

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

• 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건 을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer 🖃





경영학석사 학위논문

㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 M&A에 관한 사례연구

2022 년 1 월

서울대학교 대학원 경영학과 경영학 전공 임 동 엽

㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 M&A에 관한 사례연구

지도교수 이동기

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함

2021 년 10 월

서울대학교 대학원 경영학과 경영학 전공 임 동 엽

임동엽의 경영학석사 학위논문을 인준함

2022 년 1 월

위 원 장 이 제 호 (인) 부위원장 박 남 규 (인) 위 원 이 동 기 (인)

초 록

본 연구는 국내 배달앱 시장을 선도하는 ㈜우아한형제들과 딜리버리히 어로 양사 간의 M&A 사례를 조명함으로써, 음식배달 서비스 산업에서 의 기업 행위를 분석하고자 하였다. 이를 위해 양사의 성장 과정과 M&A의 구조 전반에 대해 살펴보고. 플랫폼 기업과 스타트업에 있어 핵 심이 되는 네트워크 효과 및 투자자의 영향에 초점을 맞추어 M&A를 결정하게 된 배경과 그것이 의미하는 바를 분석하였다. 연구 결과 딜리 버리히어로는 진출 국가 내 현지 업체들과의 출혈경쟁으로 인해 창업 초 기부터 고수해온 글로벌 확장 전략에서, 사업성이 큰 특정 시장에 집중 하는 것으로 노선을 바꾼 것으로 나타났다. 또한 기존 음식배달에서 벗 어나 사업의 다각화를 시작하였으며 그러한 변화의 일황으로 한국 시장 에서 ㈜우아한형제들을 인수하고자 하였다. ㈜우아한형제들은 전체 지분 의 87%를 보유한 벤처캐피탈 등 외부 투자자들의 투자 회수 압력에 따 라 IPO 등을 통한 독자 성장이 아닌 매각을 선택한 것으로 판단된다. 양사 간의 M&A가 다소 복잡한 구조로 이뤄지게 된 것은, 딜리버리히어 로가 ㈜우아한형제들 인수를 통해 얻고자 한 바가 시장 내 독점적 지위 가 아닌 자사에 부족한 로컬 네트워크와 사업 관리 역량 및 노하우를 흡 수하여 활용하고자 했기 때문이며, 이는 M&A 이후에도 양사가 각자의 사업을 유지하되 김봉진 대표를 딜리버리히어로의 경영과 아시아 지역 관리에 투입한 이유이기도 하다. 본 연구는 ㈜우아한형제들과 딜리버리 히어로의 M&A에 대한 객관적인 사실을 바탕으로 국내 음식배달 플랫 폼 기업의 행위를 올바르게 이해하기 위한 지침을 제공하고자 하였으며, 본 사례가 주는 시사점을 바탕으로 국내 스타트업의 창업과 성장을 지원 하기 위한 발전 방향을 제시하였다.

주요어: 배달 플랫폼, 네트워크 효과, M&A, 스타트업, 벤처캐피탈

학번:2019-21880

목 차

제	1 장 서 론	1
	1.1 연구의 주제	
	1.2 연구의 목적과 방법	
	1.3 연구의 구성	
제	2 장 문헌연구	4
"	2.1 플랫폼 기업의 경쟁전략	
	2.1.1 플랫폼 사업과 네트워크 효과	
	2.1.2 플랫폼 흡수 전략	
	2.1.3 네트워크의 구축과 관리	
	2.2 벤처캐피탈(VC)의 투자에 관한 연구	11
	2.2.1 벤처캐피탈의 역할과 스타트업에 미치는 영향	
	2.2.2 투자의 회수	12
-J]]	9 기 계에고	1 /
ᆁ	3 장 사례연구 3.1 음식배달 서비스 산업의 현황	
	3.2 ㈜우아한형제들 3.2.1 ㈜우아한형제들의 창업과 성장과정	
	3.2.2 주요 사업의 구성	
	3.3 딜리버리히어로	
	3.3.1 딜리버리히어로의 창업과 성장과정	23
	3.3.2 사업전략의 변화	
	3.3.3 딜리버리히어로의 국내사업 현황	28
	3.4 M&A 과정과 구조	30
제	4 장 사례분석	33
"	4.1 딜리버리히어로의 전략 변화 분석	33
	4.2 ㈜우아한형제들 매각 요인 분석	
	4.3 M&A 구조 분석	
	4.3.1 양사 간 M&A 구조의 의미	
	4.3.2 한계	
1 1	트 키 워크 미 키기지	4.0
세	5 장 결론 및 시사점	43
참.	고문헌	49
Λ1-	ostract	EO
ΛL	Jou act	ວດ

표 목차

[표 1] 글로벌 배달 플랫폼 인수 현황	19 25 26
그림 목차	
[그림 1] 네트워크 효과 범위의 구분 [그림 2] ㈜우아한형제들 매출·영업이익	
[그림 3] 배달의민족 연간 거래액	
[그림 4] DH-㈜우아하형제들 인수 후 변화	

제 1 장 서 론

1.1 연구의 주제

정보통신기술의 발전에 따른 네트워크 효과의 빠르고 광범위한 확대는 플랫폼 비즈니스의 발전을 가속화하고 있다. 이러한 변화는 스마트폰의보급과 함께 수많은 산업에 영향을 미쳤는데, 과거에는 시간과 물리적거리에 제약을 받던 많은 일들을 이제는 그와 상관 없이 빠르게 처리할수 있게 되었다. 이러한 변화에 가장 크게 영향을 받은 분야들 중 하나가 음식배달 서비스 산업이다. 전세계의 음식배달 서비스 산업은 플랫폼, 즉 배달앱을 중심으로 이뤄지고 있으며, 배달 플랫폼들은 높은 성장성과막대한 투자를 바탕으로 각지에서 치열한 경쟁을 펼치고 있다. 그러나진입장벽이 낮고 차별화가 어려운 사업 모델로 인한 출혈 경쟁은 종종배달 플랫폼들의 장기적인 생존을 어렵게 만들었고, 성장 동력을 잃어버린 많은 플랫폼들이 사업을 포기하고 다른 경쟁사로의 매각을 선택하고있다. 반면, 거대 자본을 등에 업은 몇몇 플랫폼들은 시장 지배적 플랫폼으로 올라서기 위해 활발한 글로벌 M&A를 시도하고 있다.

국내에서 배달의민족으로 잘 알려진 ㈜우아한형제들은 2010년 창업이후, 줄곧 시장의 1위 사업자로서 지위를 다져가고 있었다. 비록 창업자금은 부족했지만 국내를 중심으로 독특한 마케팅과 다양한 서비스를통해 거대한 이용자 네트워크를 구축할 수 있었다. 한편, 적극적인 글로벌 확장으로 많은 국가에서 사업을 진행하던 딜리버리히어로는 국내에서

요기요를 출시하여 그런 ㈜우아한형제들을 추격하고자 많은 노력과 비용을 투입하였지만, 격차는 좁혀지지 않았다. 그러던 2019년 12월, 돌연양사는 M&A 결정을 발표하였고, 딜리버리히어로는 ㈜우아한형제들을 인수하였다. 그러나 양사의 M&A는 일반적인 배달 플랫폼 간의 그것과는 사뭇 달랐다. 양사는 인수 이후에도 각자의 사업을 독립적으로 유지하되, 조인트벤처를 설립하여 아시아 지역 사업을 공동으로 관리하게 되었다. 딜리버리히어로가 이 딜(deal)을 통해 얻고자 한 것은 양사가 가진 역량과 노하우로 아시아 지역의 주요 시장을 장악하는데 힘을 보대는 것이었다. 그러나 이는 딜리버리히어로 뿐 아니라 양사 모두에게 있어 각자의 상황적 요구를 해결함과 동시에 아시아 시장 전체에서 협력하며 상호 발전을 추구하는 공동체 관계로 나아가는 밑바탕이 되었다.

본 연구는 이러한 ㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 M&A에 관해서, 플랫폼과 스타트업이라는 기업 특성에 초점을 맞추어 그 배경과 과정, 그리고 양사가 시장에서 장기적인 생존을 도모하는데 있어 본 M&A의 구조가 의미하는 바를 사례연구를 통해 규명하고자 하였다. 핵심 연구 질문은 아래와 같다.

- 질문 1: 적극적인 해외진출을 시도하던 딜리버리히어로는 왜 한 국가 에 집중하는 모습을 보이는가?
- 질문 2: ㈜우아한형제들은 왜 IPO를 통한 독자 성장이 아닌 M&A 제 안을 수용하였는가?
- 질문 3: 양사가 매우 복잡한 구조의 M&A를 진행한 배경은 무엇인가?

1.2 연구의 목적과 방법

㈜우아한형제들은 국내 토종 배달앱 스타트업으로, 창업 당시 '민족성'을 강조한 마케팅으로 큰 인기를 얻으며 성장하였지만, 딜리버리히어로와의 M&A 결정 이후 이것은 역효과를 불러 일으켜 '배신의민족', '게르만민족' 등 많은 비난과 조롱의 대상이 되며 불매운동으로까지 번졌다. 그러나 플랫폼과 스타트업에 대한 이해를 바탕으로 본 사례를 해석한다면 양사의 의사결정에 있어 그 배경과 의미를 보다 명확히이해할 수 있다. 따라서 본 연구의 목적은 ㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 M&A에 대한 올바른 이해를 바탕으로 대중의 오해와 부정적 인식을 바로잡고, 객관적인 사실에 기반하여 기업의 의사결정을 바라봄으로써 국내 음식배달 플랫폼 기업의 행위를 이해하고 이것이 주는 시사점을 도출하는데 있다.

