[표 2-3]

인수기업 유형별 스타트업 M&A 거래 특징 (2016년-2023년)

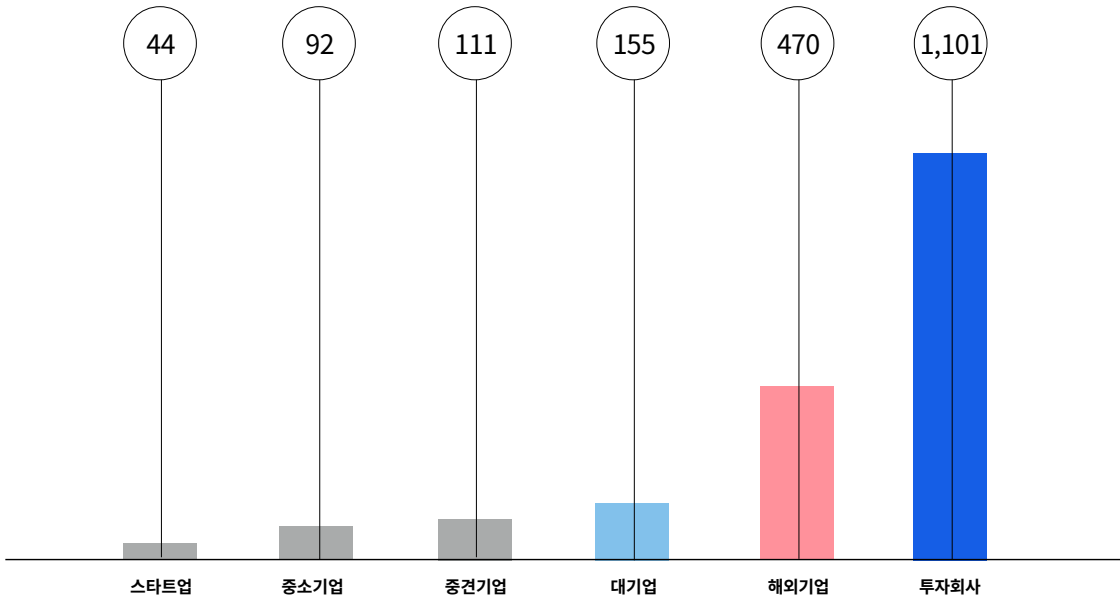
항목	빈도	피인수 스타트업 기업가치			거래 자본 평균(%)	피인수 스타트업 업력 평균(년)
		중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
대기업	126	155	736	4.8	76.1	6.0
중견기업	61	111	261	2.4	69.2	7.7
중소기업	102	92	180	2.0	69.3	7.4
스타트업	114	44	138	3.2	87.0	6.5
해외기업	11	470	8,747	18.6	88.0	7.5
투자회사	27	1,101	1,788	1.6	66.2	12.4
전체	441	108	651	6.0	76.0	7.1

¹⁴ 우아한형제들(4.8조), 라이온하트스튜디오(3.3조), 해브앤비(1.9조), 하이퍼넥트(1.9조) M&A를 의미한다.

[그림 2-4]

인수기업 유형별
스타트업 M&A 거래 특징 (2016년-2023년)

(단위: 억원)



2016년부터 2023년 사이의 스타트업 M&A 594건 중 257건은 더브이씨에서 M&A 전 투자 유치 내역을 식별할 수 있었고 이 중 M&A 거래 정보를 확보한 197건에 대해 분석했다.¹⁵ M&A 전 최종 투자단계가 상승할수록 피인수 스타트업 기업가치 중앙값 역시 가파르게 증가함을 알 수 있었다[표 2-4]. 시드 투자유치 후 인수된 스타트업의 기업가치는 중앙값이 56억 원이나 프리A 75억 원, 시리즈A 139억 원, 시리즈B 435억 원 등 기하급수적으로 늘어난다. 최종 투자단계에 따라 피인수 스타트업 업력 평균이 늘어나나, 거래 지분 평균에는 뚜렷한 차이가 없는 것으로 보인다.

투자유치 미확인 244건의 기업가치 중앙값은 77억 원으로 프리A 이후 인수된 스타트업과 비슷한 수준이다[표 2-4]. 투자유치 미확인은 더브이씨가 투자 이력 정보를 확보하지 못한 경우를 일부 포함하지만, 상당수는 제대로 된 시드 투자 유치 전, 극초기 단계에 인수된 경우다. 즉, 전체 스타트업 M&A의 약 절반이 시드 단계 등 극초기에 인수되었음을 의미한다. 극초기 스타트업이 후기 스타트업보다 월등히 많은 것도 있지만, 스타트업 투자 라운드 수가 늘어나고 투자자가 많아질수록 이해관계가 복잡해지므로 M&A 협상이 어려울 수 있음을 시사한다.

¹⁵ M&A 전 투자 유치 내역 정보가 없는 337건 중 244건만 M&A 거래 정보를 확보했다.

[표 2-4]

최종 투자단계별
스타트업 M&A 거래 특징 (2016년-2023년)

항목	빈도	피인수 스타트업 기업가치			거래 지분 평균(%)	피인수 스타트업 업력 평균(년)
		중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
시드	42	56	891	16.0	71.7	4.7
프리A	26	75	107	1.4	85.9	5.6
시리즈A	63	139	679	4.9	73.3	7.0
시리즈B	44	435	1,138	2.6	73.6	6.9
시리즈C	18	1,206	1,813	1.5	57.3	8.5
시리즈D ¹⁶	2	1,517	1,517	1.0	80.6	10.5
시리즈E ¹⁷	2	24,600	24,600	1.0	83.4	9.0
투자유치 미확인	244	77	2,864	3.7	78.1	7.6
전체	441	108	651	6.0	76.0	7.1

인수기업과 피인수 스타트업 간 산업관련성¹⁸에 따른 기업가치 중앙값, 거래 지분 평균, 업력 평균은 큰 차이가 없다[표 2-5]. 다만 동종산업의 스타트업을 인수하는 경우 소수의 대규모 M&A가 있어 기업가치 평균이 중앙값보다 8.3배나 크다. 앞서 언급한 조단위 기업가치 M&A 4건¹⁹ 모두 동종산업 M&A에 해당한다.

[표 2-5]

동종/이종산업
스타트업 M&A 거래 특징 (2016년-2023년)

항목	빈도	피인수 스타트업 기업가치			거래 지분 평균(%)	피인수 스타트업 업력 평균(년)
		중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
동종산업	223	100	832	8.3	78.3	6.8
이종산업	190	101	281	2.8	74.7	6.7
투자회사	27	1,101	1,788	1.6	66.2	12.4
전체	441	108	651	6.0	76.0	7.1

¹⁶ 스타일쉐어, 마이뮤직테이스트 M&A가 해당한다.

¹⁷ 우아한형제들과 부릉 M&A가 해당한다. 우아한형제들은 4.8조원 가치로 인수됐다. 부릉(舊 메슈코리아)은 에이치와이가 800억원에 66.7% 지분 인수했으므로 기업가치가 1,200억원 수준이다.

¹⁸ 인수기업이 투자회사인 경우 전략적 인수가 아니므로 산업관련성 분석에서 제외했다.

¹⁹ 우아한형제들, 라이온하트스튜디오, 해브앤비, 하이퍼캐넷 M&A를 의미한다.

② 스타트업 M&A 전체 시장 규모

2016년에서 2023년 사이 발생한 국내 비상장 스타트업 M&A 594건 중 거래 정보를 확보한 441건(74%)을 바탕으로 나머지 153건(26%)의 피인수 스타트업 기업가치를 추정했다.²⁰ 첫째, M&A 전 최종 투자단계 정보가 있는 경우 이를 우선 활용했다. 기업가치 결정에 가장 큰 영향을 미치는 요인이 스타트업의 성장단계이기 때문이다. 둘째, M&A 전 최종 투자단계를 확인할 수 없는 경우 인수기업 유형을 기준으로 추정했다.

그 결과 2016년부터 2023년까지의 스타트업 M&A 시장규모(금액)²¹ 합계는 30조 1,397억 원에 달하는 것으로 추정한다[표 2-6]. 거래 정보가 있는 M&A 441건의 스타트업 기업가치 총합이 28조 7,287억 원으로 추정 시장규모(금액)의 95% 수준이다. 이는 정보가 공개된 대규모 M&A가 전체 시장에서 차지하는 비중이 크기 때문에 본 보고서의 분석이 전반적인 시장 추이를 반영한다고 볼 수 있다. 실제 연도별 거래 규모 상위 2개 M&A가 차지하는 비중은 추정 시장 규모의 50% 수준인 15조 906억 원이다.

스타트업 M&A 시장규모는 2023년 86건, 2조5천억원 수준으로 2022년 대비 각각 43%, 24% 감소했다[표 2-6]. 이는 2022년 이후 양적완화 축소에 의한 단기적 감소로 장기적으로는 2016년 이후 증가 추세이다[그림 2-5, 그림 2-6]. M&A 시장규모(금액)는 양적완화가 최고조였던 2021년 11조원 수준이었으나 이듬해 3.3조원으로 70% 감소했다. 그러나 2023년의 건수와 금액은 2021년 이전보다 늘어나는 등 장기적으로는 국내 스타트업 M&A 시장은 성장하고 있다.

최근 들어 스타트업 M&A 시장은 소수의 대형 딜에 집중된 구조에서 벗어나고 있다. 전체 시장에서 상위 2개 M&A가 차지하는 비중이 2016년 67%, 2019년 79%까지 증가했으나 차츰 완화되어 2023년에는 21%까지 감소했다[표 2-6]. M&A 시장이 특정 인수기업에 얼마나 집중되어 있는가를 분석하기 위해 인수기업 관점에서 허핀달-허쉬만 지수(HHI)를 계산했다. 분석 결과, 상위 2개 딜의 비중이 67%인 2016년과 79%인 2019년에는 HHI가 3000대를 기록했으나 최근에는 특정 M&A 딜이 차지하는 비중이 줄어들어 HHI가 500미만 수준이다[표 2-6]. M&A가 가장 많았던 2021년에는 라이온하트스튜디오, 하이퍼넥트 등 기업가치가 수 조원대인 대형 M&A가 있었음에도 HHI가 1,500보다 작다. 수 천억원 규모 M&A 거래가 많았기 때문이다. 전반적으로는 2016년 이후 HHI가 감소 추세이다[그림 2-7].

²⁰ 기업가치 추정에는 각 요인별 기업가치 중앙값을 활용했다. 기업가치 분포가 좌측편향되어 있으므로 평균값을 사용하는 것은 적절하지 않다.

²¹ M&A 시장 금액은 피인수 스타트업들의 기업가치 총합을 의미한다.

[표 2-6]
스타트업 M&A
시장규모 추이

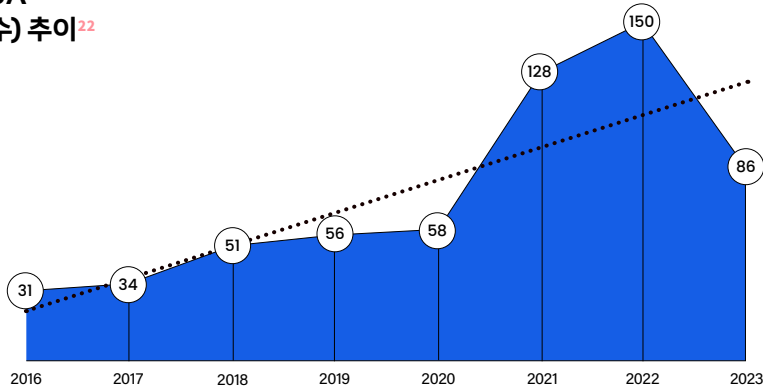
(단위: 건, 억원)

항목	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	전체
건수	31 (100%)	34 (100%)	51 (100%)	56 (100%)	58 (100%)	128 (100%)	150 (100%)	86 (100%)	594 (100%)
건수 (거래 정보 확보)	15 (48%)	25 (74%)	41 (80%)	43 (77%)	42 (72%)	106 (83%)	111 (74%)	58 (67%)	441 (74%)
금액 (결측치 추정)	12,250 (100%)	6,889 (100%)	15,520 (100%)	85,668 (100%)	9,726 (100%)	112,517 (100%)	33,342 (100%)	25,484 (100%)	301,397 (100%)
금액 (결측치 제거)	10,200 (83%)	6,062 (88%)	15,025 (97%)	83,842 (98%)	8,094 (83%)	110,750 (98%)	30,929 (93%)	22,386 (88%)	287,287 (95%)
상위 2개 금액	8,179 (67%)	2,577 (37%)	8,696 (56%)	67,490 (79%)	2,636 (27%)	52,020 (46%)	3,840 (12%)	5,467 (21%)	150,906 (50%)
HHI(인수기업)	3,546	1,056	1,917	3,727	713	1,338	365	493	524

[그림 2-5]

스타트업 M&A
시장규모(건수) 추이²²

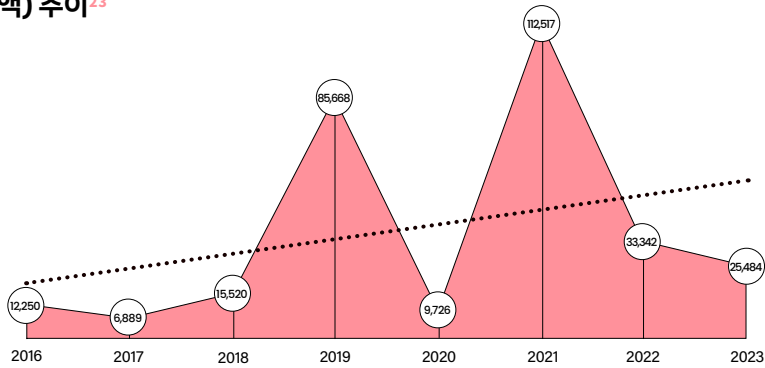
(단위: 건)



[그림 2-6]

스타트업 M&A
시장규모(금액) 추이²³

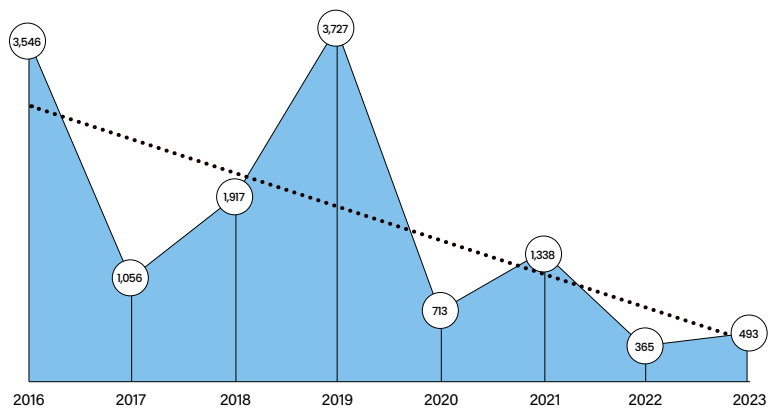
(단위: 억원)



[그림 2-7]

스타트업 M&A 시장
HHI(인수기업) 추이²⁴

(단위: 억원)



²² 점선은 추세선으로 스타트업 M&A 건수의 연도에 대한 단순선형회귀분석 결과이다.

²³ 점선은 추세선으로 스타트업 M&A 규모의 연도에 대한 단순선형회귀분석 결과이다.

²⁴ 점선은 추세선으로 스타트업 M&A 시장 HHI의 연도에 대한 단순선형회귀분석 결과이다.

③ 산업별 스타트업 M&A 시장

2016년에서 2023년 사이 있었던 M&A 594건 중 건수가 가장 많은 상위 20개 피인수 스타트업 산업분야의 거래 특징을 살펴봤다[표 2-7]. M&A가 많은 스타트업 산업분야는 콘텐츠(65건), 음식/외식(42건), 엔터프라이즈(41건), 게임(36건), 바이오/의료(36건) 등으로 나타났다. 20개 분야 중 기업가치 중앙값이 가장 높은 분야는 뷰티(400억원), 패션(267억원), 헬스케어(240억원), 바이오/의료(221억원), 음식/외식(209억원), 콘텐츠(190억원) 분야로 이들 분야 스타트업 M&A의 공통적인 특징은 가치가 확실한 자산을 갖고 있다는 점이다. 예를 들어, 특허나 저작권 같은 지식재산권, 브랜드, 영업권, 가입자 수, 생산설비 등이 해당한다. 대규모 M&A가 있는 산업분야는 중앙값 대비 평균값이 현저히 높다. 조단위 M&A인 우아한형제들(음식/외식), 라이온하트스튜디오(게임), 하이퍼커넥트(생활²⁵)가 속한 분야는 모두 평균값이 중앙값의 12.4배, 12.5배, 22.0배 수준이다.

[표 2-7] 피인수 스타트업 산업분야별 M&A 거래 특징²⁶ (2016년-2023년)

순위	분야	건수	비율	피인수 스타트업 기업가치			거래 지분 평균(%)	업력 평균(년)
				중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
1	콘텐츠	65	11%	190	485	2.6	78.1	5.9
2	음식/외식	42	7%	209	2,590	12.4	78.8	6.7
3	엔터프라이즈	41	7%	111	128	1.2	71.2	7.7
4	게임	36	6%	100	1,243	12.5	69.9	4.0
4	바이오/의료	36	6%	221	440	2.0	64.4	9.4
6	자동차	31	5%	80	325	4.1	80.9	8.3
7	뷰티	30	5%	400	2,105	5.3	67.1	8.3
8	광고마케팅	29	5%	133	226	1.7	85.0	8.2
9	교육	27	5%	93	195	2.1	77.5	6.9
9	패션	27	5%	267	1,105	4.1	75.2	7.3
11	금융	26	4%	89	176	2.0	83.7	5.8
12	여행	22	4%	56	443	7.9	70.6	7.9
13	쇼핑	20	3%	50	463	9.3	72.8	5.5

²⁵ 지리정보, 통신 메신저, 소셜, 데이팅앱 등의 일상생활 관련 제품/서비스를 의미한다.

²⁶ 기업가치, 거래 지분 평균, 업력 평균은 거래 정보가 있는 M&A 441건을 바탕으로 산출했다.

14	생활	17	3%	70	1,550	22.0	78.4	6.4
15	엔터 테인먼트	15	3%	139	149	1.1	70.5	5.4
16	물류/유통	14	2%	48	155	3.2	87.5	7.0
17	환경/에너지	13	2%	102	301	2.9	60.4	13.6
18	부동산	12	2%	151	148	1.0	99.1	6.9
18	헬스케어	12	2%	240	325	1.4	83.0	8.5
20	홈/리빙	10	2%	28	80	2.9	89.8	6.3
	기타	69	12%					
	합계	594	100%					

다음은 건수가 가장 많은 상위 20개 인수기업 산업분야별 특징을 비교했다[표 2-8]. M&A 건수가 가장 많은 인수기업의 산업분야는 금융²⁷이다. 피인수 스타트업 기업가치 중앙값 역시 462억원으로 가장 높다. 사모투자회사나 투자은행이 수 천억원 수준의 대규모 M&A를 주로 다루기 때문이다. 업력 평균도 10.2년으로 가장 길다. 그 뒤로 콘텐츠(50건), 엔터프라이즈(47건), 게임(45건), 자동차(35건) 등에 속한 기업들이 스타트업 M&A를 많이 한 것으로 나타났다.

조단위 규모 M&A가 있었던 분야는 평균값이 중앙값보다 매우 높다. 예를 들어, 우아한형제들을 인수한 딜리버리히어로는 음식/외식 분야(평균값/중앙값=25.3), 해브앤비를 인수한 에스티로더는 뷰티 분야(평균값/중앙값=15.0), 하이퍼커넥트를 인수한 미국의 매치그룹은 생활 분야(평균값/중앙값=20.7)에 속한다. 이들 대규모 M&A는 모두 해외기업의 동종산업 M&A이다.

²⁷ 금융 분야는 사모투자회사, 투자은행, 벤처캐피탈회사 같은 투자회사뿐만 아니라 카카오페이처럼 송금/결제 사업을 하는 곳을 일부 포함한다.

[표 2-8]

인수기업 산업분야별
M&A 거래 특징²⁸ (2016년-2023년)

순위	분야	건수	비율	피인수 스타트업 기업가치			거래 지분 평균(%)	입력 평균 (년)
				중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
1	금융	53	9%	462	1,164	2.5	72.6	10.2
2	콘텐츠	50	8%	160	484	3.0	78.9	6.1
3	엔터프라이즈	47	8%	76	136	1.8	72.5	9.1
4	게임	45	8%	101	996	9.9	73.5	4.3
5	자동차	35	6%	75	254	3.4	88.0	6.2
6	바이오/의료	32	5%	123	207	1.7	73.1	8.2
7	광고마케팅	31	5%	79	162	2.0	74.5	5.7
7	쇼핑	31	5%	88	460	5.2	75.1	7.0
9	음식/외식	30	5%	112	2,830	25.3	88.3	6.4
10	뷰티	28	5%	92	1,377	15.0	66.1	6.8
11	교육	24	4%	30	224	7.6	81.0	7.3
12	패션	22	4%	78	243	3.1	83.1	7.1
13	여행	21	4%	113	352	3.1	69.6	8.6
14	생활	19	3%	93	1,925	20.7	79.5	5.4
15	엔터테인먼트	13	2%	110	358	3.3	68.1	5.1
16	반도체/ 디스플레이	12	2%	312	419	1.3	56.6	9.5
17	부동산	11	2%	132	332	2.5	92.2	5.8
17	헬스케어	11	2%	87	131	1.5	73.0	7.5
19	홈/리빙	9	2%	104	101	1.0	90.0	4.3
20	보안	8	1%	78	152	2.0	68.6	11.3
	기타	62	10%					
	합계	594	100%					

²⁸ 기업가치, 거래 지분 평균, 입력 평균은 거래 정보가 있는 M&A 441건을 바탕으로 산출했다.