본 연구는 ㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 M&A에 관한 사례연구로서 통계 기법을 활용한 양적 분석이 아닌 질적연구 방법을 사용하였다. 데이터는 각사의 홈페이지 내 자료와 학술 논문 및 보고서, 플랫폼전략과 관련한 서적 및 기타 문헌자료, 국내외 언론기사 및 주간지 등다양한 문헌을 활용하였다. 기업의 의사결정과 시장 상황에의 대응 방법이 저마다 다르고 그 의미를 수치화할 수 없으므로, 사례연구를 통해 보다 심도 있는 분석을 진행하였다.

1.3 연구의 구성

본 연구는 크게 5장으로 구성되어 있다.

제 1장에서는 연구를 통해 알아보고자 한 연구의 주제와 그 목적에 대하여 설명하였다. 제 2장에서는 문헌 연구를 통해 플랫폼 기업의 경쟁전략에 대한 이론들과 벤처캐피탈의 투자에 관한 연구들을 통해 사례 분석의 틀을 제시하였다. 제 3장에서는 음식배달 플랫폼 산업의 현황을 정리한 후 ㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 창업 및 성장과정, M&A의과정과 구조를 살펴보았다. 제 4장에서는 2장과 3장의 내용을 바탕으로 1장에서의 핵심 연구 질문 3가지에 답하였다. 제 5장에서는 전체 연구결과를 요약하고, 본 사례가 주는 시사점을 도출하였다.

제 2 장 문헌연구

2.1 플랫폼 기업의 경쟁전략

2.1.1 플랫폼 사업과 네트워크 효과

플랫폼 사업(Platform business)은 기존의 경영학적 논리로 설명할수 없는 구글, 에어비앤비(Airbnb) 등 새로운 사업 형태를 설명하기 위해 만들어진 개념이다(Rogers, 2016). Hagiu&Wright(2015)에 따르면, 플랫폼 사업은 두개 이상의 서로 구별되는 집단간의 상호작용을 촉진하는 과정에서 새로운 가치를 창출하는 사업 모델이다(이도형, 2019). Parker et al.(2016, 2017)은 플랫폼 사업을 외부의 판매자와 소비자를 연결함으로써 가치를 창출하는 사업으로 정의하였으며, 플랫폼의 관리자는 기업을 포함한 판매자와 구매자 등으로 이루어진 생태계 전체를 통해

생성 및 공유되는 가치에 관심을 갖는다고 하였다(박은정, 곽기호, 2020; 김장순 외, 2020).

이러한 플랫폼 생태계에서 생성되는 가치의 원천은 판매자와 구매자 등으로 이루어진 네트워크이며, 플랫폼 사업자는 이 네트워크를 확대함 으로써 생성되는 가치의 총량을 증폭시킬 수 있다. '네트워크 효과 (Network effect)'라 부르는 이것은, 흔히 플랫폼 이용자들이 네트워 크를 통해 얻는 가치(효용)의 크기가 참여하는 다른 이용자들의 수에 영 향 받는 것을 의미한다(Parker et al., 2017). Eisenmann et al.(2006)은 플랫폼 기반 사업의 주된 특성으로서, 이 네트워크 효과에 따른 수확체 증과 승자독식 현상이 발생한다고 하였다(송민정, 2010). 네트워크 효과 에는 단순히 이용자 수가 증가하면 모든 이용자의 효용이 증가하는 '직 접 네트워크 효과'와 특정 집단의 이용자 수가 증가함에 따라 다른 집 단의 이용자 효용이 커지는 '간접 네트워크 효과'가 있다(Evans, 2003). 플랫폼 사업에서의 성과는 이러한 네트워크 효과를 극대화함으 로써 해당 플랫폼의 가치를 증대시키는 일에 따라 달려있다(박은정, 곽 기호, 2020).

<그림 1> 네트워크 효과 범위의 구분

Indirect network externalities	Cross- country	7 Airbnb	?	9 PlayStation	ernalities	Cross- country	Non- location- bound FSA	Non- location- bound FSA	Non- location- bound FSA
	Within- country	Just Eat	5 LinkedIn	?	<u>-</u> -1	Within- country	Location- bound FSA	Location- bound FSA	Non- location- bound FSA
	Negligible	1	2 Meetup.com	3 WhatsApp	rect	gligible	1	Location- bound FSA	Non- location- bound FSA
Ċ		Negligible	Within- country	Cross- country			Negligible	Within- country	Cross- country
	Direct network externalities				60	Direct ne	etwork exte	ernalities >	

주: Stallkamp&Schotter(2021)재인용

한편, Stallkamp&Schotter(2021)는 이러한 네트워크 효과가 발생할 수 있는 물리적 범위에 대한 그들의 연구에서 플랫폼의 특성에 따라 그 영향력의 범위가 매우 상이하다고 하였다. 이는 국경 효과와 거리 효과 두가지 요소에서 기인한 것으로(Beugelsdijk&Mudambi, Head&Mayer, 2013), 국경 효과는 서로 다른 문화가 존재하는 두 국가 사이의 소통과 교류의 단절이 편견을 야기하여, 두 국가간에 네트워크 효과가 발생하는 것을 제한한다. 거리 효과는 물리적 거리에 따라 네트 워크 효과의 발생을 제한하며 서비스가 온전히 디지털로 이루어지지 않 은 거의 모든 플랫폼들, 특히 교통이나 음식배달 등 이용자의 위치에 기 바하 서비스를 제공하는 경우 더 크게 영향을 받는다 (Stallkamp&Schotter, 2021). Stallkamp&Schotter(2021)은 이 두가 지 효과에 기반하여 플랫폼들의 네트워크 효과 범위를 구분하였는데, 그 에 따라 각 플랫폼들은 새로운 지역으로 진출 시 국경 효과와 거리 효과 를 상쇄하기 위한 차별적인 강점(FSA)을 가져야 한다고 주장하였다.

가령 음식배달 산업의 경우, 특정 지역에 기반한 산업으로 기존의 네트워크 효과가 다른 지역에 영향을 미치지 못하기 때문에 브랜드 가치나기술력과 같은 다른 강점을 개발해야 하며 새로운 사업 지역에서 빠르게이용자를 확보하여 로컬 이용자 네트워크를 구축하는 것이 중요하다고하였다.

다음에서는 이러한 네트워크 효과를 증대시키기 위해 연구자들이 제시한 전략들을 살펴보겠다.

2.1.2 플랫폼 흡수 전략

Eisenmann et al. (2009, 2011)은 시장에서 플랫폼의 수가 적을 때는 강한 네트워크 효과와 제한된 종류의 수요, 그리고 낮은 멀티호밍¹ 가능성으로 소수 플랫폼에 의한 독점이 가능하지만, 시간이 지남에 따라 이용자들의 니즈가 점차 다양해지면서 이를 충족시키기 위한 플랫폼의 수가 늘어나게 되고, 경쟁이 심화되어 새로운 플랫폼이 기존의 플랫폼을 대체하거나 혹은 특정 플랫폼이 다른 플랫폼을 흡수하여 두 플랫폼의 기능과 시장을 결합시킬 유인이 발생한다고 보았다. 그는 이러한 플랫폼 흡수에 대해 특정 플랫폼이 다른 플랫폼의 기능을 흡수 및 내부화 하여 번들링하거나 혹은 새로운 양면시장²을 얻기 위해 취하는 행위로서 정의하였으며, Parker et al. (2016)은 그의 저서에서 플랫폼 흡수를 양면시장

¹ 이용자가 같은 서비스를 제공하는 여러 플랫폼을 동시에 사용하는 것(김성환 외, 2008)

² 서로 다른 목적을 가진 두 범주의 구별되는 집단이 상호작용 하는 플랫폼을 포함하는 시장으로, 여기서 발생하는 가치는 간접 네트워크 효과의 영향을 받음(이상규, 2010)

플랫폼(Two-sided platform)이 갖는 특성인 간접 네트워크 효과를 바탕으로 플랫폼 기업이 취할 수 있는 경쟁전략들 중 하나로 보았다. 플랫폼 흡수로 얻을 수 있는 대표적인 이점으로, 서로 다른 서비스를 따로 제공할 때 보다 낮은 비용에서 오는 규모의 경제 및 범위의 경제 효과가 있으며(송민정, 2010), 한 시장에서의 플랫폼 공급자가 다른 시장에 진입해 플랫폼 기능들을 결합하여 공유 사용자 관계(Shared-user relationship)를 형성하고 피흡수 플랫폼의 네트워크 효과도 흡수할 수 있다(Eisenmann et al., 2011). 또한 플랫폼들간의 경계가 모호해지는 시장 상황에서는 다양한 플랫폼들의 기능들을 잘 흡수하는 것이 매출, 비용, 전략적 측면에서 유리하다(이환수, 조항정 2012). 플랫폼 흡수에서 플랫폼 간 관계 유형으로는 보완재(Complements), 약한 대체재 (Weak substitues), 기능상 비관련(Functionally unrelated) 관계가 있다.

2.1.3 네트워크의 구축과 관리

Iansit&Lakhani(2020)은 기업의 네트워크 구조가 가치의 창출과 획득에 어떻게 영향을 주는지에 대한 분석을 바탕으로 4차산업 시기에서 플랫폼 기업이 구축할 수 있는 네트워크의 구조와 특성, 그에 대한 영향요인들을 제어하기 위한 방안들을 제시하였다. 저자들이 제시한 내용들중 본 연구에서는 네트워크 클러스터링, 네트워크 브리징과 멀티호밍에관해 다룰 것이다.

1) 네트워크 클러스터링(Network clustering)

네트워크 클러스터링은 플랫폼 기업이 구성하는 네트워크의 범위와 밀도에 관한 개념으로, 글로벌 네트워크(Global network)와 지역적으로 밀집화된 네트워크(Clustered network)로 구분된다. Zhu et al.(2018)은 우버(Uber)와 에어비앤비(Airbnb)의 모델에 관한 연구를 통해 네트워크에 기반한 사업 모델의 지속 가능성에 네트워크의 밀집 정도가 큰 영향을 미친다고 하였다.

예로, 글로벌 네트워크를 구축한 에어비앤비는 사용자의 주변이 아닌 전세계적으로 주요 여행지나 핵심 도시 주변에 호스트(Host)와 여행자가 많아야 하며, 많은 수의 사용자들로부터 입찰과 제안을 유도하고 또 그들이 자유롭게 진입할 수 있는 유동적인 시장을 구축하기 위해 최대한 많은 국가의 도시에서 여행자들과 호스트들을 끌어들일 수 있는 글로벌인지도를 형성해야 한다(Zhu et al., 2018). 따라서 이러한 글로벌 네트워크는 소수의 주요 허브들을 중심으로 집중되어 있으며, 진입 장벽이높아 지배적 기업이 수익성을 유지하기가 쉽다(Iansiti&Lakhani, 2020).

반면 우버의 경우는 개별 도시지역을 중심으로 그룹화 되어 있으며 내부적으로 밀집도가 높다(Zhu et al., 2018). 사용자들은 자신의 주변에 있는 운전자와 탑승객이 많아야 하며 다른 도시나 국가의 사용자와 연결되는 일은 거의 없기 때문에, 네트워크 전체의 범위는 하나의 지역에서 제공되는 서비스에 큰 영향을 미치지 않고, 같은 논리로 한 지역에서의 네트워크는 전체 네트워크 안에서 다른 지역의 서비스에 별다른 영향을 미치지 않는다. 이렇듯 지역적으로 밀집화된 네트워크 모델에서 네트워

크 효과는 해당 지역에 국한되기 때문에, 최소한의 지역 네트워크만 구축한다면 새로운 경쟁자들이 쉽게 진입할 수 있어 경쟁이 심하다 (Iansiti&Lakhani, 2020). 지역적으로 밀집화된 네트워크는 음식배달 플랫폼 산업에서도 쉽게 볼 수 있다.

2) 네트워크 브리징(Network bridging)

네트워크 브리징은 기존에 분리되어 있던 네트워크에 새로운 연결을 구축하여 사용자의 전혀 다른 지불 의지를 활용하는 것과 관련이 있다 (Iansiti&Lakhani, 2020). 이는 여러 네트워크상의 가치 창출 능력들을 연결하여 시너지를 구축하는 것으로, 플랫폼이 이미 구축한 네트워크를 이용해 다른 사업의 영역으로 확장하는 식으로 나타난다. 대표적인 예로 알리바바와 같은 이커머스 기업이 자사가 보유한 고객 정보를 활용하여 자체 결제 시스템인 알리페이를 출시하고 이를 기반으로 금융서비스까지 확장한 사례가 있다.

3) 멀티호밍(Multi-homing)

멀티호밍은 네트워크의 사용자가 동시에 복수의 플랫폼과 관계를 맺을수 있는 상황에서 다양한 대안을 선택할 수 있음을 의미한다 (Iansiti&Lakhani, 2020). 사용자가 하나의 네트워크 허브로부터 다른 네트워크 허브로의 전환 비용이 낮은 경우, 즉 멀티호밍이 쉽게 일어난다면 개별 허브는 가치를 창출하기 어려워진다. 이는 네트워크 허브 간경쟁의 심화를 뜻하며 이러한 경쟁은 주로 공격적인 가격 인하와 같은 출혈 경쟁으로 나타난다. 반대로 멀티호밍에 소용되는 전환비용이 높다

면 지배적인 플랫폼으로서의 지위를 구축할 수 있다(전익진 외, 2016). 따라서 플랫폼 기업들은 멀티호밍을 방지하기 위해 이용자들을 제어하려는 시도를 할 수 있는데, 대표적으로 우버의 마일리지 제도나 아마존 프라임(Amazon Prime) 등 유료 회원제 서비스를 통해 이용자의 전환비용을 높이는 방법이 있다.

2.2 벤처캐피탈(VC)의 투자에 관한 연구

2.2.1 밴처캐피탈의 역할과 스타트업에 미치는 영향

벤처캐피탈은 고위험이지만 고수익의 가능성이 높은 벤처³·중소기업에 주로 투자하는 사모투자의 한 형태이다(Timmons&Spinelli, 1994; 구중회 외, 2019). Bahrami&Evans(1995)과 Isenberg(2011)는 벤처캐피탈을 스타트업을 둘러싼 생태계를 구성하는 핵심 요소로서 정의하였으며, 공혜원(2019)은 스타트업 생태계에서 자본 조달의 주체로서 벤처캐피탈을 정의하였다. 벤처기업과 스타트업의 성장에 있어 적절한 시점에서의 자금 지원이 무엇보다 중요하기 때문에, 벤처캐피탈의 역할과 그들의 자금 투자가 창업기업의 성장에 미치는 영향에 관한 많은 연구들이수행되었다. Bygrave et al.(2001)은 벤처캐피탈이 벤처기업을 발굴하고 성장시키는데 가장 큰 영향을 주는 금융 주체로, 신산업의 성장을 촉진

³ 스타트업은 대규모 지원과 정부로부터의 인증을 받지 않은 상태의 초기기업으로 정의된다는 점에서 벤처기업과 차이가 있지만, 대개 기술 기반의 신생기업을 지칭하는 용도로 쓰이고 본 연구에서 다루는 내용에서도 두 용어 사이에 차이를 구분하는 것이 큰 의미가 없으므로 편의상 같은 의미로 사용하였다.

과 혁신 확산을 통해 경제성장에도 기여한다고 하였으며, Bruno&Tyebjee(1986)와 Davila et al.(2003)은 벤처캐피탈의 투자가 기업 성장에 긍정적으로 작용하며 그 규모가 클수록 벤처기업의 성장성과 향후 수익성이 높다고 하였다.

하지만 벤처캐피탈이 창업기업에 긍정적인 영향만을 미치는 것은 아닌데, 대표적으로 Wasserman(2008)은 창업기업이 외부로부터 자금 조달을 통해 성장하는 과정에서 창업자보다 많은 지분을 갖게 된 밴처캐피탈이 창업자의 의사와 별개로 자신들의 부를 최대화 할 수 있는 방향으로의결권을 행사하여 CEO 교체나 기업의 매각 등의 의사결정 권한을 갖고 기업을 좌지우지 하게 되는, 소위 '창업자의 딜레마'를 발생시킨다고 하였다. 또 기업의 지배력을 유지하고자하는 창업자일수록 이러한 특성이 그들로 하여금 외부 투자 유치 활동을 위축시킨다고 하였다.

2.2.2 투자의 회수

벤처캐피탈은 창업 기업에 자본을 제공하여 성장시킨 후 기업공개 등을 통해 투자자본을 회수하여 이익을 실현한다(정대용, 손민호, 2010). 이러한 벤처캐피탈의 투자 회수를 엑시트(Exit)라고 하는데 이는 벤처캐피탈이 투자를 결정할 때 고려하는 주요 기준들 중 하나로(Khanin et al.(2008), 벤처캐피탈과 창업기업의 관계에서 가장 중요한 연결고리이다(조병문, 신현한, 2020). 엑시트가 제대로 이뤄지면 투자자는 재투자를, 창업자는 성공기회를 통해 재창업을 하거나 투자자로서 변모하여 다른 창업자를 지원하는 선순환 구조를 구축할 수 있다.

벤처캐피탈의 액시트 유형으로는 IPO(기업공개)와 M&A가 있으며 간혹 우회상장이나 장외매각을 시도하는 경우도 있다(권오형, 문종범, 2009). 미국은 스타트업의 IPO와 M&A가 모두 활발하게 이뤄지지만최근의 기술기반 스타트업들과 투자자들은 대기업으로의 M&A를 선호하는 반면, 국내의 경우 IPO를 통한 투자 회수가 주를 이루며 M&A를통한 액시트는 극히 드물다(임정욱, 2015; 공혜원, 2019). 이는 미국내벤처캐피탈과 대기업들의 적극적인 참여로 대규모 투자와 M&A 시장이활성화 되어 있기 때문인데, 반면에 국내에서는 대기업에 대한 규제로참여가 매우 저조한데다 자본시장의 규모도 작아 국내 스타트업들이 해외 자본에 의존하는 비중이 높다(임정욱, 2015; 공혜원, 2019; 전경운, 임형준, 2019).