동종산업 M&A가 많은 스타트업 산업분야와 거래 특징을 분석했다[표 2-9]. 가장 많은 건수의 동종산업 M&A를 기록한 곳은 콘텐츠(35건) 분야로 나타났고, 게임(31건), 바이오/의료(25건), 엔터프라이즈(23건), 음식/외식(22건) 등도 상위권을 차지했다.

가장 많은 건수의 이종산업 M&A를 기록한 분야 역시 콘텐츠(27건)로 나타났다[표 2-10]. 엔터프라이즈(18건), 음식/외식(17건), 광고마케팅(14건), 금융(14건) 등이 뒤를 이었다. 콘텐츠, 엔터프라이즈, 음식/외식, 바이오/의료, 광고마케팅 분야는 양쪽 모두에서 상위권을 차지한다. 콘텐츠와 음식/외식 분야는 전반적으로 동종산업 M&A의 거래 규모가 더 크고 대형 거래도 있으나, 엔터프라이즈와 광고마케팅은 이종산업 M&A의 거래 규모가 더 크다. 게임, 자동차, 교육, 뷰티, 패션 분야는 동종산업 M&A가 많고, 금융, 패션, 생활, 쇼핑, 엔터테인먼트, 물류/유통은 이종산업 M&A 빈도가 더 높다.

[표 2-9]
피인수 스타트업 산업분야별 동종산업 M&A 거래 특징²⁹ (2016년-2023년)

순위	분야	건수	비율	피인수 스타트업 기업가치			거래 지분 평균 (%)	입력 평균 (년)
				중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
1	콘텐츠	35	11%	200	621	3.1	80.5	5.9
2	게임	31	10%	101	1,456	14.4	70.8	4.3
3	바이오/의료	25	8%	193	246	1.3	73.6	8.6
4	엔터프라이즈	23	7%	110	109	1.0	76.0	8.8
5	음식/외식	22	7%	209	4,807	23.0	86.4	6.8
5	자동차	22	7%	76	363	4.8	85.9	6.5
7	교육	18	6%	52	227	4.4	79.2	7.1
8	뷰티	15	5%	188	2,321	12.4	67.2	6.7
9	광고마케팅	14	4%	90	104	1.2	86.3	7.9
9	패션	14	4%	117	566	4.8	85.3	5.9
	기타	93	30%					
	합계	312	100%					

²⁹ 기업가치, 거래 지분 평균, 입력 평균은 거래 정보가 있는 M&A 441건을 바탕으로 산출했다.

[표 2-10]

**피인수 스타트업 산업분야별
이종산업 M&A 거래 특징³⁰ (2016년-2023년)**

순위	분야	건수	비율	피인수 스타트업 기업가치			거래 지분 평균 (%)	업력 평균 (년)
				중앙값(억원)	평균값(억원)	평균/중앙		
1	콘텐츠	27	11%	96	294	3.1	72.8	6.1
2	엔터프라이즈	18	7%	138	148	1.1	70.5	6.9
3	음식/외식	17	7%	138	355	2.6	78.6	6.3
4	광고마케팅	14	6%	240	260	1.1	81.8	6.2
4	금융	14	6%	35	207	5.9	86.4	5.5
6	패션	11	4%	340	1,350	4.0	70.6	8.4
6	생활	11	4%	70	75	1.1	71.2	7.2
8	바이오/의료	10	4%	149	167	1.1	56.9	9.4
8	쇼핑	10	4%	30	638	21.3	77.7	4.0
8	엔터테인먼트	10	4%	139	170	1.2	67.9	4.7
8	물류/유통	10	4%	135	198	1.5	83.4	6.0
	기타	100	40%					
	합계	252	100%					

다음으로 금액을 기준으로 시장규모가 큰 산업 분야는 무엇인지 분석했다. 2016년에서 2023년 사이, 스타트업 M&A 시장규모(금액)가 가장 큰 산업은 음식/외식(6.6조, 22%) 분야로 나타났다[표 2-11]. 뷰티(5조, 17%), 게임(3.9조, 13%), 콘텐츠(2.5조, 8%), 생활(2조, 7%) 분야가 뒤를 이었다. 게임과 생활 분야는 라이온하트스튜디오(게임)와 하이퍼넥트(생활) M&A가 있었던 2021년을 제외하고 금액 측면에서 큰 비중을 차지하지 않는다. 음식/외식 분야는 2019년 우아한형제들 M&A가 큰 비중을 차지하나 그래도 매년 상위권을 꾸준히 유지했다. 비슷하게 뷰티, 콘텐츠 분야 역시 매년 상위권을 기록한 분야다.

최근 들어, 스타트업 M&A가 다양한 산업분야로 확산하고 있다. 피인수 스타트업 산업 수준에서 HBI를 계산한 결과 2016년, 2019년에 가장 높고 이후 점차 완화되는 모습이다[그림 2-9].

30 기업가치, 거래 지분 평균, 업력 평균은 거래 정보가 있는 M&A 441건을 바탕으로 산출했다.

[그림 2-8]

M&A 시장 규모가 큰 스타트업 산업분야 (금액기준)

(단위: %, 억원)



1위 22%
음식/외식
66,095



2위 17%
뷰티
50,302



3위 13%
게임
38,908



3위 8%
콘텐츠
24,748



5위 7%
생활
20,386

[표 2-11]

피인수 스타트업 산업분야별
스타트업 M&A 시장규모(금액) 추이

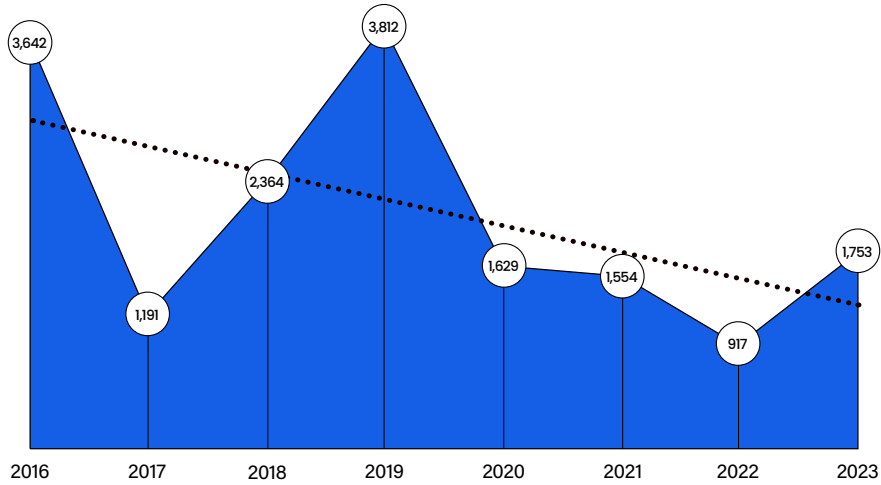
(단위: 억원)

항목	전체	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1위	음식/외식	뷰티	블록체인	패션	음식/외식	콘텐츠	게임	음식/외식	뷰티
	66,095 (22%)	7,129 (58%)	1,401 (20%)	6,583 (42%)	48,019 (56%)	3,384 (35%)	35,154 (31%)	5,176 (16%)	8,911 (35%)
2위	뷰티	금융	게임	뷰티	뷰티	뷰티	생활	자동차	음식/외식
	50,302 (17%)	1,115 (9%)	1,193 (17%)	3,292 (21%)	20,841 (24%)	1,151 (12%)	19,400 (17%)	5,084 (15%)	3,824 (15%)
3위	게임	콘텐츠	엔터 프라이즈	콘텐츠	바이오/ 의료	반도체/ 디스플레이	콘텐츠	콘텐츠	바이오/ 의료
	38,908 (13%)	1,026 (8%)	1,027 (15%)	775 (5%)	6,006 (7%)	1,000 (10%)	12,112 (11%)	4,538 (14%)	2,771 (10%)
4위	콘텐츠	음식/외식	모임/행사	광고마케팅	여행	패션	패션	뷰티	콘텐츠
	24,748 (8%)	839 (7%)	733 (11%)	768 (5%)	3,602 (4%)	679 (7%)	7,940 (7%)	2,673 (8%)	2,571 (10%)
5위	생활	교육	스포츠	게임	제조/ 3D프린터	음식/외식	음식/외식	패션	금융
	20,386 (7%)	583 (5%)	471 (7%)	669 (4%)	2,340 (3%)	663 (7%)	7,206 (6%)	2,567 (8%)	1,210 (5%)
Top 5 소계	200,438 (67%)	10,692 (87%)	4,825 (70%)	12,086 (78%)	80,808 (94%)	6,876 (71%)	81,813 (73%)	20,039 (60%)	19,288 (76%)
기타	100,959 (34%)	1,559 (13%)	2,064 (30%)	3,434 (22%)	4,860 (36%)	2,850 (30%)	30,704 (27%)	13,303 (40%)	6,196 (26%)
합계	301,397 (100%)	12,250 (100%)	6,889 (100%)	15,520 (100%)	85,668 (100%)	9,726 (100%)	112,517 (100%)	33,342 (100%)	25,484 (100%)
HHI (산업)	1,126	3,642	1,191	2,364	3,812	1,629	1,554	917	1,753

[그림 2-9]

스타트업 M&A 시장 산업수준
 피인수 스타트업 산업분야 추이³¹

(단위: 억원)



인수기업 유형 및 산업관련성에 따라 2016년에서 2023년사이 피인수된 스타트업 산업 분야별 M&A 시장규모(금액)에 차이가 있는지 살펴봤다[표 2-12]. 대기업은 게임 분야(40%) 비중이 컸다. 해외기업 스타트업 M&A의 50%는 음식/외식 분야가. 투자회사의 41%는 뷰티 분야가 차지한다. 상위 5개 산업 분야 집중도는 대기업이 79%, 해외기업이 98%, 투자회사가 85% 수준이다. 반면 중견기업, 중소기업, 스타트업은 상위 5개 분야 집중도가 각각 58%, 52%, 52% 수준으로 상대적으로 낮다. HHI 역시 중견기업, 중소기업, 스타트업은 1,000 미만이다. 다시 말해, 대기업, 해외기업, 투자회사에 비해 중견기업, 중소기업, 스타트업이 더 다양한 산업분야의 스타트업을 인수하고 있다고 볼 수 있다.

동종산업 M&A의 경우 이종산업 M&A보다 피인수 스타트업 산업 분야가 특정 분야에 좀 더 집중되어 있다[표 2-12]. 동종산업 M&A는 음식/외식(28%), 게임(20%), 뷰티(15%), 생활(10%), 콘텐츠(9%) 순이며 상위 5개 분야가 82%를 차지한다. 이종산업 M&A는 패션(19%), 콘텐츠(10%), 쇼핑(8%), 음식/외식(7%), 광고마케팅(5%) 순이며 상위 5개 분야가 49%를 차지한다. HHI도 동종산업 M&A가 1,602로 이종산업 M&A HHI의 두 배를 넘어선다. 이는 동종산업 M&A에 비해 이종산업 M&A가 더 다양한 스타트업 산업분야에서 이루어지고 있음을 나타낸다.

31 점선은 추세선으로 스타트업 M&A 시장 HHI의 연도에 대한 단순선형회귀분석 결과이다.

[표 2-12]

피인수 스타트업 산업분야별
스타트업 M&A 시장규모(금액기준) (2016년-2023년)

(단위: 억원)

항목	인수기업 유형				산업관련성			
	대기업	중견기업	중소기업	스타트업	해외기업	투자회사	동종산업	이종산업
1위	게임	콘텐츠	음식/외식	패션	음식/외식	뷰티	음식/외식	패션
	36,958 (40%)	2,557 (15%)	2,927 (14%)	3,508 (15%)	48,679 (50%)	20,467 (41%)	53,900 (28%)	10,977 (19%)
2위	콘텐츠	교육	콘텐츠	음식/외식	뷰티	음식/외식	게임	콘텐츠
	17,121 (18%)	2,454 (15%)	2,363 (11%)	3,147 (14%)	19,490 (20%)	7,960 (16%)	38,233 (20%)	5,896 (10%)
3위	뷰티	바이오/의료	바이오/의료	방송/통신	생활	바이오/의료	뷰티	쇼핑
	8,116 (9%)	2,020 (12%)	2,357 (11%)	2,004 (9%)	19,330 (20%)	5,729 (12%)	28,012 (15%)	4,689 (8%)
4위	자동차	음식/외식	금융	여행	패션	여행	생활	음식/외식
	6,821 (7%)	1,448 (9%)	1,609 (8%)	1,761 (8%)	6,000 (6%)	4,205 (8%)	19,589 (10%)	4,236 (7%)
5위	쇼핑	여행	엔터프라이즈	엔터프라이즈	제조/3D프린터	패션	콘텐츠	광고마케팅
	4,929 (5%)	1,308 (8%)	1,483 (7%)	1,571 (7%)	2,340 (2%)	3,487 (7%)	17,626 (9%)	2,875 (5%)
Top 5 소계	73,944 (79%)	9,787 (58%)	10,739 (52%)	11,991 (52%)	95,839 (98%)	41,847 (85%)	35,492 (18%)	30,396 (51%)
기타	19,500 (21%)	6,947 (42%)	9,910 (48%)	11,023 (48%)	2,241 (2.3%)	7,629 (15%)	35,492 (18%)	30,396 (51%)
합계	93,444 (100%)	16,734 (100%)	20,649 (100%)	23,015 (100%)	98,080 (100%)	49,476 (100%)	192,852 (100%)	59,069 (100%)
HHI (산업)	2,096	887	726	755	3,291	2,265	1,602	732

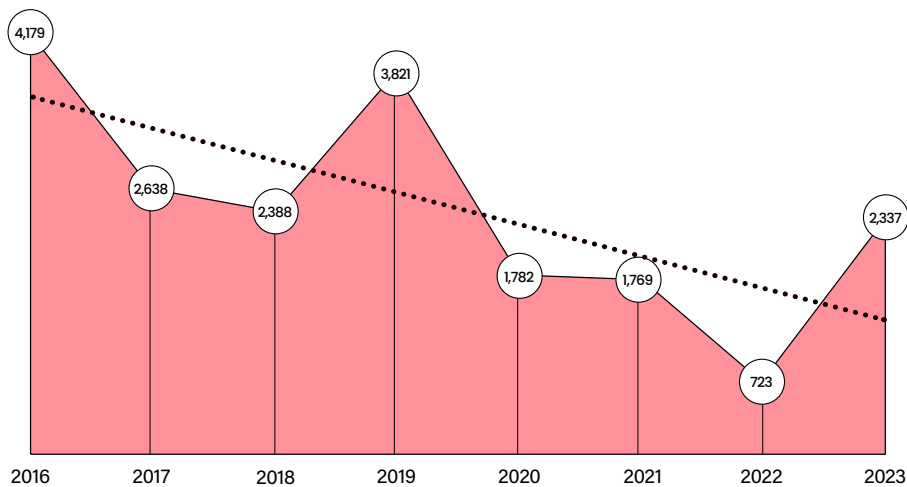
2016년에서 2023년 사이, 스타트업 M&A에 가장 적극적인 인수기업들이 속한 산업은 음식/외식(1위), 금융(2위), 게임(3위), 뷰티(4위), 생활(5위) 분야로 나타났다[표 2-13]. 그러나 연도별로는 그 양상이 조금 다르다. 금융, 음식/외식, 뷰티 분야는 상위권을 꾸준히 유지하는 등 스타트업 M&A에 적극적이다. 금융 분야에 속한 사모투자회사, 투자은행 등의 스타트업 M&A가 적지 않은 비중을 차지한다. 생활 분야는 2023년 한 해에만, 게임 분야는 2017, 2018, 2021년에만 상위권을 기록했다. 생활과 게임 분야 기업들은 금액적으로 소규모 M&A가 많고 단발성으로 큰 규모 M&A가 있었기 때문에 짐작한다.

최근 들어 다양한 산업분야의 기업이 스타트업 M&A에 참여하는 것으로 나타난다. 인수기업 산업 수준에서 HHI를 계산한 결과 2016년, 2019년에 가장 높고 점차 감소하는 추세이다 [그림 2-10].

[그림 2-10]

**스타트업 M&A 시장
산업수준 HHI(인수기업 산업분야) 추이³²**

(단위: 억원)



32 점선은 추세선으로 스타트업 M&A 시장 HHI의 연도에 대한 단순선형회귀분석 결과이다.

[그림 2-11]

M&A 시장 규모가 큰 인수기업 산업분야 (금액기준)

(단위: %, 억원)



1위 18%
음식/외식
54,811



2위 18%
금융
52,848



3위 14%
게임
41,988



4위 12%
뷰티
13,956



5위 8%
생활
25,505

[표 2-13]

인수기업 산업분야별
스타트업 M&A 시장규모(금액) 추이

(단위: 억원)

항목	전체	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1위	음식/외식	금융	게임	뷰티	음식/외식	콘텐츠	게임	자동차	금융
	54,811 (18%)	7,676 (63%)	3,158 (46%)	6,301 (41%)	48,000 (56%)	3,569 (37%)	35,225 (31%)	4,768 (14%)	11,616 (45%)
2위	금융	반도체/ 디스플레이	금융	금융	뷰티	금융	생활	음식/외식	바이오/ 의료
	52,848 (17%)	1,559 (9%)	1,270 (18%)	3,935 (25%)	19,777 (23%)	1,192 (12%)	23,447 (21%)	3,837 (12%)	2,657 (10%)
3위	게임	음식/외식	광고마케팅	쇼핑	금융	뷰티	금융	금융	엔터 테인먼트
	41,988 (14%)	796 (6%)	812 (12%)	720 (5%)	10,015 (12%)	1,121 (12%)	14,407 (13%)	2,737 (8%)	1,822 (7%)
4위	뷰티	콘텐츠	보안	게임	제조/ 3D프린터	쇼핑	콘텐츠	뷰티	음식/외식
	35,956 (12%)	470 (4%)	330 (5%)	669 (4%)	2,340 (3%)	693 (7%)	12,121 (11%)	2,473 (7%)	1,212 (5%)
5위	생활	엔터 테인먼트	음식/외식	자동차	반도체/ 디스플레이	바이오/ 의료	쇼핑	교육	엔터 프라이즈
	25,505 (8%)	435 (4%)	209 (3%)	633 (4%)	1,456 (2%)	433 (4%)	6,435 (6%)	2,145 (6%)	1,140 (4%)
Top 5 소계	211,107 (70%)	10,936 (89%)	5,779 (84%)	12,257 (79%)	81,588 (95%)	7,007 (72%)	91,635 (81%)	15,960 (48%)	18,446 (72%)
기타	90,290 (30%)	1,314 (11%)	1,110 (16%)	3,264 (21%)	4,080 (5%)	2,719 (28%)	20,882 (19%)	17,383 (52%)	7,037 (28%)
합계	301,397 (100%)	12,250 (100%)	6,889 (100%)	15,520 (100%)	85,668 (100%)	9,726 (100%)	112,517 (100%)	33,342 (100%)	25,484 (100%)
HHI (산업)	1,129	4,179	2,638	2,389	3,821	1,782	1,769	723	2,337

인수기업 유형 및 산업관련성에 따라 2016년에서 2023년사이 있었던 스타트업 M&A의 인수기업 산업분야를 살펴봤다[표 2-14]. 금액적으로 스타트업 M&A 비중이 가장 큰 대기업의 산업분야는 게임(43%)이며 상위 5개 산업분야 비중이 82%에 달한다. 해외기업도 유사한데, 음식/외식 분야가 전체 해외기업 스타트업 M&A의 50%, 상위 5개 분야가 98%를 차지한다. 반면 중견기업, 중소기업, 스타트업은 상위 5개 산업분야 집중도가 각각 56%, 45%, 60% 수준으로 상대적으로 낮다. 실제 HHI 역시 중견기업, 중소기업, 스타트업은 모두 1,000 미만이다. 이는 대기업, 해외기업에 비해 중견기업, 중소기업, 스타트업에서 보다 다양한 산업분야의 기업들이 스타트업 M&A에 참여하고 있음을 나타낸다.

이종산업 M&A의 경우 동종산업 M&A보다 인수기업 산업이 다양한 것을 확인할 수 있다[표 2-21]. 상위 5개 분야 집중도 역시 동종산업 M&A는 82%지만, 이종산업 M&A는 49%로 낮고, HHI 역시 이종산업 M&A가 718로 동종산업 M&A의 절반에 미치지 못한다. 이는 동종산업 M&A에 비해 이종산업 M&A가 더 다양한 인수기업 산업분야에서 이루어지고 있음을 나타낸다.