한편 앞서 설명한 바와 같이 스타트업은 벤처캐피탈이나 IPO를 통해자금을 조달하는 과정에서 경영자(창업자)의 지분이 희석되어 경영권을 위협받을 수 있다. 대부분의 선진국들에서는 이러한 경영자의 지배력 상실에 대한 방어 수단으로 차등의결권제를 도입하고 있지만(황창기, 2017), 국내에는 차등의결권이 도입되지 않아 마땅한 방어 수단이 없기때문에 경영자들이 경영권을 상실할 위기에 노출되어 있다(한정미, 성희활, 2018). 경영자가 주도권을 상실하면 벤처캐피탈 등 투자자들이 경영자의 의사에 반하는 엑시트를 시도할 여지가 생기게 되는데, Pahnke et al.(2021)은 이러한 경우 벤처캐피탈들 간의 관계가 그들이 엑시트를 시도하기까지 소요되는 기간에 영향을 미치며, 벤처캐피탈들 간 우호적인 관계로 협력이 이뤄질 경우 평균 3.4년, 협력이 제대로 이뤄지지 않

을 경우 4.6년이 소요되었다고 하였다(Layne, 2021). 국내에서도 구중회 외(2019)가 국내 벤처캐피탈을 대상으로 한 설문조사를 통해 3년이내로 투자자금을 회수하는 것에 대한 선호도가 가장 높게 나타나기도하였다. 이렇듯 벤처캐피탈은 창업부터 성장을 거쳐 회수에 이르기까지스타트업의 생애주기 전체에 걸쳐 밀접하게 상호작용하며 영향을 미친다.

제 3 장 사례연구

3.1 음식배달 서비스 산업의 현황

국내 음식배달 서비스 시장은 GMV⁴ 기준 2017년 2조 7,326억원에서 2019년 9조 7,365억원으로 2년간 3배이상 성장하였으며, 2020년에는 17조 3,828억원으로 가파르게 성장하였다.⁵ 특히 배달 플랫폼(앱)은 2013년 이용자수 87만명에 전체 GMV는 3,347억원에 불과했지만, 2019년에는 이용자수 2,500만명을 넘겼고 전체 GMV는 5조원에 달하였다. 글로벌 음식배달 시장 역시도 2018년 약 95조 5,000억원에서 2025년에는 약 232조 9,600억원까지 성장할 것으로 예측되어 그 성장성이 매우 높으며,⁶ 그 중 온라인 기반 음식배달 시장의 비율이 전체의

⁴ Gross Merchandise Volume, 일정기간 동안 시장에서 거래된 상품 및 서비스 가치의 총합, 녹총 거래액

⁵ 통계청, 2019

⁶ Frost&Sullivan, 2019

60%를 넘을 것으로 전망되어⁷ 국내외에서 배달 플랫폼의 비중은 앞으로도 더욱 커질 것으로 보인다.

글로벌 음식배달 서비스 시장이 배달 플랫폼을 중심으로 형성됨에 따 라 몇가지 특징적인 모습을 보인다. 대표적으로 음식배달 플랫폼 사업은 배달 과정에서 발생하는 수수료나 광고비가 주요 수익인 만큼 마진이 크 지 않고 차별화가 어려운데다, 배달 앱 자체에 대한 충성도가 낮아 이용 자들이 여러 플랫폼을 동시에 사용하는 멀티호밍 현상도 흔하다. 이는 종종 경쟁업체들간의 가격 경쟁으로 이어져 높은 시장점유율에도 적자상 태를 벗어나지 못하는 기업들이 많다. 이에 배달 플랫폼 기업들은 더 많 은 이용자를 확보하고 수익구조를 다변화하기 위해 동종기업간의 M&A 혹은 전략적 제휴를 맺거나, 기존에 보유한 네트워크를 활용할 수 있는 다른 영역으로 사업을 확장하고 있다. 가령, 기존의 배달 네트워크를 바 탕으로 공유주방 사업을 하거나 도심 내 단거리 물류 시스템을 구축해 배달앱 이용자들을 대상으로 이커머스 서비스를 출시하기도 한다. 특히 단거리 물류 시스템에 기반한 이커머스 사업은 소위 '라스트마일' 8 산 업으로, 쇼핑이나 심부름, 탁송 등 많은 분야로 사업을 넓힐 수 있기 때 문에 사업의 확장성이 매우 커 많은 글로벌 음식배달 기업들이 주목하고 있다(이코노미스트, 2020).

.

⁷ McKinsey&Company, 2016

⁸ 주문 상품이 고객에게 직접 배달 완료되기 직전의 마지막 구간 내지 순간, 배달 산업에서는 주로 건물 입구부터 고객까지의 거리를 뜻하며 주로 단거리 고속 배송을 일컫음

배달 플랫폼 기업만이 다른 산업으로 진출하는 것은 아니다. 다른 산업과의 결합이 용이한 플랫폼의 특성은 충분한 이용자 네트워크를 확보한 기업들이 신규로 진입하기도 쉽게 만든다. 국내에서는 이커머스 기업쿠팡이 '쿠팡이츠'로 배달 산업에 뛰어들었고, 그 밖에도 네이버, 카카오 등 IT기업들이나 롯데와 신세계 같은 대기업들도 각자 배달앱을출시하였거나 출시를 계획하고 있다. 이렇듯 배달 플랫폼 시장에서는 산업간의 경계가 모호하기 때문에 배달앱 기업들은 음식배달 뿐 아니라 잠재적으로 매우 다양한 영역에서 경쟁해야 하는 상황에 놓여있다. 따라서현재 배달 플랫폼 시장의 가치는 수익성보다는 큰 확장성에 있으며, 장기적으로 대규모 자본이 뒷받침 되지 않는다면 경쟁에서 살아남기 어렵다. 이에 기업들은 사업을 다각화하여 수익성을 높이는 한편 글로벌 인수합병을 통해 승자독식의 플랫폼 시장에서 생존을 도모하고 있다.

<표 1> 글로벌 배달 플랫폼 인수 현황

인수 대상 기업	피인수 기업
딜리버리히어로(독일)	㈜우아한형제들(한국)
테이크어웨이(네덜란드)	그럽허브(미국), 저스트잇(영국)
우버이츠(미국)	포스트메이츠(미국)
그랩(말레이시아)	우버이츠 동남아시아(미국)
㈜우아한형제들(한국)	비엣남엠엠(베트남)

주: 언론사 인용 및 연구자 정리

3.2 ㈜우아한형제들

3.2.1 ㈜우아한형제들의 창업과 성장과정

㈜우아한형제들은 음식배달 서비스 앱 '배달의민족'을 통해 처음 알 려졌으며, 현재 요기요, 쿠팡이츠 등과 국내 음식배달 시장에서 경쟁하 고 있다. 사업을 시작하던 2010년, 김봉진 대표는 창업 자금이 부족해 카페를 사무실 삼아 사업을 운영하다 수소문 끝에 엔젤 투자자⁹인 본엔 젤스벤처파트너스의 장병규 대표를 만났고, 이후 3개월 간 연락을 주고 받으며 사업을 구체화 시켰다. 제대로 된 사업설명서 조차 없던 배달의 민족은 ㈜우아한형제들 법인 등록 4개월 만인 2011년 7월, 본엔젤스벤처파트너스로부터 3억원을 투자 받았다.

㈜우아한형제들은 2012년 실리콘밸리의 3사로부터 20억원을 투자 받아 각종 이벤트를 통해 신규 고객 유치에 힘썼으며, 위치기반 서비스와 '바로결제' 기능으로 주문자 편의를 증대시키는 한편 '배민 사장님광장' 서비스를 시작하여 고객과 업주 양방향으로 이용자 수를 늘려갔다. 그 결과 2013년 3월 배달의민족 앱 다운로드 수는 1,000만건에 달하였다(Hwang et al., 2020).

2013년에는 중국 상하이에 진출하여 음식배달 사업을 시작하였지만, 당국의 제재로 사업은 실패로 돌아갔다. 당시 김봉진 대표는 "서비스의 완성도와 상관 없이 외부 환경 때문에 실패할 수도 있다는 것을 배웠다." 고 말하기도 하였다(매일경제, 2019). 중국 진출 실패 후, 2014년에는 2012년에 투자받았던 3사로부터 120억원과 골드만삭스 컨소시엄으로부터 400억원의 투자를 받아(Lee et al., 2017) 네이버의 라인(LINE)과

⁹ 초기 벤처기업에 필요한 자금을 대고 주식으로 그 대가를 받는 투자자, 사업 초기의 기업에 투자하는 시드(seed)투자 형태를 보이며 재정지원 뿐 아니라 사업에 대한 조언 등을 제공하기도 함

합작회사 라인브로스(LINE Bros.)를 설립하여 일본 도쿄에서 '라인와우(LINE WOW)' 서비스를 시작하였지만, 이 역시도 실적 저조로 결국 1년여 만에 사업을 중단하였다.

2015년부터 ㈜우아한형제들은 국내 사업의 확장에 집중하였는데, 먼저 배달앱 최초로 앱 내 결제 수수료를 폐지하여 이용자 확대를 시도하였다. 이후 신선식품 정기배송 서비스(B2C) 업체인 덤앤더머스와 빵배달서비스 업체 헤이브레드를 인수하여, 이들 사업기반을 바탕으로 신선식품 새벽 배송서비스인 '배민프레시'를 출시하였다. 여기에 배달대행전문업체 두바퀴콜을 인수하여 전문 배달인력과 서울경기 지역의 70여개 영업 대리점을 확보함으로써 당시 시범사업 중이던 자체 배달망 '배민라이더스' 사업을 본격화하였다. 같은 해 11월과 다음 해 1월에는 국내 반찬 정기배송 1위 업체였던 더푸드와 도시락 배송업체인 옹가솜씨를 각각 인수, 배민프레시에 통합하며 HMR시장에도 진출하는 등 여러 배달관련업계의 M&A를 통해 음식배달과 인접한 분야로 배달사업을 확장하였다.

그 결과 2015년 배달의민족 GMV는 1조 1,900억원으로 전년대비 58% 성장하였고, 배민프레시와 배민라이더스 또한 출시 후 6개월 간 각각 월평균 20%와 48%의 성장률을 보였다(한국경제, 2016).

⟨표 2⟩ ㈜우아한형제들 인수 현황

인수 연월	인수 플랫폼	설명		
2015년 5월	덤앤더머스(배민 프레시)	유통업체(직접/냉장운송, 정기 배송)		
2015년 7월	두바퀴콜	배달전문회사(이후 배민 라이더스로 통합)		
2015년 11 월	더푸드(배민프레시)	반찬제조 및 정기배송업체		
2016년 1월	옹가솜씨(배민프레시)	고급 도시락 제조업체		

주: 언론사 인용 및 연구자 정리

2016년 힐하우스캐피탈로부터 570억원을 투자 받은 ㈜우아한형제들은 영업이익 24억 6,000만원으로 설립 이후 처음 흑자로 전환하였다. 이후 본격적으로 AI, 로봇 등 '푸드테크' 사업의 연구개발을 추진하였고, 네이버와 세콰이어캐피탈 등 해외 3사로부터 각각 350억원과 3,600억원의 투자를 추가로 유치하며 2017년에는 기업가치 3조원을 넘겼다.

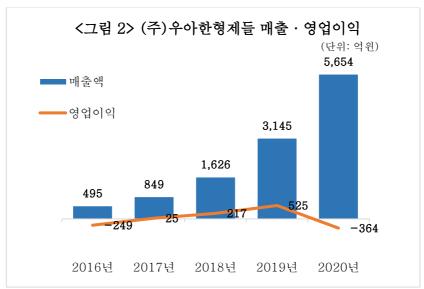
⟨표 3⟩ ㈜우아한형제들 투자유치 현황

투자 연월	투자단계	투자자	투자금액
2011년 3월	법인설립		
2011년 7월	엔젤투자	본엔젤스	3억원
2012년 2월	시리즈A	IMM, 스톤브릿지, 알토스	20억원
2014년 3월	시리즈B	IMM, 스톤브릿지, 알토스	120억원
2014년 11월	시리즈C	골드만삭스, 알토스 등	400억원
2016년 4월	시리즈D	힐하우스, 알토스 등	570억원
2017년 10월	시리즈E	네이버	340억원
2018년 12월	시리즈F	힐하우스, 세쿼이어, 싱가포르투 자청	3600억원
2019년 12월	엑시트	딜리버리히어로에 매각 결정	

주:THE VC

2019년에는 생활용품 및 식재료 당일배송 서비스 '배민마켓'을 출

시한 뒤, 정식명칭을 'B마트'로 변경, 가공식품과 공산품 등으로 품목을 확대하여 이커머스 영역으로 사업을 확장하였다. 이때 배달의민족 시장점유율은 GMV 기준 78%로 요기요(19.6%)와의 차이는 더 커진 것으로 나타났으나, ¹⁰ 요기요, 쿠팡이츠와의 경쟁적 마케팅 및 라이더 프로모션 비용 증가로 영업이익은 4년만에 다시 적자를 기록하였다(Platum, 2020).



주: ㈜우아한형제들 및 연구자 정리



주: ㈜우아한형제들 및 연구자 정리

20

¹⁰ 공정거래위원회, 2020

3.2.2 주요 사업의 구성

㈜우아한형제들은 2020년 기준 베트남을 제외하고는 국내에서만 사업을 진행하고 있다. 모든 사업들은 배달의민족 앱을 중심으로 서로 유기적으로 연결되어 상호작용 하는 형태로 구성되어 있다.

1) 배달의민족 업주 대상 서비스

㈜우아한형제들은 배달의민족 입점 음식점 업주들을 위해 여러 서비스들을 제공한다. 업주들의 경영 교육과 창업자의 노하우 전수 등을 무료로 지원하는 '배민아카데미' 과정, 매출 증대를 위한 온라인 교육과건강검진 및 주방가전 렌탈 등을 제공하는 '사장님광장', 음식점에서사용하는 신선식품과 일회용품 및 식기 등을 도매가에 제공하는 배달의민족 업주 전용 쇼핑몰 '배민상회', 그리고 매출액, 주문수 변동 등가게 현황을 분석해주는 '배민장부'가 있다.

2) 배민라이더스

배민라이더스는 ㈜우아한형제들의 자회사 '우아한청년들'에서 전담하는 2자물류¹¹(2PL) 사업으로, 자체 전문 배달인력 양성을 통한 배달업무 전반의 서비스 품질 향상과 프리미엄 외식배달로의 시장 범위 확대를 목표로 한다. 배달기사는 배민라이더와 배민커넥터로 나뉘는데, 배민커넥터는 배민라이더와 같은 정규 직원이 아닌 파트타임으로 배달업무를

 $^{^{11}}$ 2nd Party Logistics, 자신의 물류를 담당할 자회사를 세우고 해당 업체에 물류 전반을 위탁하는 사업 형태

수행하는 일반인이다. 현재 등록된 라이더의 수는 대략 배민라이더스 3,000명, 배민커넥터 30,000명 정도이며, 배달의민족 앱 내 주문 접수시 각 지역센터의 라이더가 해당 업소로 방문하여 픽업 후 배달하는 방식이다. B마트와 음식배달 등 여러 서비스를 전담한다.

3) B마트

B마트는 전국 32개(2019년 기준) 물류거점을 통해 5,000여종의 소포장 상품들을 1시간 이내에 배송해주는 서비스로 일명 '퀵커머스'사업이다. B마트가 취급하는 모든 상품들을 ㈜우아한형제들이 직매입 후배민라이더스의 물류망을 통해 배송하는 3자물류(3PL) 형태이며, 약 3만명의 배달 인력으로 도심내 다량의 주문을 빠른 시간에 배송할 수 있다. 일반적으로 사용되는 교외지역 대규모 허브(HUB) 물류 거점 방식이 아닌 '도심형 물류허브' 방식을 사용하는데, 도심 한가운데 임대료가 저렴한 이면도로에 슈퍼마켓 크기의 '마이크로풀필먼트센터'¹² 혹은 '다크스토어'¹³를 세우고 이후 인접 지역으로 물류거점을 늘려가며 촘촘하게 연결한다.

4) 배민키친

배민키친은 ㈜우아한형제들이 2016년 9월부터 시작한 공유주방 사업

¹² 고객 주문 시 빠른 시간 내 배송하기 위해 도심 내에 거점을 둔 온라인 유통 서비스 전용 소규모 물류센터

¹³ 오프라인 판매를 하지 않는 온라인 판매 전용 창고 혹은 점포

으로, 각지의 맛집에서 파견된 직원들을 한곳에 모은 배달 전문점 형식이며 입점업체들은 소정의 비용만 지불하면 별도의 임대료나 사용료 없이 고객 수요가 높은 도시 지역에서 주방 설비를 이용할 수 있다. 배달의민족 앱으로 배민키친의 음식을 주문할 수 있고 배달은 배민라이더스에서 담당하고 있다.

5) 푸드테크

㈜우아한형제들은 2017년 음식추천 서비스를 위한 자체 AI 프로젝트 '배민 데이빗' 개발을 시작으로, 배달 과정 전반의 효율화와 라스트마일 사업 개발을 위해 자율주행 및 무인시야 기술과 효율적인 라이더 운영을 위한 AI 추천배차 시스템 등을 개발하였다. 또한 실내외 모든 공간에서 사용 가능한 배달 로봇을 목표로 2019년 실내 배달 로봇 '딜리'를 출시했고, 이후 엘리베이터를 이용한 층간 이동 로봇을 개발하는 한편 라스트마일 전용 배달 로봇 '딜리타워'를 출시하여 렌탈 사업을 진행중이다.

3.3 딜리버리히어로

3.3.1 딜리버리히어로의 창업과 성장과정

딜리버리히어로는 2011년 5월 스웨덴 출신의 컨설턴트인 니클라스 외스트버그(Niklas Östberg) 등 4명이 독일 베를린에서 창업하였으며, 유럽 최대의 벤처 인큐베이팅 기업 중 하나인 팀유럽(Team Europe)에서 투자한 프로젝트 스타트업이다. 2020년을 기준으로 유럽, 아시아 중

동 등 44개 국가에 진출해 50만개 이상의 지역 레스토랑들과 파트너 관계를 맺고 사업을 진행 중이며¹⁴, 동남아시아에서 푸드판다(Foodpanda), 북유럽의 푸도라(Foodora), 중동의 탈라밧(Talabat) 등 28개의 현지 브랜드를 운영하고 있다.¹⁵ 2019년 기준 매출은 약 1조 9,600억원이다.

딜리버리히어로가 창업한 베를린은 당시 정부차원에서 세제 혜택과 주거비 지원 뿐 아니라 벤처캐피탈까지 운영하며 스타트업의 창업을 돕고 있었고, 유럽의 실리콘벨리로써 급부상하고 있었다. 외스트버그 딜리버리히어로 CEO는 "독일이 IT분야 창업 인프라가 잘 갖춰져 있고, 상장요건도 비교적 유연해 독일에서의 창업과 상장을 선택했다."고 말하기도 하였다(매경이코노미, 2018). 이러한 인프라를 바탕으로 딜리버리히어로는 창업 초기부터 많은 투자를 유치하며 빠르게 성장했는데, 창업다음해인 2012년에만 팀유럽, 카이트벤처스(Kite Ventures), 피노먼벤처스(Phenomen Ventures) 등으로부터 시리즈 A, B, C, D¹⁶ 투자를 모두 유치하였으며 총 약 9,363만 유로에 달하였다. 이후 2014년에는 인사이트벤처파트너스(Insight Venture Partners)와 로켓인터넷(Rocket Internet) 등으로부터 9억 2,500만 유로를 투자 받았다.