[표 2-14]

**인수기업 산업분야별
스타트업 M&A 시장규모(금액기준) (2016년-2023년)**

(단위: 억원)

항목	인수기업 유형				산업관련성		
	대기업	중견기업	중소기업	스타트업	해외기업	동종산업	이종산업
1위	게임	교육	반도체/ 디스플레이	여행	음식/외식	음식/외식	쇼핑
	38,956 (42%)	2,360 (14%)	2,309 (11%)	4,006 (17%)	48,679 (50%)	53,900 (28%)	8,174 (14%)
2위	콘텐츠	바이오/의료	뷰티	패션	뷰티	게임	뷰티
	15,981 (17%)	2,016 (12%)	2,062 (10%)	3,494 (15%)	25,490 (26%)	38,233 (20%)	7,943 (13%)
3위	뷰티	엔터테인먼트	콘텐츠	음식/외식	생활	뷰티	생활
	7,916 (8%)	1,896 (11%)	1,883 (9%)	3,296 (14%)	19,330 (20%)	28,012 (15%)	5,916 (10%)
4위	쇼핑	게임	바이오/의료	엔터프라이즈	제조/3D프린터	생활	게임
	7,742 (8%)	1,781 (11%)	1,591 (8%)	1,712 (7%)	2,340 (2%)	19,589 (10%)	3,755 (6%)
5위	자동차	여행	부동산	광고마케팅	게임	콘텐츠	엔터프라이즈
	6,133 (7%)	1,300 (8%)	1,487 (7%)	1,248 (5%)	547 (1%)	17,626 (9%)	3,444 (6%)
Top 5 소계	76,728 (82%)	9,354 (56%)	9,333 (45%)	13,757 (60%)	96,386 (98%)	157,360 (82%)	29,232 (49%)
기타	16,716 (18%)	7,379 (44%)	11,317 (55%)	9,258 (40%)	1,694 (2%)	35,492 (18%)	29,837 (51%)
합계	93,444 (100%)	16,734 (100%)	20,649 (100%)	23,015 (100%)	98,080 (100%)	192,852 (100%)	59,069 (100%)
HHI (산업)	2,258	854	639	942	3,534	1,602	718

④ 산업관련성과 스타트업 M&A 시장

594건의 스타트업 M&A 중 30건은 인수기업이 투자회사인 경우로 재무적 목적의 M&A에 해당한다. 나머지 564건은 일반 사업회사의 전략적 목적 M&A로, 인수기업과 피인수기업이 같은 산업인지 다른 산업인지에 따라 시장 규모를 건수와 금액을 기준으로 살펴봤다. 건수 기준, 대체로 동종산업 M&A가 이종산업보다 더 많은 것으로 나타난다. 실제 2016년부터 2023년까지 있었던 M&A 중 동종산업 M&A는 53%를 차지하나 이종산업 M&A는 42%를 차지한다[표 2-15]. 연도별로 살펴봐도 2017년을 제외하고는 비중 변화가 크게 없다.

[표 2-15]

동종/이종산업 스타트업 M&A 시장규모(건수) 추이

(단위: 건)

항목	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	합계
합계	31 (100%)	34 (100%)	51 (100%)	56 (100%)	58 (100%)	128 (100%)	150 (100%)	86 (100%)	594 (100%)
동종산업 M&A	16 (52%)	13 (38%)	27 (53%)	31 (55%)	32 (55%)	67 (52%)	86 (57%)	40 (47%)	312 (53%)
이종산업 M&A	12 (39%)	20 (59%)	21 (41%)	21 (38%)	24 (41%)	53 (41%)	62 (41%)	39 (45%)	252 (42%)
투자회사 M&A	3 (10%)	1 (3%)	3 (6%)	4 (7%)	2 (3%)	8 (3%)	2 (1%)	7 (8%)	30 (5%)

금액 기준, 동종산업과 이종산업 M&A 간 차이가 더 심해진다. 2016년부터 2023년까지 있었던 M&A 중 동종산업 M&A가 64%를 차지하나 이종산업 M&A는 20%를 차지한다[표 2-16]. 건수 기준 11%p 차이였으나 금액 기준 44%p 차이이다. 건수 기준보다 금액 기준에서 차이가 심한 이유는 동종산업 M&A는 이종산업의 경우보다 대규모 M&A가 더 많기 때문이다. 2019년 우아한형제들 M&A나 2021년 라이온하트스튜디오 M&A는 동종산업 M&A에 해당한다. 인수기업이 시장지배력 확보에 큰 금액을 투자하기 때문으로 해석할 수 있다. 그러나 2023년에는 동종산업 M&A 규모가 전년 대비 59% 줄어들며 이종산업 M&A와의 격차가 좁혀졌다.

[표 2-16]

동종/이종산업 스타트업
M&A 시장규모(금액) 추이

(단위: 억원)

항목	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	합계
합계	12,250 (100%)	6,889 (100%)	15,520 (100%)	85,668 (100%)	9,726 (100%)	112,517 (100%)	33,342 (100%)	25,484 (100%)	301,397 (100%)
동종산업 M&A	1,748 (14%)	1,755 (25%)	3,228 (21%)	74,032 (86%)	5,470 (56%)	78,254 (70%)	20,083 (60%)	8,282 (32%)	192,852 (64%)
이종산업 M&A	2,826 (23%)	4,401 (64%)	8,721 (56%)	1,740 (2%)	3,201 (33%)	20,217 (18%)	11,068 (33%)	6,896 (27%)	59,069 (20%)
투자회사 M&A	7,676 (63%)	733 (11%)	3,572 (23%)	9,895 (12%)	1,056 (11%)	14,046 (12%)	2,192 (7%)	10,306 (40%)	49,476 (16%)

인수기업 유형별로 동종산업 및 이종산업 M&A 시장규모(건수) 차이를 살펴봤다[표 2-17]. 대기업, 스타트업, 해외기업은 시장지배력 확대를 위한 동종산업 M&A 비중이 절반을 넘어선다. 스타트업은 빠른 성장이 목적이므로 동종산업 M&A에 더 적극적이다. 중소기업은 사업다각화 목적의 이종산업 M&A 건수가 더 많다.

인수기업 유형별 차이는 금액 기준 시장규모를 살펴보면 분명하게 나타난다[표 2-18]. 동종산업 M&A 비중이 가장 큰 유형은 해외기업으로 93% 수준이다. 대기업은 75%, 스타트업은 65%가 동종산업 M&A로 나타난다. 반면, 중소기업은 이종산업 M&A 비중이 64%로 동종산업 M&A 보다 크다. 건수 기준과 금액 기준의 비중 차이가 발생하는 이유는 대규모 거래가 주로 동종산업 M&A이기 때문이다.

[표 2-17]

인수기업 유형별 동종/이종산업
스타트업 M&A 시장규모(건수)

(단위: 건)

항목	대기업	중견기업	중소기업	스타트업	해외기업	투자회사	전체
전체 합계	132 (100%)	65 (100%)	125 (100%)	226 (100%)	16 (100%)	30 (100%)	594 (100%)
동종산업 M&A	72 (55%)	33 (51%)	53 (42%)	144 (64%)	10 (63%)		312 (53%)
이종산업 M&A	60 (45%)	32 (45%)	72 (58%)	82 (36%)	6 (38%)		252
투자회사 M&A						30 (100%)	30 (5%)

[표 2-18]

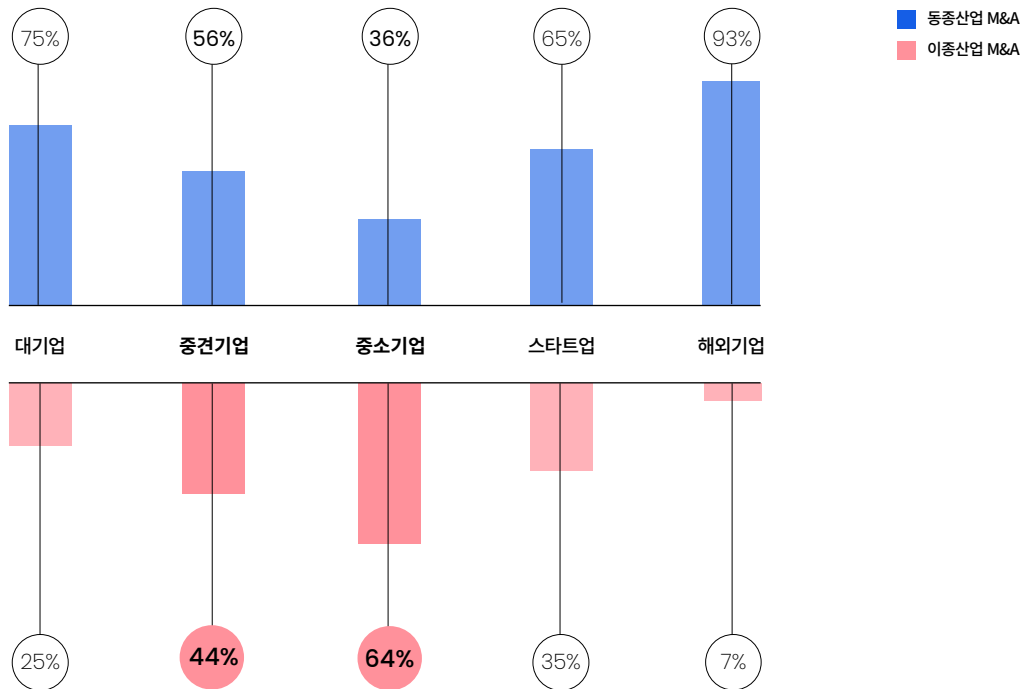
인수기업 유형별 동종/이종산업
스타트업 M&A 시장규모(금액)

(단위: 건)

항목	대기업	중견기업	중소기업	스타트업	해외기업	투자회사	전체
전체 합계	93,444 (100%)	16,734 (100%)	20,649 (100%)	23,015 (100%)	98,080 (100%)	49,476 (100%)	301,397 (100%)
동종산업 M&A	70,259 (75%)	9,346 (56%)	7,465 (36%)	14,860 (65%)	90,921 (93%)		192,852 (64%)
이종산업 M&A	23,185 (25%)	7,388 (44%)	13,184 (64%)	8,154 (35%)	7,159 (7%)		59,069 (20%)
투자회사 M&A						49,476 (100%)	49,476 (16%)

[그림 2-12]

인수기업 유형별 동종/이종산업
스타트업 M&A 시장규모(금액)



⑤ 인수기업 유형과 스타트업 M&A 시장

인수기업 유형별로 스타트업 M&A 시장 규모가 어떻게 변하는지 살펴봤다. 건수 기준, 2016년에서 2023년 사이 있었던 스타트업 M&A의 인수기업 유형은 스타트업(38%), 중소기업(21%), 대기업(22%), 중견기업(11%), 투자회사(5%), 해외기업(3%) 순이었다[표 2-19]. 대기업 비중은 카카오그룹의 M&A가 활발했던 2021년 32%로 정점을 찍었고 이후 카카오그룹의 M&A 활동이 줄어들면서 2023년 15%까지 감소했다. 중소기업은 2020년 16%로 가장 작았으나 2023년 29%까지 증가했다. 중견기업 역시 증감은 있으나 꾸준히 일정 비중을 유지한다[그림 2-13].

[표 2-19]

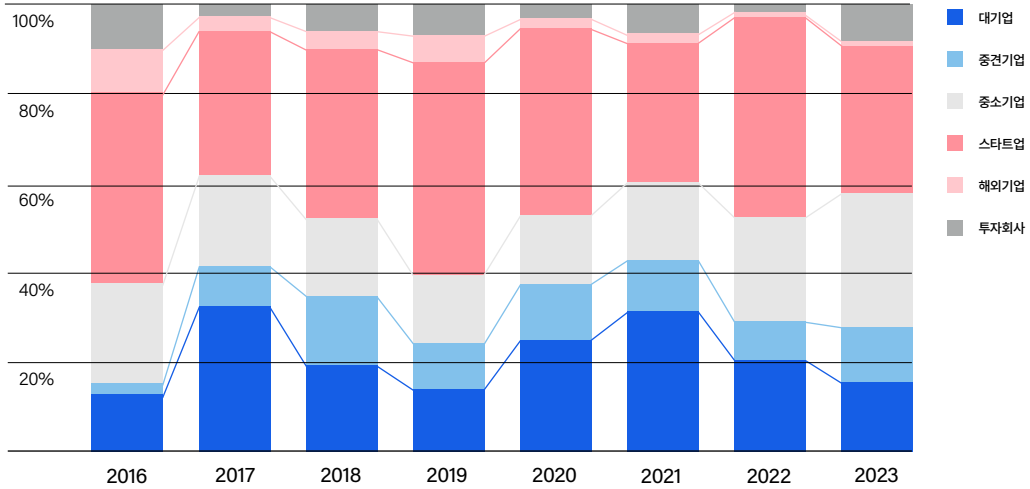
인수기업 유형별 스타트업 M&A 시장 건수 추이

(단위: 건)

항목	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	전체
합계	31 (100%)	34 (100%)	51 (100%)	56 (100%)	58 (100%)	128 (100%)	150 (100%)	86 (100%)	594 (100%)
대기업	4 (13%)	11 (32%)	10 (20%)	7 (13%)	15 (26%)	41 (32%)	31 (21%)	13 (15%)	132 (22%)
카카오그룹 (대기업 내 비중)	2 (50%)	2 (18%)	5 (50%)	5 (71%)	7 (47%)	20 (49%)	9 (29%)	3 (23%)	53 (40%)
중견기업	1 (3%)	3 (9%)	8 (16%)	7 (13%)	7 (12%)	14 (11%)	13 (9%)	12 (14%)	65 (11%)
중소기업	7 (23%)	7 (21%)	9 (18%)	9 (16%)	9 (16%)	23 (18%)	36 (24%)	25 (29%)	125 (21%)
스타트업	13 (42%)	11 (32%)	19 (37%)	26 (46%)	24 (41%)	39 (30%)	66 (44%)	28 (33%)	226 (38%)
해외기업	3 (10%)	1 (3%)	2 (4%)	3 (5%)	1 (2%)	3 (2%)	2 (1%)	1 (1%)	16 (3%)
투자회사	3 (10%)	1 (3%)	3 (6%)	4 (7%)	2 (3%)	8 (6%)	2 (1%)	7 (8%)	30 (5%)

[그림 2-13]

인수기업 유형별 스타트업 M&A 시장 건수 추이



그러나 금액 기준 인수기업 유형별 스타트업 M&A 시장규모는 건수와는 다른 모습이다 [표 2-20]. 2016년에서 2023년 사이 스타트업 M&A 규모가 큰 인수기업 유형은 해외기업 (33%), 대기업(31%)으로 나타났다. 중견기업(6%), 중소기업(7%), 스타트업(8%)의 비중은 크지 않다. 해외기업은 2019년 우아한형제들과 2021년 하이퍼커넥트 인수 건으로 전체 비중이 커졌다. 대기업은 카카오그룹의 활발한 스타트업 M&A 활동으로 2020년, 2021년 40% 이상의 비중을 유지했다. 2022년 조 단위 M&A는 없었지만 LG³³, GS³⁴, 현대자동차³⁵ 등의 적극적인 스타트업 M&A로 인해 카카오그룹의 대기업 내 비중이 14%로 감소했다. 경기침체가 계속되어 스타트업 M&A 시장 역시 위축됐고 2023년 대기업의 스타트업 M&A는 3,564 억원(14%)을 기록했다.

33 LG생활건강의 더크렘샵 인수, LG유플러스의 레뷰코퍼레이션 인수 등을 포함한다.

34 GS리테일의 쿠팡 인수 등을 포함한다.

35 현대자동차의 포티투닷 인수 등을 포함한다.

2023년 대기업과 해외기업의 스타트업 M&A 비중이 감소했으나 중견기업과 투자 회사의 비중은 늘어났다. 중견기업은 2021년 2% 수준이었으나 2023년 21% 수준을 차지한다. 2021년 이후, 대기업, 중소기업, 스타트업의 M&A 전체 금액이 줄었으나, 중견기업만 2021년 2,331억원에서 2023년 5,339억원으로 늘어났다. 실제, 스타트업 M&A가 절정이었던 2021년을 100으로 놓고 대기업, 중견기업, 중소기업, 스타트업의 연도별 M&A 시장규모(금액) 추이를 살펴보면, 중견기업을 제외하고 2022년, 2023년 모두 급감한다[그림 2-14, 2-15]. 투자회사의 경우, 스타트업 M&A 건수는 많지 않으나 금액 기준으로는 2023년 40% 수준이다. 투자회사는 주로 큰 규모의 M&A를 다루기 때문이다. 스타트업은 작은 규모의 M&A가 많아 건수 비중은 크지만 금액 비중은 작다.

[표 2-20]

인수기업 유형별

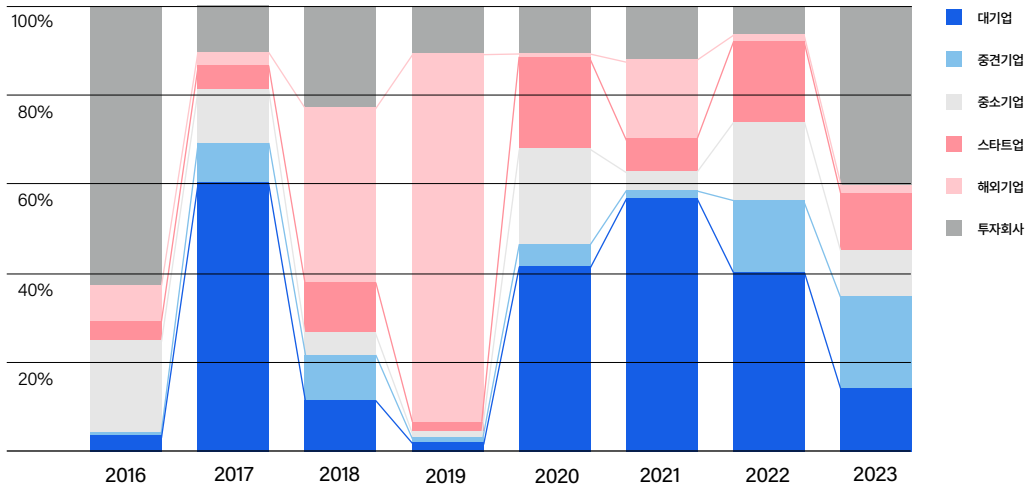
(단위: 억원)

스타트업 M&A 시장규모(금액) 추이

항목	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	합계
전체 합계	12,250 (100%)	6,889 (100%)	15,520 (100%)	85,668 (100%)	9,726 (100%)	112,517 (100%)	33,342 (100%)	25,484 (100%)	301,397 (100%)
대기업	495 (4%)	4,151 (60%)	1,823 (12%)	1,965 (2%)	4,033 (41%)	63,893 (57%)	13,520 (41%)	3,564 (14%)	93,444 (31%)
카카오그룹 (대기업 내 비중)	123 (25%)	529 (13%)	1,013 (56%)	345 (18%)	2,061 (51%)	51,012 (80%)	1,888 (14%)	682 (19%)	57,653 (62%)
중견기업	32 (0%)	616 (9%)	1,642 (11%)	995 (1%)	511 (5%)	2,331 (2%)	5,267 (16%)	5,339 (21%)	16,734 (6%)
중소기업	2,524 (21%)	832 (12%)	748 (5%)	1,169 (1%)	2,092 (22%)	4,765 (4%)	5,846 (18%)	2,674 (10%)	20,649 (7%)
스타트업	528 (4%)	347 (5%)	1,676 (11%)	1,814 (2%)	1,957 (20%)	7,600 (7%)	5,926 (18%)	3,166 (12%)	23,015 (8%)
해외기업	996 (8%)	209 (3%)	6,060 (39%)	69,830 (82%)	77 (1%)	19,882 (18%)	591 (2%)	435 (2%)	98,080 (33%)
투자회사	7,676 (63%)	733 (11%)	3,572 (23%)	9,895 (12%)	1,056 (11%)	14,046 (12%)	2,192 (7%)	10,306 (40%)	49,476 (16%)

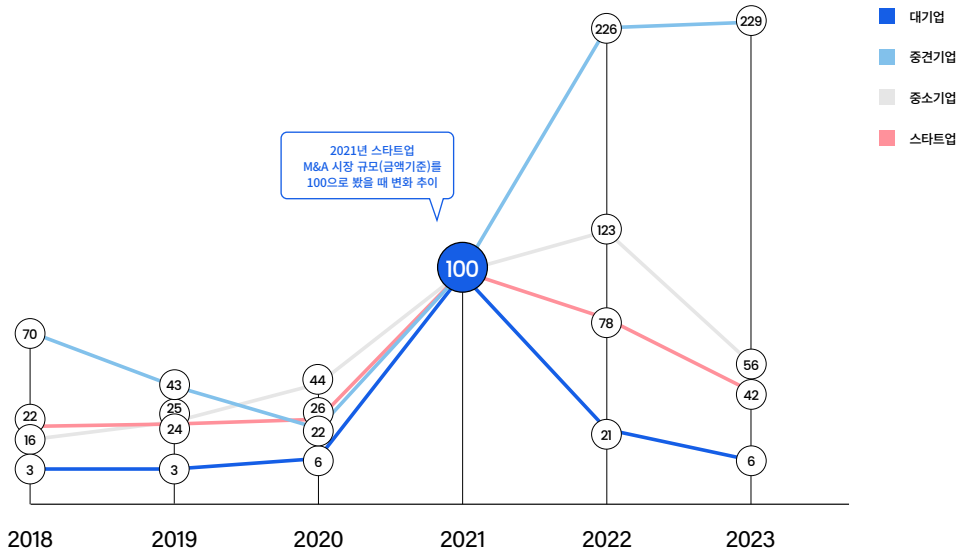
[그림 2-14]

인수기업 유형별
스타트업 M&A 시장규모(금액) 추이



[그림 2-15]

인수기업 유형별
스타트업 M&A 시장규모(금액) 추이 (2021년=100)



최근 대기업과 해외기업의 비중은 감소했으나 2016년에서 2023년 사이 기업가치 천억원 이상 스타트업 M&A 금액 기준 비중이 가장 높은 곳은 대기업(31%)과 해외기업(42%)으로 나타났다[표 2-21]. 특히, 해외기업은 천억원 이상 M&A의 기업가치 평균이 1.9조원 수준으로 건수 비중은 10%지만 금액 비중은 42%를 차지할 정도로 초대형 M&A의 주요 인수기업이다. 대기업은 건수 비중 35%, 금액 비중 31%로 전반적인 대규모 M&A 활성화에 가장 중요한 역할을 하는 주체라고 볼 수 있다. 건수로는 투자회사 역시 35%로 상당히 중요하다. 다만 투자회사는 초대형 M&A보다는 평균 2,603억원 수준의 중대형 M&A를 주로 다루는 것으로 나타났다.