.

¹⁴ en.wikipedia.org/wiki/Delivery_Hero

¹⁵ www.deliveryhero.com

¹⁶ 시드투자 이후 단계별로 진행되는 투자단계를 시리즈 A~Z로 표현. 보통 시리즈A는 창업 후 2~5년차에 10억원 규모로 이루어지는게 일반적이며, 이후 시리즈부터는 사업확 장을 위한 후속투자로 진행

〈표 4〉 딜리버리히어로 투자유치 현황

투자 연월	투자단계	투자자	투자금액
2011년 11월	Team Europe, Holtzbrinck 011년 11월 창업 Ventures, Tengelmann Ventures, ru-Net		400만유로
2012년 4월	시리즈A	기존 투자자	2500만 유로
2012년 8월	시리즈 B,C,D	Kite Ventures, Kreos Capital, Phenomen Ventures	6520만 유로
2014년 1월	시리즈E	Insight Venture Partners	7390만 유로
2014년 4월	시리즈F	IMM, 스톤브릿지, 알토스	7140만 유로
2014년 9월	시리즈F	Vostok Nafta	2억9400만 달러
2014년 12월	시리즈F	Rocket Internet	4억9600만 유로
2017년 5월		Naspers	3억8700만 유로

주: Wikipedia 및 연구자 정리

딜리버리히어로는 최대한 많은 소비자와 음식점을 선점하기 위해 막대한 투자금을 바탕으로 사업 초기부터 적극적으로 해외진출을 시도하였다. 시장에 진입할 때는 신규 서비스를 출시하기보다 주로 기존의 지역 사업체를 인수하여 빠르게 사업을 확장하였는데, 2019년까지 전 세계에서총 35개의 기업을 인수하였다. 2011년 영국의 헝그리하우스 (Hungryhouse) 인수를 시작으로, 2012년 북유럽의 온라인피자(Online Pizza), 2014년 라틴 아메리카 지역의 페디도스야(PedidosYa), 2015년 터키의 예멕세페티(Yemeksepeti) 등 각 지역의 대형 배달업체들이 대상이었다. 딜리버리히어로는 인수한 기업들의 기존 경영진이나 브랜드명, 사업 방침 등을 바꾸지 않고 그대로 유지하였으며, 각국 지사의 의사결정도 현지 경영진들에게 일임하였는데, "지역색이 강한 음식의 특성상

현지 기반의 운영 방침을 우선시하고 자율성을 부여하는게 딜리버리히어로의 기조"라는 것이 회사의 설명이다.

〈표 5〉 딜리버리히어로 인수 현황

인수연도	인수 대상 기업
2011	Hungryhouse(영국)
2012	Lieferheld(독일), OnlinePizza(스웨덴), PizzaPortal
2012	(폴란드), Pizza-Online(핀란드)
2014	PedidosYa, Clickdelivery(라틴 아메리카), Pizza.de(독일),
2014	Baedaltong(한국)
2015	Talabat(중동), Yemeksepeti(터키), e-food(그리스),
2013	Damejidlo(체코 공화국), Foodora(독일)
2016	Foodpanda(아시아)
2017	Otlob(이집트), Carriage(중동), Appetito24(라틴
2017	아메리카), Foodfly(한국)
2018	Hipmenu(유럽), Netcomidas (볼리비아)
2019	Zomato Food Delivery Inc.(중동), Woowa(한국),
2019	DeliveryRD(도미니카 공화국)
2020	Instashop(중동), Glovo(라틴 아메리카)

주: Wikipedia 및 연구자 정리

딜리버리히어로는 2016년에 푸드판다를 인수한 뒤, 다음해 6월 독일 프랑크푸르트 증시에 성공적으로 상장하였지만, 1년뒤 출혈경쟁을 이기지 못하고 독일 사업을 최대 경쟁사인 테이크어웨이(Takeaway)에 매각하였다(CNBC, 2018). 그럼에도 2018년 4월 기준 딜리버리히어로는 총 35개국에서 시장점유율 1위를 기록하였으며(매경이코노미, 2018), 2019년에는 푸드판다가 베트남을 제외한 태국, 대만, 말레이시아 등 동남아시아 시장에서 높은 성장세를 보였다. 그러나 각지에서의 음식배달 플랫폼간 경쟁으로 딜리버리히어로의 사업 적자는 늘어만 갔다.

EBITDA¹⁷를 기준으로 2017년 4,600만 유로였던 사업 적자는 2018년에 1억유로, 2019년에는 4억 유로 이상으로 크게 늘어났다. 특히 2019년에는 아시아 지역에서의 주문량이 전년 대비 173% 증가하며 전체 지역들 중 가장 높은 성장세를 보였음에도, 적자는 오히려 6배나 늘었다. 18

<표 6> 딜리버리히어로 EBITDA(조정)

(단위: 백만유로)

	유럽	아시아	중동	아메리카	그룹 전체
2017	-16	-28	24	-25	-46
2018	-15	-52	18	-51	-100
2019	-19	-312	43	-143	-431
전년대비 2019년 주문 증감률	42%	173%	57%	53%	80%

주: 언론사 인용 및 연구자 정리

3.3.2 사업전략의 변화

딜리버리히어로는 다른 글로벌 음식배달 플랫폼 기업들이 금융 서비스 등 다양한 영역으로 사업을 확장하는데 반해, 음식배달과 직접적으로 관련이 있는 영역 외 다른 영역으로는 별다른 진출을 하지 않았다. 이에 대해 외스트버그 CEO는 "딜리버리히어로는 선택과 집중으로 모든 것을 다 하기 보다는 잘하는 것에 집중하고자 하며 딜리버리히어로에게 그것은 음식배달이다."라 설명하였다(매경이코노미, 2018).

그러나 2018년 말, 외스트버그 CEO는 "음식배달 산업에 IT기술이

¹⁷ Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization, 영업활동을 통한 현금 창출 규모나 능력을 측정하는 성과지표로써 흔히 이용, ≒상각전영업이익

¹⁸ Delivery Hero Annual report 2018, 2019

더해져 새로운 기회와 시장이 생기고 있다. 배달앱도 IT 기술 발전에 크게 영향 받으며, 새로운 소비 패턴과 문화가 형성될 것이고 그에 맞는 인프라가 필요해질 것이다. 딜리버리히어로는 성장성이 높은 여러 업체들에 투자하며 배달 뿐만이 아닌 다양한 서비스를 제공할 수 있는 새로운 비즈니스를 모색하고 있다."며 입장에 변화를 보였다. 또한 "소비자의 On-demand¹⁹ 서비스 수요에 따라 음식 뿐 아니라 다른 영역의 상품군까지 배달 서비스를 확대하여 수익성을 올릴 것이다."라고 밝히기도 하였다.²⁰

이후 딜리버리히어로는 기존의 물류 시스템을 중심으로 공유주방 사업과 배달 무인화를 위한 배달 드론 개발을 시작하였으며, 빠르게 성장하는 퀵커머스 시장에 주목하여²¹ 세계 11개국 148개 지역에서 생활용품과 꽃, 식재료 등을 1시간 이내에 배송하는 'Dmart' 서비스를 출시해사업의 폭을 넓혔다. 또 ㈜우아한형제들 인수를 시도해 한국시장에서의 영향력을 확대하고자 하였다.

3.3.3 딜리버리히어로의 국내사업 현황

딜리버리히어로는 2011년 11월 유한회사 알지피코리아라는 이름으로

¹⁹ 소비자의 수요에 따라 즉시 상품을 제공하는 서비스, '즉시배송' 혹은 '퀵커머스' 서비스의 개념으로 사용

²⁰ Delivery Hero Annual report 2018, 2019

²¹ 딜리버리히어로는 2030년 글로벌 퀵커머스 시장 규모를 약 628조원 규모로 추정하였음

한국에서 사업을 시작해 2018년 딜리버리히어로 코리아로 변경하였다. 딜리버리히어로는 사업 초기부터 한국시장을 매우 중요시했으며, 딜리버리히어로 코리아가 유치한 투자도 대부분 본사인 팀유럽과 딜리버리히어로가 지원하였다. 딜리버리히어로가 2012년 550억원의 투자를 유치했을 때, 당시 12개의 지사들 중 독일을 제외하고 가장 큰 규모로 한국지사에 투자금을 배분하였으며, 2018년 독일에서의 사업을 매각하여 발생한 잉여 자본을 한국시장에 투입하기도 했다(성호철, 2020).

딜리버리히어로는 2012년 8월에 요기요 브랜드를 직접 론칭하여 다소 늦게 한국에서의 사업을 시작하였으나, 이후 배달앱 최초로 별도의전화 없이 앱 내에서 주문을 처리하는 시스템을 구축하며 편의성으로 입소문을 탔다. 2015년 4월에는 국내 배달앱 배달통을 인수한 뒤, 요기요와 배달통 두 브랜드 간에 수수료 차이를 두어 별도의 사업체로 운영하였다. 2016년 11월에는 G마켓의 음식배달 서비스 '앤팟'을 인수하여 G마켓에 입점해 고객층을 넓혔다. 2017년에는 서울에 1,700여개의 가맹점을 가진 음식배달 대행 서비스 '푸드플라이'를 운영하던 플라이앤컴퍼니를 인수하여 딜리버리히어로의 국내 배달 사업에 힘을 보태었다. 국내에서 인수한 모든 업체들은 인수 후에도 기존의 경영진과 사업들을 그대로 유지하며 요기요와의 시너지를 내는데 집중하였다.