[표 2-21]

기업가치 천억원 이상 스타트업 M&A (2016년-2023년)

	스타트업 M&A 전체		기업가치 천억원 이상 스타트업 M&A				
	건수(건)	금액(억원)	건수(건)	비율	금액(억원)	비율	기업가치 평균
대기업	132	93,444	17	35%	70,745	31%	4,161
중견기업	65	16,734	4	8%	5,936	3%	1,484
중소기업	125	20,649	3	6%	3,564	2%	1,188
스타트업	226	23,015	3	6%	5,582	2%	1,861
해외기업	16	98,080	5	10%	95,160	42%	19,032
투자회사	30	49,476	17	35%	44,247	20%	2,603
합계	594	301,397	49	100%	225,233	100%	4,597

건수와 금액 기준 차이가 발생하는 이유는 인수기업 유형에 따라 선호하는 성장단계가 다르기 때문이다. 스타트업은 주로 초기 스타트업을 인수하고 해외기업과 대기업은 후기 스타트업 M&A가 많다[표 2-22]. 인수기업이 스타트업인 경우 투자유치 미확인된 경우가 62%를 차지하고 M&A 전 최종 투자단계가 시드 투자인 비중 역시 18%로 다른 유형보다 높다. 대기업은 투자유치 미확인 비중이 48%, 시드 단계 비중도 10%로 스타트업보다 낮다. 그러나 시리즈B 이상 비중은 20%로 스타트업이나 중소기업보다 높다. 해외기업의 경우 투자유치 미확인 경우가 25%로 가장 낮고 시리즈B 이상 비중이 44%로 가장 높다. 투자회사의 경우도 시리즈B 이상이 27%로 다른 유형보다 높은 편에 속한다.

[표 2-22]

인수기업 유형 및 피인수기업
최종 투자단계별 스타트업 M&A 건수 분포

(단위:건)

항목	대기업	중견기업	중소기업	스타트업	해외기업	투자회사	합계
투자유치 미확인	63 (48%)	36 (55%)	77 (62%)	139 (62%)	4 (25%)	18 (60%)	337 (57%)
시드	13 (10%)	6 (9%)	14 (11%)	40 (18%)	3 (19%)	3 (10%)	79 (13%)
프리A	11 (8%)	0 0%	10 (8%)	12 (5%)	0 0%	0 0%	33 (6%)
시리즈A	19 (14%)	13 (20%)	17 (14%)	20 (9%)	2 (13%)	1 (3%)	72 (12%)
시리즈B 이상	26 (20%)	10 (15%)	7 (6%)	15 (7%)	7 (44%)	8 (27%)	73 (12%)
합계	132 (100%)	65 (100%)	125 (100%)	226 (100%)	16 (100%)	30 (100%)	594 (100%)

⑥ 스타트업 M&A
상위 투자회사

피인수 스타트업에 대한 투자 이력 정보가 있는 M&A 257건을 대상으로 M&A 빈도가 높은 투자회사를 정리했다[표 2-23]. 가장 높은 곳은 카카오벤처스로, 스타트업 257곳 중 16곳이 카카오벤처스로부터 2 투자를 받았고 M&A에서 기업가치를 110억원(중앙값) 수준으로 평가 받았다. 카카오게임즈, 카카오엔터테인먼트, 카카오인베스트먼트 등 카카오그룹 전체로 확대 하면 9건이 추가되어 총 25건의 M&A가 관련이 있다. 25건의 M&A 중 카카오그룹 계열사가 직접 투자하고 인수한 경우는 6건³⁶이며 카카오그룹 산하 투자회사가 지분 투자를 하고 계열사가 인수한 경우는 3건³⁷이다.³⁸

포트폴리오 스타트업의 M&A 기업가치 중앙값이 가장 높은 투자회사는 KB인베스트먼트(631억원), 미래에셋벤처투자(619억원), 스톤브릿지벤처스(618억원), 한국투자파트너스(567억원) 등으로 나타났다. 평균값이 높은 투자회사는 스톤브릿지벤처스(5,455억원), 네이버(4,747억원), 본엔젤스벤처파트너스(3,902), SBVA(2,356억원) 등인데 모두 조단위 기업가치로 인수된 우아한형제들이나 하이퍼커넥트 등에 투자한 회사들이다.

36 카카오게임즈(3건)와 카카오엔터테인먼트(3건)가 보유현금에서 직접 투자하고 인수한 사례를 의미한다.

37 카카오벤처스(1건)와 카카오인베스트먼트(2건)가 투자하고 다른 카카오 계열사가 인수한 경우다.

38 따라서 2016년에서 2023년 사이 카카오그룹이 인수한 스타트업은 53곳인데(표 2-7), 이 중 9곳은 M&A 전 카카오그룹의 투자회사나 계열사가 직접 지분 투자한 곳이다.

[표 2-23]

M&A 상위 투자회사³⁹ (2016년-2023년)

투자회사	건수	피인수 스타트업 기업가치		거래 지분 평균(%)	입력 평균(년)	비교 ⁴⁰
		중앙값(억원)	평균값(억원)			
카카오벤처스	16	110	326	88.9	6.4	카카오그룹 전체 25건
SBVA	15	318	2,356	74.0	8.0	
본엔젤스벤처파트너스	14	188	3,902	88.6	7.1	
프라이머	14	68	288	87.9	6.0	
한국투자파트너스	14	567	1,213	67.3	7.1	한국투자증권 포함 시 18건
미래에셋벤처투자	13	619	1,673	82.5	8.0	미래에셋 계열사 포함 시 16건
네이버	11	418	4,747	80.2	7.8	라인게임즈 포함 시 13건
스톤브릿지벤처스	11	618	5,455	79.3	8.9	
SBI인베스트먼트	11	418	1,162	80.9	7.9	
캡스톤파트너스	11	150	295	80.9	7.4	
KB인베스트먼트	10	631	794	73.4	10.0	KB증권 등 포함 시 17건
퓨처플레이	10	66	115	87.9	5.8	
신한캐피탈	9	251	868	70.7	8.2	신한벤처투자 등 포함 시 23건
아주아이비투자	9	515	1,137	64.3	8.3	
우리벤처파트너스	9	435	1,053	80.4	8.0	
KB증권	9	418	807	75.6	12.2	KB인베 등 포함 시 17건

³⁹ 기업가치, 거래 지분 평균, 입력 평균은 거래 정보가 있는 M&A만으로 산출했다.

⁴⁰ 계열사 포함 시 계열사들이 같은 스타트업에 중복 투자한 것은 제외시켰다.

⑦ CVC와 스타트업 M&A⁴¹

M&A 전 CVC 투자 유치 여부에 따라 M&A 거래 특징이 다르다[표 2-24]. 피인수 스타트업에 대한 투자 이력 정보가 있는 M&A 257건 중 M&A 전 독립법인 CVC(非금융 일반기업이 최대주주인 투자회사) 또는 사내부서 CVC(보유현금에서 직접 투자하는 非금융 일반기업의 스타트업 투자 전담 부서 또는 담당자)로부터 투자받은 경우가 169건(66%)으로 M&A 전 지분 투자를 받은 스타트업의 2/3에 해당한다. CVC 투자를 받은 스타트업은 기업가치 중앙값이 220억원이나, 그렇지 않은 경우는 102억원으로 두 배 이상 차이가 난다. 스타트업이 CVC 투자를 유치함으로써 스케일업했거나 혹은 가능할 것으로 외부에서 평가하기 때문에 기업가치 차이가 발생한다.⁴²

CVC 유형에 따라 M&A 거래 특징도 다르게 나타난다[표 2-24]. 독립법인 CVC와 사내부서 CVC 모두로부터 투자받은 스타트업의 M&A 기업가치 중앙값은 372억원이나, 둘 중 한 유형으로부터만 투자받은 경우, 피인수 스타트업 기업가치 중앙값이 177억원(사내부서 CVC), 183억원(독립법인 CVC)으로 큰 차이가 나지 않았다. 기업은 스타트업과 구체적인 협업이나 전략적 시너지가 가능하다고 판단하면 보유현금에서 직접 지분 투자를 집행한다(즉 사내부서 CVC를 통해 투자). 명확한 협업 구도나 전략적 시너지가 확실하지 않지만 성장 가능성이 크면 독립법인 CVC를 통해 투자하는 경향이 있다(즉 계열사 내 투자회사 또는 투자 전문 자회사를 통해 투자).⁴³ 따라서 독립법인 CVC 및 사내부서 CVC 모두로부터 투자를 받았다는 것은, 기성기업과 구체적인 협업이 예정 혹은 진행 중이고 성장 가능성이 커 재무 관점의 투자 성과를 기대할 수 있는 투자라고 볼 수 있다. 그래서 가장 높은 기업가치 중앙값을 형성한다.

⁴¹ CVC와 M&A 활동 간 관계는 스타트업얼라이언스 2023년 버티컬리포트 '한국의 CVC들: 현황과 투자 활성화 방안'에서 일부 다룬 바 있다.

⁴² 그 외 설명 가능한 가설은 CVC가 민간 VC보다 후기단계 스타트업에 더 많은 투자를 하거나 스케일업 역량이 있는 스타트업을 선별하는 능력이 탁월하다는 것이다. 그러나 이 두 가설은 국내 실정에 타당하다고 보기 어렵다. 정확한 인과관계 검증은 본 연구의 범주를 넘어선다.

⁴³ CVC 유형별 설명과 특징은 스타트업얼라이언스 2023년 버티컬리포트 '한국의 CVC들: 현황과 투자 활성화 방안' 참고 바란다.

[표 2-24]

**CVC 투자 여부별
M&A 거래 특징⁴⁴** (2016년-2023년)

항목	건수	비율	피인수 스타트업 기업가치		거래 지분 평균(%)	업력 평균 (년)
			중앙값(억원)	평균값(억원)		
전체	257	100%	165	1,106	73.3	7.5
CVC 투자 無	88	34%	102	660	72.9	7.0
CVC 투자 有	169	66%(100%)	220	1,279	73.5	7.7
독립법인 & 사내부서 CVC	41	(24%)	372	834	71.1	7.1
사내부서 CVC(only)	51	(30%)	177	2,875	71.1	7.4
독립법인CVC(only)	77	(46%)	183	519	76.4	8.2

M&A 전 독립법인 CVC로부터 투자를 받은 스타트업이 실제 해당 독립법인 CVC의 모기업 또는 계열사에 인수됐는지를 추적했다[표 2-25]. 예를 들면, 2018년 카카오인베스먼트가 투자한 라인웍스(Linewalks)를 2022년 카카오헬스케어가 인수한 경우다. 독립법인 및 사내부서 CVC 모두에게서 투자 받은 41건과 독립법인 CVC에서만 투자받은 77건을 합한 118건 중 4건(3%)이 위와 같은 사례에 해당한다. 나머지 114건은 독립법인 CVC의 모기업 또는 계열사가 아닌 다른 기업이 인수한 경우다. 이는 독립법인 CVC의 투자가 해당 기업을 M&A하려는 목적보다는 포괄적인 계열사와의 협업 혹은 해당 분야의 트렌드를 탐색하려는 목적이 강하다는 기존 연구 결과와 비슷한 맥락이라고 볼 수 있다.

[표 2-25]

**독립법인 CVC
투자 후 인수 여부⁴⁵** (2016년-2023년)

항목	건수	비율	피인수 스타트업 기업가치		거래 지분 평균(%)	업력 평균 (년)
			중앙값(억원)	평균값(억원)		
독립법인 CVC 투자 유치	118	100%	243	631	74.5	7.8
모기업/계열사가 인수	4	3%	328	664	66.7	8.3
다른 기업이 인수	114	97%	235	630	74.7	7.8

⁴⁴ 기업가치, 거래 지분 평균, 업력 평균은 거래 정보가 있는 M&A만으로 산출했다.

⁴⁵ 기업가치, 거래 지분 평균, 업력 평균은 거래 정보가 있는 M&A만으로 산출했다.

그러나 사내부서 CVC는 M&A를 염두에 둔 투자가 많다고 볼 수 있다[표 2-26]. 독립법인 및 사내부서 CVC 모두에게서 투자받은 41건과 독립법인 CVC에서만 투자받은 51건을 합한 92건 중 사내부서 CVC의 모기업⁴⁶ 또는 계열사가 인수한 경우는 29건(32%)이다. 예를 들어, 2017년 네이버가 투자한 비닷두를 2020년 네이버 자회사인 네이버웹툰이 인수한 사례나, 현대자동차가 2019년 투자한 포티투닷을 2022년 인수한 사례가 여기에 해당한다. 흥미로운 것은 사내부서 CVC의 모기업 또는 계열사가 인수한 경우 피인수 스타트업 기업가치 중앙값이 140억원으로 다른 기업이 인수한 경우의 265억원보다 낮다는 점이다. 자신이 과거에 더 낮은 밸류로 지분 투자를 했기 때문에 M&A 시점에서 추가 지분을 더 비싸게 매입하더라도 평균적인 지분가치가 낮아지는 효과가 있기 때문으로 볼 수 있다.

[표 2-26]

**사내부서 CVC
투자 후 인수 여부**⁴⁷ (2016년-2023년)

항목	건수	비율	피인수 스타트업 기업가치		거래 지분 평균 (%)	입력 평균 (년)
			중앙값(억원)	평균값(억원)		
사내부서 CVC 투자 유치	92	100%	238	1,921	71.1	7.2
모기업/계열사가 인수	29	32%	140	2,654	67.9	7.0
다른 기업이 인수	63	68%	265	1,525	72.9	7.4

⁴⁶ '사내부서 CVC'는 비금융 일반기업의 스타트업 투자 전담 부서 또는 담당자를 지칭한다. 따라서 독립법인 CVC와의 일관성을 위해 '모기업'이란 용어를 사용했으나, 사내부서 CVC의 '모기업'은 보유현금에서 해당 스타트업에 직접 투자한 기업, 즉 사내부서 CVC를 운영하는 기업을 의미한다.

⁴⁷ 기업가치, 거래 지분 평균, 입력 평균은 거래 정보가 있는 M&A만으로 산출했다.

3. 소결

전반적으로 우리나라 스타트업 M&A 시장은 성장하고 있다. 스타트업 M&A 시장 규모는 양적완화가 최고조였던 2021년 11조원이었으나 2022년 3.3조, 2023년 2.5조원으로 감소했다[표 2-6]. 그러나 이는 2022년 시작한 양적완화 축소에 의한 단기적 감소로 2016년 1.2조에 비하면 큰 폭으로 늘어났다. 특히, 몇 가지 주목할만한 추세적 변화는 다음과 같다. 첫째, 전체 시장 규모는 감소했지만, 피인수 스타트업 기업가치 중앙값은 2021년 140억원, 2022년 108억원, 2023년 131억원으로 2020년의 62억원을 훌쩍 뛰어넘었다[표 2-2]. 둘째, 스타트업 M&A 시장이 과거에는 대기업과 해외기업이 주도하는 소수의 대형 딜에 집중된 구조였으나 최근에는 다양한 기업의 참여가 늘어났다[표 2-20]. M&A 거래 상위 2개 금액 비중이 2016년 67%에서 2022년 12%, 2023년 21%로 감소했다. 셋째, 피인수 스타트업과 인수기업의 산업분야 역시 다변화하고 있다. 피인수 스타트업 및 인수기업의 산업분야 수준 HHI를 분석한 결과 추세적으로 매년 감소하는 모습이다[표 2-6, 표 2-11].

2016년에서 2023년 사이 스타트업 M&A 시장에서 큰 비중을 차지하는 것은 해외기업(33%), 대기업(31%), 투자회사(16%)로 이들의 투자 확대가 스타트업 M&A 활성화에 중요하다[표 2-9]. 특히 해외기업은 초대형 M&A를 주도하는 주체로 우아한형제들 같은 초대형 유니콘 탄생에 중요하다. 대기업과 투자회사는 해외기업만큼의 초대형 M&A를 주도하지는 않지만 천억원 이상 규모 스타트업 M&A 49건 중 34건(70%)을 차지한다[표 2-10]. 특히 대규모 스타트업 M&A 활성화를 위해서는 대기업의 적극적인 참여가 필요하다.

중견기업과 중소기업의 비중 확대에도 주목해야 한다. 2020년까지 중견기업과 중소기업은 스타트업 M&A 시장에서 특별한 비중을 차지하지 않았다[표 2-20]. 그러나 2022년 대기업의 스타트업 M&A가 전년 대비 1/5 수준으로 감소할 때, 중견기업은 2.3배, 중소기업은 1.2배 늘어났다[그림 2-16]. 2023년에도 중견기업은 2022년과 비슷한 수준을 유지하는 등 양적완화 축소에도 불구하고 스타트업 M&A를 꾸준히 하는 것으로 보인다. 중소기업 역시 금액 규모는 줄었지만 스타트업 M&A 건수는 2021년 23건, 2022년 36건, 2023년 25건으로 유지하고 있다[표 2-19]. 이는 대기업이 시장지배력 확대 목적의 동종산업 M&A 비중이 큰 데 비해, 중견·중소기업은 이종산업 M&A에 좀 더 주력하기 때문이다[표 2-18]. 어쩌면 불황을 이겨내는 돌파구로 스타트업 M&A를 통한 비유기적 성장을 고려하는 것일 수도 있다. 예를 들어, 조광포인트의 경우 도료업 중심의 사업구조를 탈피하기 위해 스타트업과 JV를 설립하거나 오픈이노베이션 프로그램 등의 형태로 협업하고 있다.

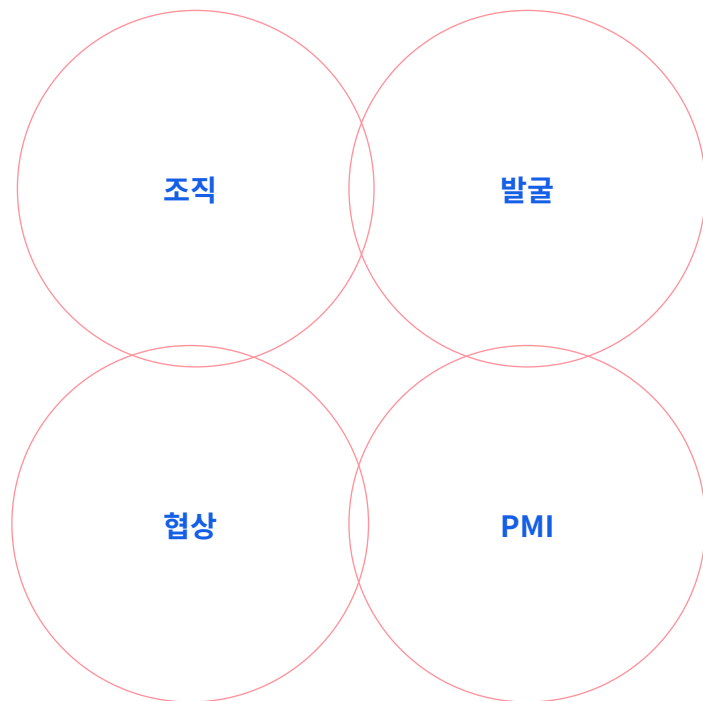
스타트업 M&A 활성화를 위해서는 투자사의 역할이 중요하다. 따라서 누구로부터 투자를 받느냐가 M&A 가능성을 높인다[표 2-23]. 후술하겠지만 스타트업 M&A는 인적 네트워크에 의존하는 경향이 강하며 투자사가 핵심적인 역할을 한다. 첫째, M&A 매물 정보 유통 역할이다. 창업자가 자신의 투자사나 친분이 있는 투자사로부터 M&A 대상을 소개받는 경우가 자주 있다. 포트폴리오 스타트업의 빠른 성장을 위해 투자사가 직접 매물을 소개하기도 한다. 특히, 보유 지분을 빠르고 은밀하게 청산해야 하는 경우 투자사의 인적 네트워크가 힘을 발휘한다. 둘째, M&A 조연자 역할이다. 활발하게 다른 스타트업을 M&A하는 일부 스타트업은 딜 구조 설계부터 팀시트, 계약서 작성, 협상 진행 등 다양한 측면에서 투자사의 도움을 받는다. 인수합병 제의를 받았을 때도 마찬가지다.

CVC 활성화가 스타트업 M&A 확대에도 기여한다. 투자 이력을 확인할 수 있는 스타트업 M&A 257건 중 169건(66%)이 CVC 투자를 받은 것으로 확인했다[표 2-24]. CVC 투자를 받은 스타트업의 M&A 기업가치(220억원) 역시 그렇지 않은 경우보다(102억원) 2배 가량 높은 것으로 나타난다. CVC 투자가 스타트업 스케일업에 도움이 됐거나 적어도 도움이 될 것으로 외부에서 평가하기 때문으로 생각한다. 특히, 스타트업이 사내부서 CVC로부터 투자받는 경우 CVC 모기업 또는 계열사에 인수될 가능성이 증가한다[표 2-26]. 사내부서 CVC 투자는 구체적인 협업이나 전략적 시너지를 전제하기 때문이다.

스타트업 M&A 인수기업 사례

1. 연구 방법

스타트업 M&A에 관한 이해도를 높이기 위해 실제 스타트업 인수 경험이 있는 대기업 계열사, 미국 IT분야 대기업 담당 임원과 다수의 M&A 실적이 있는 스타트업 대표 또는 주요 임원진을 인터뷰했다. 인터뷰는 1) 조직, 2) 인수대상 발굴 과정, 3) M&A 협상 과정, 4) PMI(사후통합, Post Merger Integration) 네 가지 측면에서 정리했다. 민감한 주제인 만큼 사례기업을 식별할 수 있는 모든 정보를 삭제했으며 인터뷰 당사자의 최종 검토를 거친 내용만 실었다.



2. 인수기업 사례

① 국내 대기업 계열사 사례

조직

사례기업은 과거 M&A, 소액지분투자 등의 사업개발 업무를 TF 같은 임시조직으로 대응했으나 해당 업무의 전문화를 위해 수년 전 전담 조직을 CSO(최고전략책임자) 산하에 설립했다. 해당 조직 구성원은 주로 컨설턴트 출신으로, 전략적 제휴, J/V, 펀드 출자(간접투자), 스타트업 직접 투자, M&A 등의 전반적인 사업개발 업무를 리딩한다. 재무, 가치평가, 실사 등의 업무는 CFO(최고재무책임자) 산하 조직에서 지원한다.

발굴

사례 기업은 사업부에서 필요한 역량(기술, 인재), 보완적인 제품/서비스를 확보하기 위한 목적으로 M&A 대상을 모색한다. 사업부가 관심을 갖고 필요성을 느끼는 경우 M&A 딜이 원만하게 진행된다고 한다. 세부적인 인수대상 발굴 절차는 다음과 같다. 우선 사업부와 함께 필요한 분야를 정하고 산업 분석을 통해 매출 규모 기준으로 잠재적 인수 대상기업 목록을 작성한다. 이 중 협력 실적이 있거나 사업부에서 추천하는 기업 몇 곳을 선정해서 M&A 가능성을 조사한다. 먼저 해당 기업 대표에게 사업협력을 제안하고 관심을 보이는 경우 M&A 논의로 확대한다.

이처럼 인수 대상 발굴은 주로 산업 분석에서 시작하는 하향식(top-down) 방식을 지향한다. 이전에는 외부 VC에 추천을 받기도 했지만 추천하는 스타트업 대부분이 사례 기업의 필요성보다는 그냥 외부에서 주목받는 분야거나, VC의 투자 회수 목적이 강한 경우가 많아 잘 활용하지 않는다고 한다. 특히, 대기업과 협업하기에는 최소 시리즈B 단계 이후의 완성도가 있는 기업이어야 하는데 VC 추천 스타트업은 시리즈A 단계 이하의 초기 기업이 많다.

협상

상대 회사가 M&A 논의 의향이 있는 경우 NDA 체결 후 기본적인 회계자료를 받아 자체적으로 예비실사를 진행한다. 검토 결과를 토대로 대략적인 거래 규모를 산정하고 내부 경영진 보고 후, 텀시트(term sheet) 초안을 작성하여 상대 회사에 전달한다. 주요 거래 조건에 대해 상대방과 어느 정도 합의가 이뤄지면 회계법인 등이 참여하는 본실사를 진행하고 구체적인 가치평가 작업을 실시한다. 회계법인의 평가 자료에 예상하는 시너지를 산정하여 협상 범위를 결정하고 구체적인 거래 조건을 확정한다.

원활한 협상을 위해 두 가지를 강조한다. 첫째, M&A 가치평가에 대한 기업 대표들의 이해다. 기업가치에서 둘 간의 눈높이 차이가 심하면 M&A 논의가 무산될 수밖에 없다. 그러나 미래 성장 잠재력이 중요한 투자유치 과정에서의 가치평가와 보유 자산이 더 중요한 M&A 가치평가는 출발점이 다르다. 둘째, M&A 담당 조직의 충분한 역량권 확보다. M&A 딜은 속도가 중요하다. 논의가 길어질수록 상대 기업 동요도 있고 몰입도가 낮아질 수 밖에 없다. 또한, 모든 측면에서 한쪽에만 일방적으로 유리한 딜은 없다. 그러나 M&A 담당 조직의 역량권이 부족

하여 여러 경영진 및 이해관계자의 승인과 동의를 구해야 한다면 거래조건 협상 과정에 시간이 걸릴 수밖에 없고 상대 회사가 많은 것을 양보해야만 하는 상황에 봉착하므로 딜이 중간에 무산될 가능성이 크다.

PMI

인수하더라도 합병하지 않고 자회사 형태로 두기 때문에 관리 체계나 조직 문화 측면의 결합이 PMI의 핵심은 아니다. 오히려 처음에 기획한 형태로 양사가 협력하여 시너지를 창출할 수 있는지가 더 중요하다. 그러나 대기업 특성상 경영진 교체 등으로 인사이동이 발생하면 사업부 담당자가 바뀌게 되고 인수한 기업과의 협업이 추진력을 잃는 것이 가장 큰 어려움이다.

② 미국 IT분야 대기업 사례

조직

사례기업의 경우 CEO 직속 EVP(Executive Vice President)가 총괄하는 사업개발, 전략, 벤처투자(사내부서 CVC) 등을 전담하는 조직이 있으며, 사업개발 파트에서 전략적 파트너십과 M&A 활동을 총괄한다. 제품/서비스 종류가 다양하고 개인별로 담당하는 분야가 세분화되어 있어 사업개발 조직에만 250명이 근무한다.

발굴

사례기업의 스타트업 M&A 목적은 기술, 인력 확보 목적이 가장 많다. 태동하는 신기술을 선제적으로 확보하고 특정 분야에서 생태계를 구축하기 위한 목적의 투자도 일부 있다. 어느 경우든지 기본적으로 제품/서비스의 자체 개발을 최우선으로 고려한다. 그러나 자체 개발에 시간이 충분하지 않거나 내부 역량이나 자원이 부족한 경우 스타트업 인수를 검토한다. 해당 사업부에서 산업 내 주요 기업이 어디인지 이미 파악하고 있어 인수대상을 식별하는 데 큰 어려움은 없다. 태동하는 분야라 인수대상자가 명확하지 않을 때는 벤처투자 파트(사내부서 CVC)에 M&A 후보 추천을 요청한다. CVC가 스타트업 생태계 안테나 역할을 수행하는 셈이다.

협상

현업과 함께 후보군을 추린 다음, 직접 연락하여 M&A 의향이 있는지 확인한다. CFO 산하 조직과 함께 자체 개발과 M&A, 각 경우에 대한 향후 5년간의 손익을 분석해 대략적인 인수가를 산정하고 M&A 의향서(LOI)를 체결한다. 8-12주 간의 독점적인 본실사를 보증받은 뒤 회계사, 컨설턴트, 변호사 등이 참여하는 본실사를 진행한다. 상대 회사가 사례기업의 M&A 제의를 거절한 경우는 거의 없다고 한다. M&A 제안을 거절할 경우 사례기업이 다른 회사를 인수하거나 전략적 파트너십을 체결할 것이므로 스타트업은 사례기업의 M&A 제안을 최대한 긍정적으로 검토하고 제시한 액수를 대부분 수용한다고 한다.

때로는 실사 과정에서 딜이 중단되기도 하는데 이는 스타트업이 해당 제품/서비스를 외주 용역으로 개발하여 내부에 축적된 기술이나 지식재산권, 인재가 없거나, 보유 기술이 당초 기대나 예상에 미치지 못했기 때문이다.

PMI

기술 측면의 통합이 가장 중요하나 이는 실사 과정에서 충분히 검토하므로 별다른 이슈는 없다고 한다. 그러나 대기업과 스타트업 간의 조직문화 차이로 인한 갈등은 있다. 대기업의 복잡한 일처리 방식과 느린 의사결정을 견디지 못하고 퇴사하는 인원도 있다. 만약 합병으로 피인수기업의 독자적인 조직문화나 업무 프로세스가 훼손될 리스크가 있거나 사례기업과의 사업 연관성이 떨어져 운영 통합이 필요하지 않다면 합병하지 않고 자회사 형태로 두기도 한다.

조직

별도의 전담조직은 없으며 CEO와 CSO가 M&A 과정 전반을 주도한다.

발굴

사례기업의 경우 사업전략 측면에서 보완적 제품/서비스를 제공하는 기업들을 발굴하고 적극적으로 협업을 제안한다. 이 기업들과 협업하며 양사 간 전략적 적합성이 맞고 시너지 창출 가능성이 확인되면 M&A를 제안한다. 사례기업의 M&A 목적은 상대 회사에 대한 완전한 통제력 확보보다 동반 성장을 위한 긴밀한 협업 관계 구축에 가깝다. 이런 측면에서 사례기업은 구주 100% 매입 사례가 많지 않다. 동반 성장에 대한 동기부여를 위해 피인수기업 창업자 지분을 충분히 남겨두는 편이다.

협상

사례기업이 협상 과정에서 중요하게 생각하는 것은 양사 CEO 간 인간적 신뢰다. 신뢰가 없다면 M&A 논의가 진행되기 어렵고 이후에도 긴밀한 협업이 어렵기 때문이다. 또한, M&A는 상대 회사의 CEO와만 논의한다. 협상 과정을 빠르게 진행하고 상대방 회사 직원들의 동요를 막기 위해서다. 회계실사를 통해 나온 기업가치 금액과 자체적으로 분석한 시너지 금액을 토대로 구체적인 거래금액과 조건을 협상한다. 상대 회사 창업자 역시 지분을 갖는 구조여서 창출 시너지가 사례기업에 모두 귀속되지는 않는다. 때로는 이런 부분을 가격 협상의 도구로 활용한다. 예전에는 세부적인 거래조건을 설계하는 데 능숙한 사례기업 주주의 도움을 많이 받았으나 최근에는 내부에서 자체적으로 소화하고 있다. 보통은 상대 회사 CEO에게 기존 주주 동의를 구하는 역할을 맡기는 편이다. 상대측 주주 대부분이 거래금액이나 조건에 대체로 합의하나, 일부 반대하는 주주는 사례기업 CEO가 직접 나서 동반 성장의 청사진을 설명한다.

PMI

사업적 시너지가 양사의 운영 통합에서 비롯되는 것이 아니고 피인수기업이 독립법인으로 존속하기에 PMI에 관한 이슈는 많지 않다. 다만 부분적으로 운영 통합 또는 협업이 필요한 경우 사전에 각자의 역할을 명확히 논의하고 계획을 수립하여 M&A 이후 마찰을 최소화한다.

조직

별도의 전담조직은 없으며 CEO와 CFO가 M&A 과정 전반을 주도한다.

발굴

사례기업은 생산 설비 확보 등 운영 통합이 필요한 기업과의 M&A를 수차례 했다. 인수대상은 CEO가 투자사, 자문사, 개인 네트워크 등을 통해 발굴하고 소개받는다. 스타트업 투자가 붐이었을 때는 투자사가 빠른 성장을 위해 M&A를 적극 장려했으나 최근에는 많이 소극적인 모습이라고 설명한다. 특히, 투자사를 통해 M&A 제의가 들어오는 경우 대부분 해당 기업 대표가 경영상의 어려움 등으로 매각 의사를 밝힌 경우였다. 그리고 사례기업은 사업적 적합성 외에 상대 회사 대표가 믿음만한 성품을 가진 사람인지가 중요한 판단 기준이라고 강조한다. 스타트업 M&A에서 상대 기업을 완벽하게 감사하는 것이 불가능하므로 대표의 업계 평판에 일정 부분 의존할 수밖에 없다고 한다.

협상

사례기업 CEO가 상대 회사 CEO와 직접 논의를 진행하며 세부적인 거래 조건이나 금액은 CFO가 주도하는 형태로 진행한다. 상대 회사가 경영상의 위기를 겪고 있거나 대표가 심적으로 지쳐 있는 경우 상대측 주주 설득이나 거래 조건·금액 합의 과정이 수월하게 진행됐다. 그러나 상대 회사가 수익을 내고 있는 경우 양사 협력으로 창출할 수 있는 시너지를 토대로 주식 스왑, 스톡옵션 제시 등을 통해 거래금액의 간극을 메우려고 노력했다. 사업 초기에는 M&A 템시트나 계약서 작성에 어려움이 많아 개인적으로 친한 투자사나 자문사의 도움을 받았다. 그러나 스타트업 M&A 대부분이 소규모다 보니 계약서 작성이 까다롭지 않고 큰 틀에서 비슷해 지금은 CFO가 직접 작성한다.

PMI

사례기업은 운영 통합이 필요한 M&A를 주로 했기 때문에 시너지 창출을 위해 PMI가 중요했다. 가장 먼저 인사, 회계, 총무 등 백오피스를 통합한다. 비용 절감의 목적도 있지만, 기본적인 관리 체계가 같아야 문제가 안 생기기 때문이다. 특히, 직급이나 급여체계는 하나의 기준을 적용해야 직원 간 갈등이 적다. 그 외에도 조직 문화 차이를 줄이기 위해 근무 장소를 합치고 상설 회의체를 만들고 함께 교류하는 기회를 많이 만든다.

조직

별도의 전담조직은 없으며 CEO와 CFO가 M&A 과정 전반을 주도한다.

발굴

사례기업은 전략에서 출발하는 하향식 M&A 검토보다는 투자자의 협업 제안에서 시작하는 M&A 검토가 많은 편이다. 일부는 상대 회사 대표가 경영 어려움과 함께 회수(Exit) 희망 의사를 자신의 투자자에게 토로하고, 이 투자자가 개인 네트워크를 통해 잠재적 인수기업을 물색하다 소개받은 경우다. 따라서 M&A 협상 과정에서 거래조건이나 금액을 놓고 큰 논쟁 없이 적정 수준에서 합의할 수 있었다. 합병 과정에서 다소 간의 어려움이 있었으나 양사 간 충분한 시너지를 창출하고 있다. 이처럼 사례기업이 좋은 M&A 매물을 소개받을 수 있었던 것은 사례기업 투자자의 네트워크와 평판이 좋은 것도 있지만, 사례기업 CEO가 여러 투자자와 좋은 관계를 유지하고 있어 좋은 매물을 먼저 소개받은 것도 한몫한다.

협상

사례기업은 몇 건의 스타트업 M&A를 경험했다. 일부는 인력 확보 목적의 극초기 기업 인수라 거래금액이 수 억원 수준이었다. 구주 100%와 채무를 모두 떠안는 조건이었다. 다른 딜은 피인수 스타트업 창업자가 심적으로 지쳐 있어 회수(Exit)를 희망한 경우다. 피인수 스타트업 창업자가 직접 기존 주주를 설득했고 기존 주주의 우선주보다 자신의 보통주 가치를 낮은 금액에 합의해 협상 과정에 큰 어려움이 없었다. 대신 사례기업은 유상증자를 통해 피인수 스타트업의 성장을 약속했다. 기존 주주가 여러 사정으로 급하게 포트폴리오 기업 지분을 매각해야 했던 딜도 있었다. 이 경우에도 사례기업이 협상 과정에서 우위를 점할 수 있어 좋은 가격에 인수할 수 있었다.

PMI

사례기업은 합병은 전제로 한 인수를 지향한다. 따라서 가능하면 구주를 모두 인수하려고 하며 PMI에 상당한 공을 들이는 편이다. 극초기 기업 인수는 PMI에 큰 어려움이 없었으나 이후 업력이 어느 정도 되는 기업을 인수한 경우 조직 문화 차이로 PMI가 쉽지 않았다고 한다. 예전에는 독립법인으로 일정 기간 두고 점진적으로 합병 작업을 진행했으나 시너지 창출에 어려움이 있었다. 최근에는 인수 직후 PMI 작업에 착수한다. 물리적으로 직원들을 같은 공간에 배치시키고 공동 프로젝트를 기획하는 등 두 회사가 적극적으로 교류하도록 유도한다. 공동의 KPI를 설정해 시너지가 극대화되도록 한다.

3. 소결

인터뷰를 통해 도출한 시사점은 다음과 같다. 첫째, 대기업 인수 후 피인수기업의 중소벤처기업 지위 유지에 대한 규제 개선 필요성이다. 대기업이 중소벤처기업을 인수하는 경우 유예기간을 두고 대기업 집단에 편입되며 각종 규제 적용 대상이 된다. 그러나 피인수기업은 설립 당시 규제 대상이 아니었기 때문에 대기업 인수 후 규제에 맞춰 모든 부분을 개선하더라도 미진한 부분이 있을 수밖에 없다. 또한, 대기업 수준으로 모든 운영·관리체계를 변경하는 데 상당한 비용이 발생하는 점도 둘 간의 창출 시너지를 상쇄하는 요인이다. 일률적인 유예기간보다 피인수기업이 일정 규모 이상으로 성장하기까지 대기업 집단 편입을 유예하는 등의 방법을 검토할 필요가 있다.

둘째, 일부 인터뷰에서는 오히려 스타트업 간 M&A 활성화가 생태계 측면에서 긍정적일 수 있음을 언급했다. 물론 스타트업이 대기업과 협업했을 때 창출할 수 있는 시너지 금액이 더 크기 때문에 인수가격이 상승할 수 있다는 점은 회수시장 규모 확대에 긍정적이다. 그러나 조직 문화 측면에서 대기업과 스타트업 간 간극이 커 PMI가 힘들고 사업부 담당자가 바뀌거나 전략이 변경되면 당초 기획했던 협업 과제가 무산되는 등 시너지가 실현되지 않을 가능성 역시 상존한다. 반면, 스타트업 간 M&A는 PMI가 상대적으로 수월하고 대표들끼리 신뢰를 쌓으면 긴밀한 협업이 가능하므로 예상했던 것 이상으로 시너지를 창출할 수 있다.

셋째, 벤처투자 표준계약서의 '주식매수청구권' 조항 개선에 대한 목소리도 있었다. 이 조항은 M&A 같은 중대한 경영상의 의사결정에서 대표이사에게 상당한 부담으로 작용한다. 만약 대표가 기존 주주의 반대를 무릅쓰고 M&A 계약을 진행하는 경우 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있고 대표는 해당 지분을 매입해야만 한다. 어느 스타트업 대표는 인수기업이 주식매수청구권 행사 지분을 대신 매입하겠다는 구두 계약만 믿고 M&A 계약을 체결했으나 인수기업이 구두계약을 이행하지 않아 자신의 지분을 처분한 금액보다 더 큰 금액을 기존 주주 지분 매입에 지출해 오히려 큰 빚을 지게 됐다. 실제 연구팀이 만난 인수기업 담당자도 인수하려던 스타트업의 기존 주주가 해당 조항을 빌미로 대표를 압박해 M&A 딜이 무산되거나 협상 과정이 매우 힘들었던 경우가 많았음을 언급했다.