딜리버리히어로의 진출 국가별 매출 규모 순위에서 한국은 2014년 이후부터 지속적으로 2~3위를 기록하였고. 2018년에는 본국인 독일에서

의 1,264억원과 비슷한 1,233억원의 매출을 올리기도 하였다. ²² 2018 년 기준 국내 배달앱 시장 점유율은 요기요 33.5%, 배달통 10.8%, 그 리고 배달의민족 55.7%였다. 2019년에는 배달의민족, 쿠팡이츠 등과의 경쟁 심화로 2,000억원 규모의 공격적인 마케팅을 펼쳤지만, 매출은 전 년대비 0.4% 성장해 제자리걸음하였다. ²³

3.4 M&A 과정과 구조

2019년 12월, 딜리버리히어로와 ㈜우아한형제들은 M&A 결정을 발표하였다. 딜리버리히어로의 ㈜우아한형제들에 대한 인수 제의는 사업초창기인 2011년부터 매년 있어왔지만 조건이 맞지 않아 이뤄지지 않았다. 그러나 양사의 경영진은 서로 소통하며 관계를 이어갔다. 2018년에도 외스트버그 CEO는 "한국시장의 발전은 다른 어느 나라보다도 빠르지만, 그에 따라 경쟁이 과열되어 국내시장에만 초점을 맞추다 보니 한국기업의 해외진출이 어려워졌다. 딜리버리히어로가 한국 배달앱의 해외진출을 가능하게 할 수 있다고 생각한다. 우리가 진출한 시장 중에서도가장 큰 곳이 한국이며, IT 기술의 발전에 따라 변화하는 배달시장에서여러 파트너들과 함께 배달 뿐 아니라 라스트마일까지 책임지는 배달 물류 플랫폼으로서 한국시장을 발전시켜 나가고 싶다." (이코노미조선, 2018)고 말하는 등 한국시장에서의 사업 확대 가능성을 지속적으로 내

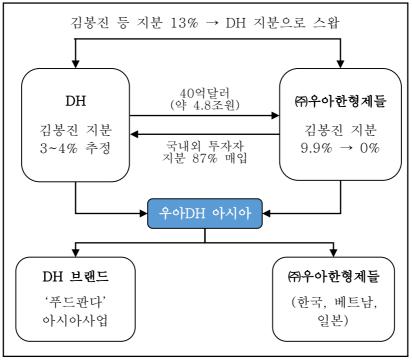
²² Marketscreener, 2018

²³ Delivery Hero Annual report 2019

비쳐왔다. 그렇게 이어오던 양사의 관계가 2019년 말 M&A 결정으로 나타난 것이었다.

인수는 딜리버리히어로가 힐하우스캐피탈, 골드만삭스, 본엔젤스벤처 파트너스 등 ㈜우아한형제들의 외부 투자자들이 소유하고 있는 지분 87% 를 인수하고, 그 밖에 김봉진 대표 소유의 단독지분 9.89% 및 경영진이 보유한 나머지 지분을 동일 가치만큼의 딜리버리히어로 지분으로 4년에 걸쳐 전환하는 방식으로 진행되었다. 또한 김봉진 대표가 딜리버리히어 '글로벌 3인 최고위원회' 구성원으로서 딜리버리히어로 그룹 전 로 의 체의 의사결정과 경영에 참여하게 되며, 지분 전환을 통해 딜리버리히어 로 개인 주주들 중 최대 주주가 될 것이라 발표하였다. 인수 금액에 대 해 딜리버리히어로는 ㈜우아한형제들의 2019년 예상 GMV의 약 60% 를 추산하여 약 4조 7.500억원의 가치를 매겼고. 2조 2.000억원(17억 유로)의 현금과 딜리버리히어로 주식 4.010만 주를 거래 대금으로 지급 할 것으로 계획하였다. 인수 후에는 양측이 지분을 절반씩(50%±1) 나 누어 갖는 합작회사 '우아DH아시아'를 싱가포르에 설립하고, 김봉진 대표가 회장직을 맡아 한국, 홍콩, 필리핀, 싱가포르 등 아시아권 14개 국의 사업을 총괄하며, 퀵커머스, 공유주방 등 한국에서의 사업을 동일 하게 진행할 것이라 밝혔다. 다만 아시아 지역 법인의 지분은 딜리버리 히어로가 100% 소유하기 때문에 우아DH아시아는 아시아 지역의 사업 관리 역할에만 한정되며, 아시아 국가들에서의 사업 주체 역시도 딜리버 리히어로의 푸드판다로, ㈜우아한형제들의 해외사업은 기존과 동일한 베 트남, 일본 두 곳으로 한정되었다.

<그림 4> DH-㈜우아한형제들 인수 후 변화



주: 언론사 인용 및 연구자 정리

인수 결정 배경에 대해 김봉진 대표는 "비전펀드의 쿠팡과 같은 거대자본에 바탕한 플랫폼 기업들이 배달 시장으로 대거 진출하고 있는 상황에서 국내 시장의 경쟁에만 집중하다 글로벌 확장 타이밍을 놓친 국내토종 기업이 위기를 극복하고 해외시장 진출에 힘을 보태기 위한 결정이며, 15조원 가량의 딜리버리히어로의 자금력과 우리의 국내 사업 노하우가 합쳐져 시너지를 낼 수 있을 것"이라 설명하였다(매일경제, 2020).

공정거래위원회(이하 공정위)는 배달앱 시장에서의 배달의민족과 요기요 합계점유율을 99.2%로 평가해 독점적 지위가 발생할 것으로 판단하였고, 그에 따라 6개월 이내에 요기요(딜리버리히어로 코리아) 지분 100%를 제3사에 매각하는 조건으로 인수를 승인하였다. 딜리버리히어

로는 해당 결정을 수용하였다. 외스트버그 CEO는 "㈜우아한형제들과 김봉진 대표의 자사 합류를 환영한다. 하지만 딜리버리히어로 코리아를 매각하게 된 것에 대해서는 매우 안타깝다." (심재석, 2020)고 말하면서도 "배민 인수는 변화가 심한 배달 시장에서 살아남기 위해 필요했다. 딜리버리히어로에게 아시아 비즈니스 비중은 50% 이상이고, 김봉진 대표가 이 부분을 책임질 것"이라고 말하였다(이호승, 강민호, 2020). 김봉진 대표는 인수 결정 직후 직원들에게 "창업자로서 직접 상장하지 못하고 독일에 상장하게 된 점이 아쉽다. 하지만 한국에서만 사업을 잘 한다고 해서 생존하기는 어려우며, 이번 인수를 통해 기존과 같이 사업을 유지하면서도 시장의 급격한 성장과 치열한 경쟁 속에서 더 큰 기회와 더 강한 경영권을 얻게 되었다."고 전달하였다.

인수를 통해 ㈜우아한형제들은 딜리버리히어로가 상장한 독일 프랑크 푸르트 증시에 상장한 것과 마찬가지가 되었으며, 국내 코스닥 증시에 상장할 경우 예상되었던 기업가치보다 크게 높은 가치를 인정받았다. 또 ㈜우아한형제들에 투자한 벤처캐피탈들은 피인수 지분 87%에 상당하는 금액인 3조 5,000억원을 회수할 것으로 예상되었다.

제 4 장 사례분석

4.1 딜리버리히어로의 전략 변화 분석

음식배달 플랫폼 산업에서 배달앱은 주문자와 식당을 연결시켜주는 단순한 사업모델이다. 주문자들은 자신의 위치에서 가까운 음식점에 음식

을 주문하기 때문에 음식배달 플랫폼들은 주문자의 위치에 기반하여 특정 범위 내에서 서비스를 제공한다. 이는 배달 플랫폼을 구성하는 주문자와 음식점, 그리고 배달앱 이 세가지 구성요소가 물리적인 거리에 제한 받음을 의미한다. 따라서 음식배달 플랫폼은 특정 지역을 중심으로이용자 집단이 밀집되어 다른 지역과는 연결이 없는 지역적으로 밀집된네트워크, 즉 로컬 네트워크를 이룬다. 이러한 로컬 네트워크 모델에서이용자 집단의 확대에 따른 네트워크 효과는 작게는 하나의 도시, 크게는 하나의 국가를 벗어나지 못하기 때문에 특정 지역 내에서 우월한 지위를 구축한 플랫폼이라 하더라도 그 지역을 벗어난 곳에서는 이용자들을 확보하는 첫걸음부터 시작해야 한다. 음식배달 플랫폼들이 특정 도시를 거점으로 사업을 시작해 주변 지역으로 점진적인 확장을 하는 이유이다. 이는 이용자 기반이 없는 신규 플랫폼도 충분한 자본만 뒷받침 된다면 새로운 지역에서의 경쟁에 쉽게 참여할 수 있다는 의미이기도 하다.

딜리버리히어로는 2011년 당시 베를린시와 기업들로부터 IT 스타트 업의 창업을 위한 각종 혜택과 지원을 받아 창업 단계부터 이미 많은 투자금과 필요한 자원들을 확보한 상태였고, 이를 바탕으로 창업한지 1년도 채 되지 않은 스타트업이 해외의 수많은 음식배달 업체들을 인수하며빠르게 성장할 수 있었다. 새로운 시장에 진입할 때마다 이용자들을 모으는 첫 단계부터 시작하는 것이 많은 시간이 소요되는 과정임을 알았기때문에, 기존에 사업을 진행하던 현지 업체를 인수함으로써 빠르게 글로 벌 시장을 선점하는 방법을 택한 것이었다.