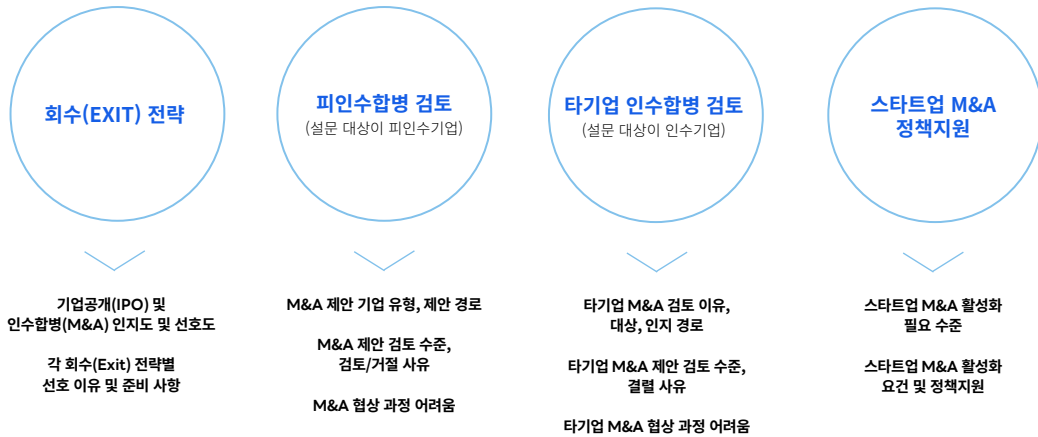
넷째, 정부가 피인수 스타트업의 회계감사를 지원해주면 좋겠다는 의견이 있었다. 모든 인터뷰에서 인수하려는 스타트업의 매출 실적이 잘 나오는 경우 기업가치에 대한 매수자와 매도자 간 간극이 커 딜이 무산된 경우가 종종 있다고 언급됐다. 투자유치는 성장 잠재력을 기준으로 기업가치를 평가하고, M&A는 보유 자산을 기준으로 평가하기 때문이다. 그러나 회계사 출신 CFO가 있는 일정 규모 수준의 스타트업을 제외한 나머지 대부분 창업자부터 연구개발 출신으로 회계지식이 부족하고 기업가치평가 차이에 대한 이해도 부족하다. 따라서 정부가 약식의 회계감사 지원만 해줘도 인수제의를 받은 스타트업 대표가 M&A 관점의 기업가치에 대한 이해도를 높일 수 있어 M&A 시장이 활성화될 수 있다고 강조한다.

다섯째, 스타트업 대표들 간 교류의 장을 확대할 필요가 있다는 주장이 있었다. 스타트업 M&A는 투자은행(IB)이나 사모투자회사에서 매물을 유통하는 경우가 많지 않다. 또한, 인터뷰에서 직원들의 동요나 업계 평판 문제로 인해 M&A 거래 정보망에 매물 등록하는 것도 한계가 있음을 지적했다. 위 사례에서 보듯이 스타트업 M&A의 전제 조건이 양사 간 협업을 통한 시너지 창출이므로 여러 스타트업 대표들끼리 만나 협업을 논의할 수 있는 교류의 장만 마련되어도 스타트업 M&A 역시 활성화될 것으로 기대한다.

스타트업 창업자의 M&A 인식조사

1. 연구 방법

설문지 문항 설계를 위해 M&A 경험이 있는 스타트업 창업자 5명을 인터뷰했다. 인터뷰 내용을 바탕으로 1) 회수(Exit) 전략, 2) 피인수합병 검토, 3) 타기업 인수합병 검토, 4) 정책지원 등으로 설문지를 구성했다. 각 파트별 조사 내용은 다음과 같다.



2022년 벤처기업정밀실태조사에 따르면 피인수합병 경험은 조사 대상의 1.0%, 인수합병 경험은 2.4% 수준이다. 따라서 창업자 대상 무작위 설문을 진행할 경우 M&A 경험자 100명의 응답을 받아내기 위해서는 수 천명에게 설문을 돌려야 한다. 이에 연구팀은 리멤버 리서치 서비스를 활용했다. 리멤버에서 보유한 스타트업 대표 연락처로 설문 링크를 보내고 M&A 경험이 있는 창업자 76명, 경험이 없는 창업자 25명을 식별하여 M&A 경험 유무에 따라 다른 설문을 하도록 설정했다. 따라서 본 설문조사가 스타트업 창업자의 M&A 경험을 살펴보는 데는 적합하나 스타트업 창업자 전반의 선호나 인식을 대변하는 것은 아니다. 구체적인 표본 분포[표 4-1]와 응답자 특성[표 4-2]은 다음과 같다.

[표 4-1]

인식조사 표본 분포

항목	타기업 인수합병 검토 경험 (타기업에 인수합병 제안함)			
	네	아니오	합계	
피인수합병 검토 경험 (인수합병 제안받음)	네	17	42	59
	아니오	17	25	42
	합계	34	67	101

[표 4-2]

응답자(스타트업 창업자) 특성

항목	빈도	비율(%)	
응답자 연쇄창업자 여부	네	38	37.6%
	아니오	63	62.4%
응답자 연령대	20대	5	5.0%
	30대	24	23.8%
	40대	46	45.5%
	50대 이상	26	25.7%
스타트업 업종	IT·통신	49	48.5%
	의료·제약·바이오·헬스케어	16	15.8%
	기타	36	35.6%
스타트업 업력	1년 미만	6	5.9%
	1년 이상 3년 미만	17	16.8%
	3년 이상 5년 미만	32	31.7%
	5년이상 10년 미만	37	36.6%
	10년 이상	9	8.9%
스타트업 투자유치 단계	투자유치 이력 없음	32	31.7%
	시드 투자유치 완료	20	19.8%
	프리 A 투자유치 완료	17	16.8%
	시리즈 A 투자유치 완료	20	19.8%
	시리즈 B 이상 투자유치 완료	7	6.9%
	기타	5	5.0%

2. 설문 결과

① 회수(Exit) 전략

스타트업 창업자 101명에게 기업공개(IPO)와 인수합병(M&A) 회수(Exit) 전략에 대해 얼마나 잘 알고 있는지 물었다[표 4-3]. 기업공개(IPO)에 대해 ‘매우 잘 알고 있다’ 36%(36명), ‘알고 있다’ 37%(37명)로 총 72%(73명)가 일정 수준 이상 알고 있다고 응답했다. 인수합병(M&A)에 대해서는 ‘매우 잘 알고 있다’ 39%(39명), ‘알고 있다’ 39%(39명)로 총 77%(78명)가 일정 수준 이상 알고 있다고 응답했다. 인수합병을 알고 있다고 응답한 사람이 기업공개보다 소폭 높은 것은 본 설문이 인수합병 경험자를 식별하여 조사하였기 때문으로 보인다.

[표 4-3]

회수(Exit) 전략 인지 수준

	항목	빈도	비율(%)
기업공개(IPO)에 대해 잘 알고 있다	매우 잘 알고 있다	36	36%
	알고 있다	37	37%
	보통이다	23	23%
	모른다	5	5%
	전혀 모른다	0	0%
인수합병(M&A)에 대해 잘 알고 있다	매우 잘 알고 있다	39	39%
	알고 있다	39	39%
	보통이다	18	18%
	모른다	5	5%
	전혀 모른다	0	0%
	전체	101	100%

IPO와 M&A 중 어떤 회수(Exit) 전략을 선호하는지 조사했다[표 4-4]. 응답자 73%(74명)는 IPO보다 M&A를 선호하거나(30%), 둘 다 선호하는(44%) 것으로 나타났다. 반면 M&A보다 IPO를 선호한다는 응답자는 16%(16명)로 M&A보다 낮았다. M&A 경험이 전혀 없는 창업자 25명을 따로 분석한 결과에서도 IPO보다 M&A를 선호하는 비율이 높았다.

[표 4-4]

선호 회수(Exit) 전략

항목	전체		MSA 無경험자	
	빈도	비율(%)	빈도	비율(%)
기업공개(IPO)와 인수합병(M&A) 둘 다 선호한다	44	44%	9	36%
다른 기업에 지분 매각하여 경영권을 넘김(M&A)	30	30%	7	28%
주식시장에 상장(IPO)	16	16%	5	20%
구체적인 회수(Exit) 전략이 없다	10	10%	4	16%
기타	1	1%	0	0%
전체	101	100%	25	100%

IPO를 선호하는 60명을 대상으로 IPO 선호 이유를 물었다[표 4-5]. 가장 큰 이유는 ‘상장 기업으로서 신뢰도가 높아질 것 같아서’(77%)로 나타났고, ‘회사 성장을 위한 자금조달이 용이해지기 때문에’(67%)가 그 뒤를 이었다. ‘직원들에게 스톡옵션 등으로 큰 보상을 해주고 싶어서’(47%), ‘기존 투자자, 주주들이 원해서’(30%)도 적지 않은 비중을 차지했다. 2020년에 코스닥에 상장한 스타트업 창업자 역시 비슷한 얘기를 한 적이 있다. 이 기업은 이미 충분한 규모의 이익을 창출하고 보유현금도 충분히 상장이 필요한 상황이 아니었다. 그런데도 상장을 추진한 이유는 첫째가 상장 기업이라는 타이틀이 주는 대외적인 평판, 둘째가 직원과 기존 주주를 위한 보상 때문이라고 설명했다.

[표 4-5]

회수(Exit) 전략으로 IPO를 선호하는 이유 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
상장 기업으로서 신뢰도가 높아질 것 같아서	46	77%
회사 성장을 위한 자금조달이 용이해지기 때문에	40	67%
직원들에게 스톡옵션 등으로 큰 보상을 해주고 싶어서	28	47%
기존 투자자, 주주들이 원해서	18	30%
기업공개를 하면 큰 돈을 버는 것 같아서	9	15%
기타	1	2%
전체	60	100%

IPO를 위해 무엇을 준비하는지 살펴봤다[표 4-6]. ‘기업 외형 확대에 집중하고 있다’는 응답이 55%(33명)로 가장 많았다. IPO를 위해 ‘독보적인 기술 확보에 집중하고 있다’는 의견도 53%(32명)로 높은 빈도를 기록했다.

[표 4-6]

IPO를 위한 준비 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
기업 외형 확대(매출, 고객 수 등)에 집중하고 있다	33	55%
독보적인 기술 확보에 집중하고 있다	32	53%
상장주관사 선정, 회계감사, 거래소 심사 등 실질적인 기업공개(IPO) 작업 중이다	13	22%
기업공개(IPO)에 도움이 될 투자자를 찾고 있거나 투자를 받았다	12	20%
특별히 별도의 준비를 하고 있지 않다	10	17%
전체	60	100%

M&A를 선호하는 창업자 74명을 대상으로 M&A 선호 이유를 살펴봤다[표 4-7]. ‘기업을 성장시키는 데 인수합병(M&A)이 적합해서’(58%), ‘기업공개(IPO)까지 시간이 너무 오래 걸릴 것 같아서’(53%)라는 의견이 가장 많았다. ‘사업 특성상 IPO 가능성이 낮아서’(24%)나 ‘IPO 시 창업자 지분 매각이 쉽지 않아서’(24%)라는 의견도 적지 않았다. IPO를 통해 주식 거래량이 늘어나니 창업자의 지분가치가 증가할 수 있지만, 창업자가 그 지분을 현금화하는 것은 현실적으로 불가능하다. 어떤 측면에서 IPO는 성장을 위한 추가 자금조달이나 직원들을 위한 보상 혹은 초기 투자자의 회수 목적이 더 크다.

[표 4-7]

회수(Exit) 전략으로

M&A를 선호하는 이유 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
기업을 성장시키는 데 인수합병(M&A)이 적합해서	43	58%
기업공개(IPO)까지 시간이 너무 오래 걸릴 것 같아서	39	53%
사업특성상 기업공개(IPO) 가능성이 낮아서	18	24%
기업공개(IPO) 시 창업자 지분 매각이 쉽지 않아서	18	24%
기존 투자자, 주주들이 원해서	3	4%

M&A를 위해 무엇을 준비하는지 알아보았다[표 4-8]. ‘잠재적 인수자가 누구인지 파악하고 분석한다’(54%)와 ‘인수금액을 높게 받기 위해 기술, 거래선 확보 등에 힘쓴다’(49%)는 의견이 가장 많았다. 반면, ‘특별히 별도의 준비를 하고 있지 않다’는 의견은 M&A가 IPO보다 더 많았다. 창업자들이 M&A에 대한 인식이나 이해가 높지 않음을 시사하는 결과다.

[표 4-8]

M&A를 위한 준비 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
잠재적 인수자가 누구인지 파악하고 분석한다	40	54%
인수금액을 높게 받기 위해 기술, 거래선 확보 등에 힘쓴다	36	49%
특별히 별도의 준비를 하고 있지 않다	20	27%
인수 희망기업을 찾아달라고 주주 등 주변에 부탁한다	7	9%
전체	74	100%

② 피인수합병 검토

앞서 101명의 응답자 중 다른 기업으로부터 M&A 제안을 받아 피인수합병 검토 경험이 있는 59명[표 4-1]을 대상으로 세부 내용을 조사했다. M&A 제안을 여러 번 받은 경우, 가장 적극적으로 검토한 최근 딜을 중심으로 응답을 요청했다. 우선, 스타트업 창업자에게 M&A를 제안한 상대 기업 유형을 살펴봤다[표 4-9]. 59명의 응답자 중 37%(22명)가 중견기업, 24%(14명)는 대기업으로부터 M&A 제안을 받았다고 응답했다. 다른 스타트업으로부터 M&A 제안을 받은 경우도 20%(12명)로 적지 않은 비중을 차지한다.

[표 4-9]

M&A 제안 상대 기업 유형

항목	빈도	비율(%)
대기업	14	24%
중견기업	22	37%
중소기업	6	10%
스타트업	12	20%
사모투자회사	2	3%
벤처캐피탈	2	3%
해외기업	1	2%
전체	59	100%

다른 기업으로부터 M&A 제안을 받은 경로를 물어봤다[표 4-10]. ‘투자자/주주의 소개’, ‘창업자 네트워킹’을 통해서라는 응답이 각각 32%(19명)으로 가장 많았다. ‘전혀 모르는 상태에서 연락받음’도 25%(15명)으로 적지 않았고 ‘기타’ 항목에 해당하는 내용 역시 대부분 지인 소개에 대한 것이다. 이처럼 M&A는 창업자나 투자자/주주 개인의 인적 네트워크에 의존하는 경향이 뚜렷하다.

[표 4-10]
M&A 제안 경로

항목	빈도	비율(%)
투자자/주주의 소개	19	32%
창업자 네트워킹	19	32%
전혀 모르는 상태에서 연락받음	15	25%
기타	6	10%
전체	59	100%

창업자들이 다른 기업의 M&A 제안을 검토하는 이유를 조사했다[표 4-11]. ‘사업 확장을 위한 협업 파트너가 필요해서’(54%), ‘투자유치 등 자금조달이 어려워’(41%)라는 의견이 가장 많았다. ‘대표로서의 중압감에서 벗어나고 싶어서’라는 의견도 29% 수준이다. 사업 확장, 자금조달 등 창업자가 겪는 경영상의 어려움에서 벗어나고 싶다는 마음이 M&A의 가장 큰 동인으로 여겨진다. 실제, 보상과 관련된 항목인 ‘창업자에 대한 즉각적인 보상이 있을 것으로 생각해서’(29%)나 ‘사업 특성상 기업공개(IPO) 가능성이 낮고 시간이 오래 걸려서’(17%)라는 응답 비중은 생각보다 크지 않다.

[표 4-11]
M&A 제안 검토 이유 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
사업 확장을 위한 협업 파트너가 필요해서	32	54%
투자유치 등 자금조달이 어려워	24	41%
대표로서의 중압감에서 벗어나고 싶어서	17	29%
창업자에 대한 즉각적인 보상이 있을 것으로 생각해서	17	29%
사업 특성상 기업공개(IPO) 가능성이 낮고 시간이 오래 걸려서	10	17%
기존 투자자/주주가 원해서	4	7%
기타	3	5%
전체	59	100%

다른 기업의 M&A 제안을 어느 수준까지 검토했는지 살펴봤다[표 4-12]. M&A 제안을 받은 창업자 80%는 거래조건을 세부적으로 검토하고 논의했으며 일부는 실제 계약서 작성까지 했다. 그러나 창업자가 과거 창업경험이 있는 연쇄창업자인지에 따라 M&A 제안에 대한 대응이 조금 달랐다. 연쇄창업자는 거래조건 논의 전 거절했다는 응답자가 13%에 불과하지만, 과거 창업경험이 없는 창업자들은 그 비율이 25%로 상대적으로 높았다. 경험이 많은 창업자일수록 M&A 제안을 단번에 거절하기보다 일단 상대방의 제안을 검토하는 경향이 있다.

[표 4-12]

M&A 제안 검토 수준

항목	연쇄창업자 여부					
	전체		네		아니오	
	빈도	비율(%)	빈도	비율(%)	빈도	비율(%)
거래조건 논의 전 거절	12	20%	3	13%	9	25%
거래조건 검토/논의	30	51%	11	48%	19	53%
거래조건 협상(텀시트 작성) 및 기업 실사 진행	6	10%	2	9%	4	11%
계약서 작성했으나 체결 안함	4	7%	1	4%	3	8%
인수합병(M&A) 계약 체결	7	12%	6	26%	1	3%
전체	59	100%	23	100%	36	100%

M&A 진행 과정에서 어떤 어려움이 있는지 조사했다[표 4-13]. 특히, ‘기업가치에 대한 서로 다른 눈높이’(78%)가 가장 큰 어려움으로 나타났다. 2순위 역시 ‘충분하지 않은 보상’(34%)으로 M&A 제안을 받은 창업자들 대부분 가치평가에서 많은 어려움이 있음을 시사한다. ‘다양한 딜 구조나 계약 조항에 관한 낮은 이해도’(25%)도 상당히 높은 비중을 차지한다. 보통 M&A 협상 과정에서 인수가격에 대한 괴리를 여러 계약 조항으로 보완하는데, 창업자가 이런 부분에 대한 이해도가 낮다면 협상이 난항을 겪을 수밖에 없다.

[표 4-13]

M&A 과정상 어려움 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
기업가치에 대한 서로 다른 눈높이	46	78%
충분하지 않은 보상 (예: 제한적인 창업자 구주 매입)	20	34%
다양한 딜 구조나 계약 조항 이해 부족 (예: 옵션, 의무근무, 후순위 재출자 등)	15	25%
인수합병(M&A) 의사결정을 위한 정보 부족 (예: 상대 기업에 대한 정보 등)	14	24%
인수합병(M&A) 딜에 대한 투자자 설득	8	14%
실사 과정 대응(예: 상대방의 과도한 실사 요구)	1	2%
기타	4	7%
전체	59	100%

59명의 응답자 중 52명은 최종적으로 M&A 계약을 체결하지 않았는데, 이들을 대상으로 그 이유를 살펴봤다[표 4-14]. 가장 높은 비중을 차지한 것은 ‘좀 더 성장한 뒤에 더 높은 가격에 매각하고 싶어서’(52%)라는 의견이었다. 비슷하게 ‘창업자 지분에 대한 보상이 충분하지 않아서’(27%) 역시 적지 않은 비중을 차지한다. 기타 의견으로는 ‘매각 의사가 없었다’, ‘협의를 안했다’ 등을 언급했다.

[표 4-14]

M&A 제안 거절 이유 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
좀 더 성장한 뒤에 더 높은 가격에 매각하고 싶어서	27	52%
창업자 지분에 대한 보상이 충분하지 않아서	14	27%
상대 기업이 내 사업을 제대로 키울 수 없을 것 같아서	12	23%
창업자에 대한 요구 조건 (일정 기간 근무, 매출 성장, IPO 등)이 마음에 들지 않아서	10	19%
인수합병(M&A)보다는 기업공개(IPO)를 선호하기 때문에	5	10%
기존 투자자/주주 설득에 실패해서	2	4%
기타	5	10%
전체	52	100%

③ 인수합병 검토

본 설문에 응답한 스타트업 창업자 101명 중 34명은 다른 기업에 M&A를 제안한 경험이 있다[표 4-1]. 우선, 어떤 목적으로 다른 기업에 M&A를 제안했는지 물었다[표 4-15]. 가장 높은 비중을 차지하는 것은 '제품/서비스 포트폴리오를 강화하기 위해'(62%)였다. 기술(47%)이나 인력(38%) 확보 목적보다 훨씬 더 많았다. 그러나 연쇄창업자 여부에 따라 타기업 M&A 목적에 차이가 있다. 연쇄창업자는 기술(65%), 고객(47%) 등 자산 확보 목적 성격의 M&A에 좀 더 치중하는 모습이고, 연쇄창업자가 아닌 경우에는 제품/서비스 측면의 시너지(보완재 등) 확보(76%)에 좀 더 주력한다. 물론 표본 수가 적기 때문에 이 결과가 모든 창업자를 대변한다고 볼 수는 없지만 연쇄창업자 여부에 따른 방향성의 차이는 어느 정도 확인할 수 있다.

[표 4-15]

타기업 M&A 제안 목적 (중복응답)

항목	연쇄창업자 여부					
	전체		네		아니오	
	빈도	비율(%)	빈도	비율(%)	빈도	비율(%)
제품/서비스 포트폴리오를 강화하기 위해	21	62%	8	47%	13	76%
다른 기업의 기술을 확보하기 위해	16	47%	11	65%	5	29%
다른 기업의 인력을 확보하기 위해	13	38%	7	41%	6	35%
다른 기업의 거래처(고객)을 확보하기 위해	11	32%	8	47%	3	18%
다른 기업의 생산 설비를 확보하기 위해	4	12%	3	18%	1	6%
기타	1	3%	0	0	1	6%
전체	34	100%	17	100%	17	100%

스타트업 창업자들이 어느 유형의 기업에 M&A를 제안했는지 조사했다[표 4-16]. 대부분이 스타트업(74%) 또는 중소기업(21%)에 제안했다고 응답했다. 스타트업의 자금이 여유가 많지 않아 비슷한 혹은 더 작은 규모의 다른 스타트업과 협력하는 것으로 추정한다. 참고로 대기업 사업부 인수를 검토했던 스타트업은 시리즈B 이상의 투자유치 실적이 있다고 응답했다.

[표 4-16]

M&A 대상 기업 유형

항목	빈도	비율(%)
대기업 사업부	1	3%
중견기업 사업부	1	3%
중소기업	7	21%
스타트업	25	74%
전체	34	100%

산업 비교를 통해 창업자들이 M&A를 제안한 기업이 동종산업인지 이종산업인지 살펴봤다[표 4-17]. 스타트업 창업자들은 주로 동종산업(68%)에 있는 기업에 M&A를 제안한다.

[표 4-17]

M&A 대상 기업 산업분야

항목	빈도	비율(%)
동종산업	23	68%
이종산업	11	32%
전체	34	100%

다음은 M&A를 제안한 상대 기업을 알게 된 경로를 물었다[표 4-18]. ‘창업자 네트워크’(32%)이라는 답변이 가장 많았다. 지인 소개(24%)나 투자자/주주의 소개(15%)도 적지 않은 비중을 차지한다. 인적 네트워크 의존도가 높은 M&A 특징을 대변하는 결과다. 그러나 ‘산업분석을 통해 직접 찾음’(24%)이라는 응답도 꽤 있는데 이 부분은 M&A 제안받은 스타트업이 ‘전혀 모르는 상태에서 연락받음’[표 4-10]이라고 응답하는 항목으로 볼 수 있다.

[표 4-18]

M&A 대상 인지 경로

항목	빈도	비율(%)
창업자 네트워크	11	32%
산업분석을 통해 직접 찾음	8	24%
지인의 소개로 우연히 알게 됨	8	24%
투자자/주주의 소개	5	15%
기타	2	6%
전체	34	100%

다른 기업에 M&A를 제안하고 어느 수준까지 진행했는지 물었다[표 4-19]. 응답자 중 절반은 상대방이 자신의 M&A 제안에 대한 구체적인 협상이나 기업 실사 전에 검토가 종결됐다고 응답했다. 응답자의 29%(10명)는 M&A 계약을 실제로 체결했다고 응답했다. 계약을 체결했다고 응답한 10건 중 8건은 스타트업, 2건은 중소기업에 제안한 M&A 딜이며, 6건은 동종산업, 4건은 이종산업이었다.

[표 4-19]

M&A 검토 수준

항목	빈도	비율(%)
거래조건 논의 전 상대방이 거절	3	9%
거래조건 검토/논의	14	41%
거래조건 협상(텀시트 작성) 및 기업 실사 진행	5	15%
계약서 작성했으나 체결 안함	1	3%
인수합병(M&A) 계약 체결	10	29%
기타	1	3%
전체	34	100%

M&A 거래 협상과정에서 어려웠던 점을 조사했다[표 4-20]. 피인수합병 검토 과정에서 창업자들이 경험한 어려움[표 4-13]과 마찬가지로 가장 많이 언급된 것은 ‘기업가치에 대한 서로 다른 눈높이’(62%)였다. 그 다음은 ‘실사 과정 진행’(38%), ‘다양한 딜 구조나 계약 조항에 관한 낮은 이해’(24%) 같이 M&A 실무 역량 부족에 대한 어려움이었다. 표 4-13의 결과와 비교해볼 때 M&A 제안을 받는 경우보다 M&A 제안을 하는 경우 역량 부족 문제를 많이 경험하는 것을 알 수 있다.

[표 4-20]

M&A 과정상 어려움 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
기업가치에 대한 서로 다른 눈높이	21	62%
실사 과정 진행(예: 전문 역량 부족, 비용 부담 등)	13	38%
다양한 딜 구조나 계약 조항 이해 부족 (예: 옵션, 의무근무, 후순위 재출자 등)	8	24%
인수합병(M&A) 딜에 대한 우리 투자자 설득	7	21%
인수합병(M&A) 의사결정을 위한 정보 부족 (예: 상대 기업에 대한 정보 등)	7	21%
인수합병(M&A) 딜에 대한 상대방 측 투자자 설득	6	18%
전체	34	100%

스타트업 창업자들에게 향후 다른 기업을 M&A할 의향이 있는지 조사했다[표 4-21]. 70%(71명)가 M&A 의향이 있다고 응답했다. 그러나 과거에 다른 기업에 M&A를 제안하고 검토한 적이 있는지에 따라 M&A 의향이 다르게 나타났다. 과거 타기업 M&A 검토 경험이 있는 경우 85%가 향후 다른 기업에 M&A를 제안할 의향이 있다고 응답했으나 타기업 M&A 검토 경험이 없는 경우 63%만 타기업 M&A 의향이 있는 것으로 나타났다.

[표 4-21]

경험에 따른
타기업 M&A 의향 여부

항목	타기업 M&A 검토 여부						
		전체		네		아니오	
		빈도	비율(%)	빈도	비율(%)	빈도	비율(%)
향후 타기업 M&A 의향 여부	네	71	70%	29	85%	42	63%
	아니오	30	30%	5	15%	25	37%
	전체	101	100%	34	100%	67	100%

향후 다른 기업 M&A 의향이 있다는 71명의 응답자를 대상으로 그 이유를 조사했다[표 4-22]. 제품/서비스 포트폴리오 강화 목적이라는 응답이 62%로 가장 많았다. 그러나 연쇄창업자의 경우 제품/서비스 포트폴리오 강화 목적보다는 기술, 인력, 고객, 생산 설비 등 자산 확보 목적의 M&A 니즈가 더 강하고, 연쇄창업자가 아닌 경우 제품/서비스 측면의 시너지 확보에 더 주력하는 모습으로 나타났다. 이 결과는 앞서 다른 기업에 M&A를 제안한 이유를 조사한 것과 유사하다[표 4-15].

[표 4-22]

경험에 따른
타기업 M&A 목적 (중복응답)

항목	연세창업자 여부				
	전체		네		아니오
	빈도	비율(%)	빈도	비율(%)	빈도
제품/서비스 포트폴리오를 강화하기 위해	44	62%	13	50%	31
다른 기업의 기술을 확보하기 위해	38	54%	15	58%	23
다른 기업의 인력을 확보하기 위해	31	44%	15	58%	16
다른 기업의 거래처(고객)을 확보하기 위해	33	46%	12	46%	21
다른 기업의 생산 설비를 확보하기 위해	10	14%	7	27%	3
가타	1	1%	0	0%	1
전체	71	100%	26	100%	45

M&A 진행 시 예상되는 어려움을 살펴봤다[표 4-23]. ‘기업가치에 대한 서로 다른 눈높이’(90%)이가 가장 높은 빈도를 기록했다. ‘실사 과정 진행’(32%), ‘다양한 딜 구조나 계약 조항 이해 부족’(23%) 등 M&A 관련 역량 부족에 대한 어려움도 적지 않았다.

[표 4-23]

타기업 M&A 진행 시
예상되는 어려움 (중복응답)

항목	빈도	비율(%)
기업가치에 대한 서로 다른 눈높이	64	90%
실사 과정 진행(예: 전문 역량 부족, 비용 부담 등)	23	32%
인수합병(M&A)을 위한 정보 확보 (예: 상대 기업에 대한 정보 등)	19	27%
다양한 딜 구조나 계약 조항 이해 부족 (예: 옵션, 의무근무, 후순위 재출자 등)	16	23%
인수합병(M&A) 딜에 대한 우리 투자자 설득	15	21%
인수합병(M&A) 딜에 대한 상대방 측 투자자 설득	11	15%
전체	71	100%

④ 스타트업 M&A 정책지원

스타트업 M&A가 활발하게 이루어져야 한다고 생각하는지에 대한 질문에 73%가 ‘매우 그렇다’라고 응답했다. ‘그렇다’(19%)까지 포함하면 92% 수준이 스타트업 M&A 활성화 필요성에 공감했다[표 4-24].

[표 4-24]
스타트업 M&A 활성화
필요성

항목	빈도	비율(%)
매우 그렇다	74	73%
그렇다	19	19%
보통이다	8	8%
전체	101	100%

스타트업 M&A 활성화가 필요한 이유를 주관식 문항으로 조사한 결과, 다수의 창업자가 M&A로 성장 속도를 높일 수 있고 회수(Exit)이 원활해져 스타트업 생태계 활성화에 기여할 것이라고 적었다. 대표적인 의견 몇 가지는 다음과 같다.

IPO는 가능성이 낮고 제약이 많다. 창업자가 IPO까지 갈 수 있는 역량, 경험, 조건, 시기 모두를 맞추는 건 너무 어렵다.

IPO 이외에 다양한 방법의 회수(Exit)가 존재해야 창업생태계가 더욱 활성화 될 수 있다.

초기사업 구축과 스케일업은 다르다. 큰 기업의 거대자본으로 스케일업이 보다 용이해진다.

스타트업만이 할 수 있는 영역이 있다. 대기업은 M&A 통해 새로운 성장동력을 확보하는 데 시간을 절약할 수 있다.

시너지를 낼 수 있는 중견기업과의 M&A 성공사례를 많이 만들어야 창업 생태계가 더 활성화될 것이다.

그러나 소수지만 일부 우려의 목소리도 있었다.

M&A 시장 활성화로 사업의 본질과 책임경영의 인식이 낮아지고 아이디어만으로 사업 시능만 내다 회수(Exit)하려는 창업가가 늘어날 수 있다. 전체 생태계의 질적인 성장이 저하될까 우려된다.

스타트업 M&A 활성화 필요성에 '매우 그렇다' 또는 '그렇다'라고 응답한 93명에게 어느 기업의 스타트업 M&A가 활발해져야 한다고 생각하느냐고 물었다[표 4-25]. 대기업(72%), 중견기업(69%)이라고 응답한 비율이 가장 높았다. 왜 그런 선택을 했는지 주관식 문항으로 조사했다. 대기업을 선택한 창업자는 풍부한 자금 여력 때문이라고 응답한 사람이 대다수였다. 중견기업을 선택한 창업자는 자금 여력이 되면서 사업적 시너지를 내기 수월할 것이라는 의견이 많았다. 중소기업이나 스타트업은 서로 상생 관계를 구축할 수 있고 조직 간 융합이 잘 될 것이라는 의견이 많았다.

[표 4-25]

스타트업 M&A 인수기업 선호도

(중복응답)

항목	빈도	비율(%)
대기업	67	72%
중견기업	64	69%
중소기업	36	39%
스타트업	49	53%
해외기업	37	40%
사모투자회사	24	26%
전체	93	100%

스타트업 M&A가 성공적으로 이루어지기 위해 가장 중요한 요건은 무엇이라고 생각하는지에 대한 물음에 64%가 '인수합병(M&A)에 우호적인 시장 분위기'를 꼽았다. 'M&A 대상 물색을 위한 충분한 정보'(53%), '상호에 매력적인 딜 구조나 계약조항을 설계하는 전문역량'(48%) 이 그 뒤를 이었다. M&A에 대한 전반적인 인식개선, 매물 정보, M&A 실무 역량 등이 중요하다는 의미로 해석할 수 있다. '피인수자 기업이 보유한 핵심인력'(42%), '인수자 기업이 보유한 핵심기술'(35%)은 상대에게 매력적인 자원과 역량을 가진 기업이 결합해야 M&A 시너지가 나타날 수 있음을 의미한다. 기타 의견으로 "시장을 중간에서 활성화해줄 뱅커, 자문사 역량이 중요하다"가 있었다.

[표 4-26]

스타트업 M&A 성공요인

(중복응답)

항목	빈도	비율(%)
인수합병(M&A)에 우호적인 시장 분위기	65	64%
인수합병(M&A) 대상 물색을 위한 충분한 정보	54	53%
상호에 매력적인 딜 구조나 계약조항을 설계하는 전문역량	48	48%
피인수자 기업이 보유한 핵심인력	42	42%
인수자 기업이 보유한 핵심기술	35	35%
PMI(Post-Merger Integration, 인수합병 후 통합관리)	32	32%
인수자/피인수자 기업의 매출 등 실적	25	25%
기타	2	2%
전체	101	100%

스타트업 인수합병(M&A) 활성화를 위해 정부의 정책적 지원 필요성을 묻는 말에 '매우 그렇다'(63%), '그렇다'(18%) 등 전체 81%가 정책지원 필요성을 강조했다[표 4-27].

[표 4-27]

정부 정책지원 필요성

항목	빈도	비율(%)
매우 그렇다	64	63%
그렇다	18	18%
보통이다	12	12%
그렇지 않다	5	5%
매우 그렇지 않다	2	2%
전체	101	100%

필요한 정책지원으로 ‘M&A 관련 규제완화 등 제도 개선’(22%), ‘M&A 검토/진행 비용 지원’(22%), ‘M&A를 원활히 하기 위한 전문인력/컨설팅 지원’(21%), ‘인수자/피인수자 거래 정보를 알 수 있는 데이터베이스 확충’(18%) 등이 많이 언급됐다[표 4-28]. 기타로는 ‘세제 혜택’이 언급됐다.

[표 4-28]

필요한 정부 정책지원

항목	빈도	비율
인수합병(M&A) 관련 규제완화 등 제도 개선	18	22%
인수합병(M&A) 검토/진행 비용 지원	18	22%
인수합병(M&A)을 원활히 하기 위한 전문인력/컨설팅 지원	17	21%
인수자/피인수자 거래정보를 알 수 있는 데이터베이스 확충	15	18%
인수합병(M&A)에 대한 인식 개선	7	9%
인수합병(M&A) 역량 강화	6	7%
기타	1	1%
전체	82	100%

3. 소결

창업자들이 IPO보다 M&A를 선호하는 이유는 외부 파트너와 협업을 통해 빠른 성장이 가능하고 회수까지 기간이 더 짧고 수월하다는 생각 때문이다[표 4-7]. 구체적으로 창업자들이 다른 기업의 M&A 제안을 수락하고 검토하는 이유는 자금조달에 관한 고민이나 대표로서의 중압감에서 벗어날 수 있고 다른 기업에 경영권을 넘기면 일부 즉각적인 회수도 가능하기 때문이다[표 4-11]. 실제 사전 조사과정에서 만난 한 창업자는 M&A를 목표로 창업했다고 한다. IPO까지 오랜 시간이 걸리는데 그렇다고 창업자 급여를 높게 책정하기 어려워 경제적 문제가 발생하고, 설령 IPO에 성공하더라도 창업자는 지분을 팔기 어려워 실제 손에 쥐는 돈이 많지 않다는 설명이었다. 이 창업자는 M&A를 전략적으로 접근했다. 잠재적 인수자가 될 수 있는 기업 목록을 만들고 이들이 관심 가질 만한 특허를 출원하는 등 지식재산권 포트폴리오를 계획적으로 구축했다. 또한, 전사회에 나갈 때도 잠재적 인수자 근처에 부스를 마련하여 의도적으로 노출을 많이 했다고 한다. 이런 노력으로 이 창업자는 적지 않은 금액에 지분 일부와 경영권을 다른 기업에 넘기며 일부 회수(Exit)에 성공했다. M&A 이후 창업자 본인의 경제적 문제가 해결되어 오히려 회사 경영에 더 집중할 수 있다고 한다.

스타트업이 다른 기업에 M&A를 제안하는 이유도 결국 성장이다[표 4-15]. 성장을 위한 제품/서비스 포트폴리오 강화, 기술 및 인력 확보, 거래선 확보 등이 주된 이유다. 사전 조사과정에서 만난 또 다른 창업자는 개발 중인 제품의 주요 부품을 제조하는 극초기 스타트업을 인수했는데 본업보다 인수한 회사가 더 빨리 성장해 기업가치를 크게 높일 수 있었다. 스타트업 간 M&A였기에 협업이 수월했고 동반 성장이 가능했다고 설명한다.

그러나 많은 창업자가 다른 기업의 M&A 제안을 깊이 검토하기 전에 논의를 중단한다[표 4-12]. 경험이 부족한 창업자일수록 그런 경향이 짙다. 조사 결과, M&A 검토를 중단하는 가장 큰 이유로 기업가치에 대한 서로 다른 눈높이를 언급한다[표 4-13, 표 4-20]. 창업자들이 VC로부터 투자를 유치할 때는 주로 미래 성장 가능성을 중심으로 기업가치를 산정한다. 그러나 M&A에서는 미래 현금흐름을 보기도 하지만 스타트업이 보유한 유·무형 자산을 중심으로 기업가치를 평가하므로 투자유치 과정과 다르게 산정될 가능성이 크다.

기업가치 눈높이를 맞추는 것 말고도 스타트업의 M&A 실무 역량 강화 역시 중요하다[표 4-13, 표 4-20, 표 4-23]. M&A는 현금으로 주식을 사는 단순 거래가 아니다. 다양한 딜 구조나 계약 조항을 활용해서 상대방과의 접점을 찾는 협상 과정을 수반한다. 인수기업이 피인수 스타트업 창업자를 보상하는 방법은 구주를 비싸게 매입하는 것 외에 여러 가지가 있다. 주식스왑이나 스톡옵션은 물론 계약서에 다양한 옵션 조항을 넣을 수도 있고, 인수 후 자문의 형태로 보상하는 방법도 있다. 피인수 스타트업 창업자는 후순위 재출자나 의무근무 등을 협상 카드로 활용할 수도 있다. M&A를 통해 창출하는 시너지를 협상 카드로 활용하기도 한다. 이처럼 다양한 딜 구조나 계약 조항에 대한 이해가 부족하다면 M&A 협상이 어려울 수밖에 없다. 특히, 창업자가 M&A 제안을 받아 검토하는 경우보다 다른 기업에 M&A를 제안하는 경우 실무 역량 부족 문제를 더 많이 경험한다.

M&A 매물 정보도 중요한 부분이다. 창업자들은 인수합병 대상 물색을 위한 충분한 정보가 중요한 성공요인 중 하나라고 응답했다[표 4-26]. 그러나 스타트업 M&A는 창업자나 투자자의 인적 네트워크에 상당 부분 의존한다[표 4-10, 표 4-18]. 아직까지는 M&A에 우호적인 분위기도 아니고 조직 내 동요가 있을 수 있어 매우 조심스럽게 접근하기 때문이다. 전반적으로 M&A에 우호적인 분위기가 형성되지 않으면 매물 정보는 더욱 폐쇄적으로 유통될 수밖에 없다.

결론적으로 창업자들이 요구하는 정부 정책지원을 살펴보면 다음과 같다[표 4-28]. 첫째, M&A 관련 규제완화 등 제도 개선이다. 더 많은 기업의 M&A 시장 참여를 유도하는 정책이 필요하다는 의미로 해석할 수 있다. M&A에 우호적인 시장 분위기 형성에도 제도 개선이 중요하다. 인식 개선이 하루아침에 이루어질 수 있는 것이 아니기 때문이다.

둘째, M&A 검토/진행 비용 및 전문인력/컨설팅 지원이다. 이는 M&A 실무 역량 강화에 대한 니즈가 반영된 응답 결과다. M&A 검토 과정에서 느끼는 가장 큰 어려움인 기업가치에 대한 눈높이 차이도 M&A에 대한 지식이나 경험이 많지 않기 때문이다. 창업자가 M&A 제안을 받았을 때 중립적인 위치의 전문가로부터 기업가치에 대한 간단한 가이드만 받아도 기업가치 견해 차이를 극복하는 데 도움 될 것이다. 근본적으로는 창업자의 M&A 지식과 역량을 제고하는 게 중요하다. 한 가지 방법은 다양한 기업의 M&A 협상 과정을 사례로 제작하여 교육하는 것이다. 실제 M&A 거래를 바탕으로 가상의 사례를 제작하여 다양한 딜 구조나 계약 조항에 대한 이해도를 높인다면 스타트업 M&A 활성화에 기여할 수 있을 것으로 생각한다.

셋째, 인수자/피인수자 거래정보를 알 수 있는 데이터베이스 확충이다. 현재는 주로 창업자와 투자자의 인적 네트워크를 통해 인수자/피인수자를 소개받는다. 그러나 M&A 거래 정보 데이터베이스를 구축하고 활성화하기 위해서는 M&A에 대한 인식 개선이나 우호적인 분위기 형성이 선행되어야 한다[표 4-26]. 그전까지는 창업자들이 서로 협업 기회를 모색할 수 있는 교류의 장을 확대하거나 스타트업 전문 M&A 자문사를 육성하고 지원하여 M&A 실무 지원과 매물 정보의 유통 흐름을 개선하는 방법이 효과적일 것으로 생각한다.

나오며

스타트업 M&A 활성화 방안

① 스타트업 글로벌화 및 글로벌 투자유치 활성화

M&A를 통한 회수(Exit) 활성화를 위해서는 대규모 M&A 거래가 늘어나야 한다. 국내에서 천억원 이상을 기업가치를 인정받은 스타트업 M&A의 총 금액은 22.5조원 수준으로 이중 42% 9.5조원이 해외기업에 의한 것이었다. 해외 사모투자회사의 인수까지 확대하면 이 비중은 더 늘어난다. 천억원 이상 규모 M&A 중 해외기업이 인수한 스타트업의 기업가치 평균은 1.9조원으로 대기업의 4,161억원의 4.6배 수준이다. 실제 우리나라 역사상 가장 큰 규모의 스타트업 M&A인 배달의민족은 4.8조원의 기업가치를 평가받았다. 이는 레인보우로보틱스가 2021년 상장 당시 시가총액이 약 2천억원 수준이었고 현재 3조원인 점을 감안하면 상당한 금액이다.

따라서 유망한 스타트업의 글로벌 진출과 글로벌 투자유치를 적극 활성화하여 해외 투자자와 해외기업에 더 많이 노출되도록 하는 게 필요하다. 현재도 정부 주도로 다양한 글로벌 지원사업을 진행하고 있으며 글로벌화는 2024년 중기부 주요 정책방향과도 일치한다. 글로벌 투자유치 가속화를 위한 해외 투자자 대상 로드쇼나 데모데이는 물론 해외로 본사를 이전하는 플립(Flip)에 대한 지원과 더불어 해외 투자자에 대한 추가 연구도 필요하다. 예를 들어, 해외 투자자가 선호하는 국내 스타트업이나 이들이 투자 시 겪는 어려움 등에 대해 면밀히 조사하고 이를 바탕으로 다양한 지원사업을 설계할 필요가 있다. 특히, 글로벌 투자유치 과정에서 해외 투자자가 불만을 제기하는 여러 투자 관행에 대한 적극적인 검토와 개선을 통해 해외 벤처캐피탈의 국내 스타트업 투자를 활성화해야 한다. 해외기업 CVC의 국내 진출과 해외기업과의 오픈이노베이션 프로그램을 장려하는 것도 좋은 방안이다.

② 대기업 니즈 기반 정책설계 강화

해외기업을 제외하고 천억원 이상의 대규모 스타트업 M&A 금액 기준 비중이 가장 높은 것은 대기업으로 건수 기준 35%, 금액 기준 31%를 차지한다. 2016년에서 2023년 사이 대기업이 인수한 스타트업의 기업가치 중앙값은 155억원으로 전체 중앙값 108억원을 상회한다. 해외기업은 한 두 건의 초대형 딜에만 집중되어 있으므로 전반적인 M&A 시장 확대를 위해서는 대기업의 적극적인 참여가 필요하다.

그러나 2020년, 2021년 국내 대기업의 스타트업 M&A는 카카오그룹의 비중이 절대적이였다. 2022년 LG, GS, 현대자동차의 M&A가 늘어나며 인수기업이 다변화했으나 2023년에는 전반적으로 스타트업 M&A가 저조했다. 이처럼 일부 소수 기업에 의존적인 대기업의 스타트업 M&A에 더 많은 기업이 참여하도록 하려면 대기업이 스타트업 M&A를 통해 얻고자 하는 것, 어려운 점 등을 자세히 연구할 필요가 있다. 예를 들어, 국내 스타트업이 대기업에 인수될 경우 일정 유예기간을 두고 공시대상기업집단에 편입되며 각종 규제 대상이 된다. 이런 규

제로 인해 스타트업이 대기업의 지배구조하에서 경쟁력을 발휘하지 못하고 각종 비용만 증가하는 등의 어려움이 있다.

최근 들어 대기업은 해외 스타트업에 대한 투자와 협력을 확대하고 있다. LG그룹은 2018년 LG테크놀로지벤처스, GS그룹은 2020년 GS퓨처스를 미국 캘리포니아주에 설립했고 삼성그룹은 2013년 설립한 삼성넥스트를 통해 해외 스타트업 투자와 협력을 확대하고 있다. 삼성넥스트는 거점을 미국에만 두지 않고 이스라엘, 독일로도 확장하며 다양한 분야의 해외 스타트업에 투자한다. 현대자동차그룹은 2017년 스타트업 투자에 집중하겠다고 발표한 이후 2020년 11억 달러 가치로 보스턴다이나믹스를 인수했다. 현대자동차가 2022년 약 4천억원 가치로 자율주행 스타트업인 포티투닷을 인수하는 등 국내 대기업들이 스타트업 M&A에 관심을 두기 시작했으나, 대기업의 스타트업 M&A가 좀 더 활성화될 수 있도록 이들의 니즈를 정확히 파악하고 정책설계를 강화할 필요가 있다.

③ 중견기업의 스타트업 M&A 참여 확대

창업자는 대기업의 스타트업 M&A가 활성화될 필요가 있다고 생각하나 현실적으로 가능성이 큰 것은 중견기업과의 M&A다. 인수기업의 규모가 클수록 스타트업과 창출할 수 있는 시너지가 크기 때문에 M&A 거래금액 역시 커진다. 창업자들이 대기업의 스타트업 M&A를 희망하는 이유 역시 풍부한 자금 여력 때문이다. 그러나 사례연구에서 보듯이 대기업은 담당 임원이 변경되거나 조직문화 차이고 계획했던 시너지가 창출되지 않을 수 있다. 반면 중견기업은 일정 수준의 자금 여력이 되면서 사업적 시너지를 내기 수월할 것이라는 의견이 많았다.

최근 들어 대기업의 스타트업 M&A가 크게 위축될 때 중견기업은 오히려 규모가 늘었다. 대기업이 시장지배력 확대 목적의 동종산업 M&A 비중이 큰 데 비해, 중견기업은 이종산업 M&A에 좀 더 주력한다. 이처럼 중견기업의 스타트업 M&A 확대는 스타트업 생태계는 물론 성장 정책에 직면한 중견기업의 성장에도 도움이 될 것이다.

중견기업의 스타트업 M&A 참여 확대를 위해 중견기업 특화 오픈이노베이션 프로그램이 필요하다. 그러나 조직 내부 역량이 부족하고 스타트업과의 교류 경험이 없는 중견기업이 오픈이노베이션 프로그램을 기획하고 운영하는 데 한계가 있다. 따라서 오픈이노베이션 프로그램 운영이 가능한 벤처투자회사나 창업기획자를 중심으로 중견기업 오픈이노베이션을 지원하면 효과적인 것이다. 이런 오픈이노베이션 프로그램을 통해 중견기업 사내부서 CVC의 스타트업 투자(기업이 보유현금에서 스타트업에 직접 투자하는 것)가 늘어나면 이들의 스타트업 M&A도 늘어날 것이다.

중견기업을 고려한 사모펀드 제도개편 역시 필요하다. 대기업에 비해 자금 여력이 부족한 중견기업이 일정 규모 이상의 스타트업 M&A를 확대하기 위해서는 사모펀드를 활용할 필요가 있다. 중견기업은 M&A 거래로 스타트업의 손실이 재무제표에 반영되는 게 상당한 부담인데 이때 사모펀드를 활용하면 인수자금 부족 문제도 해결하고 M&A 관련 역량 확보에도 도움이 된다. 예를 들어, 중견기업인 타이어뱅크의 에어프리미아 인수가 대표적이다. 사모투자회사인 JC파트너스는 2021년 3월 '제이씨에비에이션제1호'와 '제이씨성장지원사모투자합자회

사'를 통해 신생 저비용항공사인 에어프리미아를 인수했다. 타이어뱅크는 2021년 이 두 조합에 각각 7억원, 20.5억원 출자한 바 있다. 이후 김정규 타이어뱅크 회장과 문보국 전 레저큐 대표는 AP홀딩스를 설립하여 2023년 7월 JC파트너스가 보유한 에어프리미아 지분 21.4%를 인수했다. AP홀딩스는 2024년 3월 JC파트너스의 에어프리미아 지분 13.2%를 추가 인수하는 계약을 체결해 AP홀딩스가 에어프리미아의 최대주주가 됐다.

그러나 2021년 자본시장법 개정으로 사모펀드(PEF)에 대한 중견기업의 출자가 불가하게 됐다. 이에 현재 운영하는 PEF GP는 개정법에 따라 기관전용 PEF GP로 간주한다. 즉, 기관전용 사모펀드는 기관투자자 및 대기업 출자 전용으로 중견기업의 LP 출자를 받지 못한다. 타이어뱅크의 JC파트너스 조합 출자 역시 2021년 9월 개정법 시행 전에 이루어진 것이다. 따라서 중견기업 중에서 어느 정도 규모를 갖춘 곳에 대해 기관전용 사모펀드 출자가 가능하도록 하는 예외 조항이 필요하다. 또는 스타트업 후기 투자나 M&A 같은 특수 목적의 사모펀드에 한하여 중견기업의 출자를 허용하는 방법 등을 고려할 수 있다.

④ 대·중견기업 CVC 투자 활성화

대·중견기업의 스타트업 M&A 참여 확대를 위해서는 CVC 투자 활성화가 중요하다. 분석 결과, CVC 투자받은 스타트업의 M&A 기업가치는 220억원으로 그렇지 않은 경우의 102억원 보다 2배 가량 높은 것으로 나타난다. CVC 투자가 스타트업 스케일업에 도움이 됐거나 적어도 도움이 될 것으로 외부에서 평가하기 때문이다. 특히, 스타트업이 사내부서 CVC로부터 투자받는 경우 CVC 모기업 또는 계열사에 인수될 가능성이 증가한다. 사내부서 CVC 투자는 구체적인 협업이나 전략적 시너지를 전제하기 때문이다.

CVC 투자를 활발하게 하는 기업들은 스타트업 M&A 역시 적극적으로 한다. 카카오그룹은 카카오벤처스와 카카오인베스트먼트를 운영하고, 현대차는 사내에 전담 조직을 만들고 국내외 다양한 스타트업에 투자한다. GS는 엑스플로인베스트먼트, GS벤처스, GS퓨처스를 운영하며 계열사별로 스타트업 오픈이노베이션 프로그램이나 투자 전담조직을 신설해 CVC 투자에 적극적이다. 스타트업 M&A를 촉진하는 CVC의 세 가지 기능은 다음과 같다. 첫째, 실물옵션(real option) 기능이다. 기업은 CVC 투자를 통해 스타트업의 기술, 제품, 시장 측면의 불확실성에 대응할 수 있다. 불확실성 해소에 앞서 소액 투자를 하고 해소됐을 때 M&A를 추진한다. 둘째, 마켓센싱 기능이다. 기업은 CVC 투자를 통해 해당 분야의 트렌드나, 주요 기업을 확인할 수 있다. 투자한 스타트업을 인수하기보다 해당 분야에 있는 다른 스타트업의 인수로 연결된다. 셋째, 투자역량강화 기능이다. 기업이 CVC 투자를 통해 스타트업 생태계를 더 이해하고 투자라는 수단에 관한 내부 역량을 축적할 수 있으며 이것이 추후 스타트업 M&A로 연결된다.

⑤ 스타트업 전문 M&A 자문사 육성

M&A에서 기업가치에 대한 눈높이 차이는 스타트업 M&A가 성사되지 않는 대표적인 이유다. 매도자인 스타트업 대표는 VC 투자 과정에서의 기업가치 평가에 익숙하지만 M&A 거래에서 기업가치가 어떻게 평가되는지에 대한 이해도가 낮다. 스타트업 투자 시 VC는 통상 잠재적 성장가치를 선반영하여 신주의 인수가액을 정한다. 그러나 M&A에서 인수자는 인수 시점에서 기업이 보유한 자산 등 '현재 가치'를 기준으로 인수가액을 정하므로 VC 투자 과정에서 형성된 스타트업의 기업가치보다 낮을 수밖에 없다.

과거 일본도 비슷한 상황이었으나 최근 들어 중소기업 M&A가 활성화되고 있어 그 사례를 참고할 필요가 있다. 일본의 경우 중소기업 대표 고령화에 따라 어쩔 수 없이 눈높이가 맞춰진 측면이 있다. 중소기업 대표가 60대에는 높은 희망가격을 고수하여 M&A 거래가 잘 성사되지 않았다. 그러나 이들이 70대, 80대가 되고 자식 세대에서 가업 물려받기를 원하지 않으니 폐업하는 것보다 낮은 인수가라도 수용하는 게 낫다고 판단한 것이다. 이런 거래가 많아지면서 점차 중소기업 대표들의 M&A 가격에 대한 이해가 높아졌고 거래가 활발해졌다.

일본의 이런 자연적 현상을 촉진한 것은 중소기업 전문 M&A 회사의 등장이다. 중소기업 M&A 빈도가 늘어나면서 일본 시장 내 중소기업 M&A를 전문으로 하는 회사들이 생기기 시작했다. 현재 이 시장을 선도하는 기업들은 일본 주식시장에 상장하여 기업가치가 수 조원에 달할 정도로 크게 성장했다. 현재는 특정 산업/업종에 전문화된 중소기업 전문 M&A 자문사도 등장했다. 일부는 자체 M&A 플랫폼을 구축해 매수자와 매도자 간 네트워킹을 활성화한 사례도 있다.

스타트업 M&A 활성화를 위해 전문 자문사의 역할이 중요한데 우리나라는 이런 자문사가 일본처럼 자연적으로 나타나기 어려운 구조다. 아직 중소기업 대표의 고령화가 일본만큼 진행되지 않았고 스타트업 창업자 대부분은 젊기 때문이다. 또한, M&A 자문사(IB, 대형 회계법인, 증권사 등)는 큰 규모의 M&A를 선호한다. 거래 수수료가 높고, 성사 가능성도 크기 때문이다. 그러므로 중소·스타트업 M&A를 잘 수임하지 않고, 수임하더라도 거래에 많은 리소스를 투입하기 어렵다. 실제, 대형 회계법인은 스타트업 창업자가 희망하는 대기업, 중견기업 네트워크에 강점이 있지만, 이들은 중소·스타트업 M&A에 관심이 없고 리소스 투입도 안 한다.

따라서 스타트업 M&A는 시장 실패 영역으로 정부가 스타트업에 특화된 전문 자문사를 육성하고 지원해야 한다. 기존 대형 회계법인이나 로펌과는 다른 방식으로 운영되는 곳이 적합하다. 스타트업 M&A는 대규모 M&A와 다른 점이 많고(거래 방식, 인수자 후보군 등) 자문사의 수익모델도 차이가 있기 때문이다. 예를 들어, 정부가 몇 곳의 스타트업 생태계를 잘 아는 회계법인이나 로펌 몇 군데를 시범적으로 선별하여 M&A를 희망하는 스타트업이 약속으로 자문을 받도록 지원하면 자연스럽게 창업자들의 M&A 기업가치에 대한 이해도를 높이면서 이들 자문사가 M&A 매물도 확보할 수 있게 된다. 그리고 정부가 이들의 매물 정보를 바탕으로 M&A 플랫폼을 구축하고 운영하면서 스타트업 협업이나 M&A에 관심 있는 기업 또는 사모투자회사를 세제 혜택 등으로 유인하면 스타트업 M&A 활성화에 일정 부분 기여할 것으로 기대한다. 지금도 소규모 M&A에 특화된 부띠끄나 회계법인 등이 존재한다. 다만 인적 네트워크에 의존하는 경향이 강하고 매도자가 원하는 인수기업을 찾는 데 어려움이 많다.

⑥ 벤처투자 표준계약서 개정 검토

우리나라 벤처투자 계약서의 '주요 경영사항에 대한 동의권' 조항과 상환전환우선주(RCPS)의 전환비율에 관한 조항은 해외 투자 유치나 M&A 계약을 진행하는 데 걸림돌이 되고 있다. 실제 연구팀이 만난 일부 창업자들은 이런 계약 구조 때문에 M&A 계약이 무산됐거나 M&A 계약 체결 이후 오히려 채무가 발생하여 창업자가 어려움에 처한 경우가 있었다.

이 조항들이 문제가 되는 근본적인 이유는 VC 투자와 M&A의 가치산정 방식 차이 때문이다. VC 투자에서의 신주 가격의 산정은 거래 사례가 없고 비교 대상을 정하기 어려운 스타트업의 특성상 정확하게 현재의 유통가치를 산정하기보다는 대상회사의 시장규모, 잠재적 성장가치 등을 종합적으로 고려하고 이를 바탕으로 해당 회사의 신주 가치를 '추정'하여 투자계약을 체결한다. 특히 스타트업들은 아직 매출 등 회사의 주식 가치를 정확하게 측정할 수 있는 재무적 정량 지표가 충분하지 않아서 VC의 투자계약 체결 당시 신주 인수가격 결정은 정확한 평가에 따른 현재 가치 산정에 따라 이루어진다고 보기 어렵다. 반면, M&A 거래는 기본적으로 거래 당시의 대상회사의 가치를 기준으로 주식의 가치를 산정한다. 과세 관점에서 일반적으로 유상 증자 신주 발행가액은 사업의 미래가치나 성장가능성, 회사의 자금조달가능성, 경영권참여 및 사후 배당부담 등이 고려되어 주관적으로 결정되는 측면이 있다는 점에 비추어 볼 때, 신주인수 가액을 불특정다수인 사이에 객관적으로 결정되는 매매 사례가액으로 삼기에는 어려울 것으로 본다고 판단하고 있다<심사상속2012-5(2012.05.11.)>. 따라서 VC 투자 과정에서 형성된 주식 가치와 M&A 거래 협의 과정에서 인수자가 인식하는 대상회사의 주식 가치 사이에는 상당한 차이가 발생할 수밖에 없다.

그런데 일반적인 벤처투자 계약에서는 이해관계인(통상 대주주)가 제3자에게 지분을 매각하는 등 M&A가 진행되는 경우 투자자에게 사전 동의를 받도록 하는 '주요 경영사항에 대한 동의권' 조항을 두고 있다. 그리고 일반적인 투자자들은 자신이 투자한 주당 가치보다 낮은 가치로 대상회사가 M&A 되는 상황에서 이러한 M&A에 동의하지 않는 경향이 있다. 아울러 우리나라 벤처투자 계약에서는 각 투자계약 체결 주체인 개별 투자자가 개별적으로 위와 같은 동의권을 각자 가지고 있어서 투자를 계속 받을수록 위와 같은 M&A 과정에서의 의사결정이 매우 어려워질 수 있다. 특히 VC 투자 과정에서 형성된 주식 가치와 M&A 거래 협의 과정에서 인수자가 인식하는 대상회사의 주식 가치 사이에는 상당한 차이가 발생할 수밖에 없는 상황에서 수많은 VC로부터 개별적인 동의를 받아야 하는 위와 같은 구조는 VC 투자를 통해 성장하는 스타트업이 M&A하는 과정의 어려움을 야기할 수 있다.

그리고 RCPS 투자계약을 체결했다면 투자자들이 자신이 투자한 주당 가치보다 낮은 가치로 대상회사가 M&A 되는 상황에 동의하더라도 전환권 행사 과정에서 문제가 발생한다. 일반적인 RCPS 계약서는 M&A 거래에서 산정한 주식 가치가 투자자가 투자한 주식 가치보다 낮을 경우 전환비율 조정 사유가 되어 기존보다 더 많은 지분을 확보하게 된다. 이는 전체적인 M&A 과정에서의 창업자의 수익성을 크게 감소시킬 수 있다.

M&A 협상에서 가장 걸림돌이 되는 것은 투자계약의 개별 투자자 동의 구조이다. 이런 이유로 후기 스타트업일수록 M&A 계약 진행이 어렵다. 특히, 경영상의 어려움으로 인한 청산형 M&A의 경우 투자자의 동의를 구하는 게 쉽지 않다 보니 적절한 청산 시점을 놓치기도 한다. 반

면, 미국의 벤처투자 표준계약은 주요 투자사(Major Investor)의 과반의 결의만 있으면 된다. 우리나라의 개별 동의 계약 구조는 벤처투자에 정부 재원이 투입되다 보니 투자한 회사가 잘못됐을 때를 대비한 리스크 관리에 기인한다. 따라서 기본적인 벤처투자 계약 구조를 개정하는 것은 여러 이해관계자의 합의가 필요한 부분이다. 그러나 해외 투자 유치 확대와 M&A 활성화를 위해서 미국 벤처투자 표준계약 구조를 검토하고 일부 반영할 필요가 있다.

참고문헌

강신형 등, “한국의 CVC들: 현황과 투자 활성화 방안”, 스타트업얼라이언스, 2023.

금융위원회, “기업 M&A 지원방안”, 금융위원회 공정시장과, 2023.

박용린, “국내 M&A의 특징 분석과 시사점: 인수자 관점에서”, 자본시장연구원 이슈보고서 23-16, 2023.

여영준 등, “벤처·창업 활성화를 위한 입법 및 정책 방향”, 국회미래연구원 기획연구보고서 23-02, 2023

한국벤처캐피탈협회, “KVCA Yearbook & Venture capital directory”, 한국벤처캐피탈협회, 2022.

한국벤처캐피탈협회, “VC통계정보 : 2023년 Venture Capital Market Brief”, 한국벤처캐피탈협회 벤처투자정보센터, 2024.

NVCA, “NVCA 2024 Yearbook” National Venture Capital Association, 2024.

Puranam, P., & Vanneste, B., "Corporate Strategy: Tools for analysis and decision-making", Cambridge University Press, 2016



**STARTUP
ALLIANCE**

기획/제작 스타트업얼라이언스
발행처 스타트업얼라이언스
서울특별시 강남구 봉은사로 215,
KTS 빌딩, 11F
연구책임자 강신형(충남대학교 경영학부 교수)
발행 2024.7.17.

ISBN 979-11-980436-4-1 (93320)

본 리포트의 저작권은 스타트업얼라이언스에 있으며 무단복제와 전제를 금합니다.



스타트업얼라이언스

서울특별시 강남구 봉은사로 215,

KTS 빌딩 Floor3, 11

<https://startupall.kr>