그러나 세계에서 가장 많은 국가에 진출한 글로벌 음식배달 기업이라 는 정체성이 발목을 잡았다. 한 지역에서만 이용자 네트워크를 구축해도 해당 지역에서 사업이 가능한 배달앱의 낮은 진입장벽 탓에 시간이 지나 며 많은 배달앱들이 우후죽수 생겨나고 현지 경쟁업체들과의 출혈경쟁 이 시작된 후부터였다. 음식배달 플랫폼의 네트워크 효과는 좁은 지역 단위에 국한되기 때문에, 딜리버리히어로가 전세계적으로 구축한 네트워 크는 각 지역별 사업에는 별다른 영향을 미치지 못했고 동일한 플랫폼이 라도 국경을 넘어 시너지를 내기는 어려웠다. 제한된 지역 내에서 네트 워크 효과를 극대화해야 하였기 때문에 기업들은 필연적으로 사업을 다 각화하여 제공 가치를 늘려야 했고, 또 수익이 크지 않은 음식배달 산업 의 특성 탓에도 수익구조를 다변화할 필요가 있었지만, 딜리버리히어로 는 음식배달만을 고집하였으며 그나마 사업의 확장으로 진행한 것은 가 맹업소들에 식재료를 배달하는 수준에 그쳤다. 때문에 대규모 투자를 바 탕으로 전세계에 수많은 사업체를 보유한 딜리버리히어로였지만 수익은 점차 줄어들었고, 현지에서 고도로 다각화된 서비스를 기반으로 성장하 는 토종 업체들과의 경쟁에서 밀려나기 시작하였다.

출혈 경쟁이 심하던 본국에서의 사업을 테이크어웨이에 매각하고 아시아와 중동 등 규모와 성장성이 큰 다른 지역의 사업에 집중하였으나, 아시아와 미주 지역에서는 오히려 매년 사업 적자가 크게 늘었다. 그나마매출이 늘며 강세를 보이던 동남아시아 시장에서는 음식배달 외에도 다양한 서비스를 제공하는 그랩(Grab)과 고젝(Go-Jek)에게 밀려 현지에물류 기반과 다른 사업이 없는 푸드판다가 난항을 겪고 있었고, 오랫동

안 사업을 진행해온 한국시장에서도 현지 업체인 ㈜우아한형제들과의 경쟁에 2,000억원이 넘는 마케팅 비용을 투입하였음에도 점유율 격차는 줄어들지 않았고 매출도 제자리였다. 이렇듯 각지에서 현지업체들과의 경쟁 심화와 적자의 증가로 향후 사업 전망은 어두워져 갔다.

이에 따라 딜리버리히어로는 수익성을 개선하고 경쟁업체에 대응하고 자 전략을 수정하였다. 현지 업체 인수로 최대한 많은 시장에 진출하는 대신, 규모와 성장성이 큰 몇몇 시장에 집중하는 것으로 사업 노선을 변경하였다. 각 시장 내에서는 Dmart 서비스를 출시하는 한편 드론을 활용하는 배달 무인화 사업 개발을 시작하여 음식 뿐 아니라 식료품과 생활용품 등을 배송하는 라스트마일 사업의 기반을 마련함으로써, 현지에서 음식배달 사업과 네트워크를 공유하며 시너지를 낼 수 있는 영역으로 다각화를 시작하였다.

딜리버리히어로가 ㈜우아한형제들을 인수한 것도 같은 맥락에서 비롯된 결정이었다. 딜리버리히어로의 전체 사업 중 아시아 시장이 차지하는비중이 절반을 넘은 상황에서, 비전펀드 등으로부터 대규모 지원을 받는그랩이나 고젝 같은 거대 플랫폼을 인수하여 동남아시아 시장에서 여러업체들과의 경쟁을 이어가는 것 보다는 비교적 사업 규모가 작은 ㈜우아한형제들을 인수하여 한국 시장을 장악하는 것이 아시아의 로컬시장에서빠르게 영향력을 확대할 수 있는 길이었다. 게다가 한국은 배달 사업이주로 이뤄지는 주요 대도시의 인구를 기준으로 세계 2위의 음식배달 시장인 미국과 거의 동일한 규모로 평가받을 만큼 크고, 동시에 배달 산업

이 발전하기에도 좋은 조건을 갖춘 만큼²⁴ 한국시장에서 압도적 1위 사업자인 ㈜우아한형제들의 인수는 그 성과가 보장되어 있었다.

㈜우아한형제들이 구축한 로컬 네트워크 모델은 변화된 딜리버리히어 로의 전략 기조에도 부합하였다. ㈜우아한형제들은 국내 시장에서 네트 워크 브리징을 통해 배달의민족 앱을 중심으로 배민키친과 B마트 등 여 러 사업들을 연결하여 하나의 물류 플랫폼으로서 시너지를 창출하는 배 달 네트워크를 구축하였으며, 업주들을 대상으로 배민상회와 배민장부 등 다양한 회원제 서비스를 제공함으로써 다른 배달앱들과의 차별성을 두어 이용자들의 이탈과 멀티호밍 방지에도 힘써왔다. 그 결과 ㈜우아한 형제들은 국내 배달앱들 중 가장 많은 이용자 수를 보유하고, 매년 가파 른 성장세를 보이며 3년 연속 흑자를 낼 수 있었다. 딜리버리히어로가 인수를 통해 얻고자 한 것이 ㈜우아한형제들의 네트워크와 사업 관리 노 하우 흡수로 수익구조를 개선하고 한국을 포함한 몇몇 아시아 주요 시장 에서의 지배력을 확대하는 것이었기 때문에, 이는 ㈜우아한형제들이 보 유한 가치와 맞아 떨어졌다. 실제로 딜리버리히어로의 2018~2019년 아시아 시장 전체 GMV보다 ㈜우아한형제들의 GMV가 3배 가량 더 컸 으며, 딜리버리히어로는 인수를 통해 아시아 시장에서의 사업 규모가 그 만큼 확대될 것으로 기대하였다. 향후 EBITDA도 전체 GMV의 5~8% 까지 성장하여 수익구조도 개선될 것으로 예측하였으며, Dmart 등 신사

²⁴ Delivery Hero & Woowa Partnership report, 2019

업에서도 지렛대 효과를 누릴 수 있을 것이라 하였다. 25

4.2 ㈜ 우아한형제들 매각 요인 분석

그렇다면 배달 플랫폼으로서 로컬 네트워크를 바탕으로 높은 성과를 내던 ㈜우아한형제들이 왜 독자적으로 사업을 키워 나가지 않고 딜리버리이어로에 매각을 결정했는지 의문이 생긴다. 사실 ㈜우아한형제들은 2016년 당시 국내 증시에 상장이 가능했던 시점이 있었다. 매년 적자폭을 줄여가던 ㈜우아한형제들은 2016년 25억원의 영업이익을 시작으로 2018년에는 525억원까지 흑자를 늘렸고, 이때 GMV대비 EBITDA 비율은 18%를 넘겼다. 실적과 안정성을 중요시하는 국내 증시이지만 당장 몇 개년 간의 실적을 놓고 본다면 ㈜우아한형제들은 그 자격이 충분했다. 김봉진 대표와 경영진들 역시도 구체적인 시점을 정해놓지 않았을 뿐, 상장과 더불어 다양한 선택지들 사이에서 고민해왔으며 ㈜우아한형제들이 요기요와 배달통을 인수하는 것을 고려한 적도 있다고 설명하였다(매일경제, 2020). 그럼에도 ㈜우아한형제들은 딜리버리히어로의 M&A 제안을 받아들여 회사를 매각한 것이었다.

이에 대한 원인을 찾기 위해서는 지분구조를 살펴볼 필요가 있다. ㈜ 우아한형제들은 사업 초기 본엔젤스벤처파트너스로부터의 시드 투자를 시작으로 여러 국내외 투자자들로부터 8년간 총 5,000억원 가량의 투자를 유치하였다. M&A 결정 당시 전체 지분의 87%를 벤처캐피탈과 사모

²⁵ Delivery Hero & Woowa Partnership report, 2019

펀드(PEF) 등 재무적투자자(FI)들이 보유하고 있었으며, 그 중 해외 투 자자들이 지분의 75%, 국내 투자자들이 나머지 12%를 보유하고 있었 다. 특히 힐하우스캐피탈과 알토스벤처스 등 몇몇 해외 벤처캐피탈들은 국내 투자자들로부터 지분 매입을 통해 꾸준히 지분을 늘려갔고. 인수 당시 힐하우스캐피탈이 25% 가량의 지분을 보유해 최대주주로 올라있 었으며 알토스벤처스가 20%로 두번째였다(김채연, 2019). 힐하우스캐피 탈과 알토스벤처스 양사의 지분만 합쳐도 외부 투자자 지분 전체의 절반 이 넘는데다. ㈜우아한형제들에 대한 시리즈 A, C, E 투자 당시에도 양 사가 주축이 되어 각각 다른 투자자들을 참여시키는 형태로 진행됐던 만 큼(주승호, 2018), 양사의 주도하에 투자자들 간 원활한 협력이 이뤄졌 다면 ㈜우아한형제들이 투자자들의 영향으로부터 자유로울 수는 없었을 것으로 판단된다. 게다가 외부 투자자들이 보유한 주식의 80% 가량이 전화상화우선주로. 26 필요시에는 보통주로 전화하여 의결권 행사가 가능 했다. 27 따라서 대다수의 벤처캐피탈이 3년에서 5년 이내로 투자 회수하 는 것을 선호한다(구중회 외, 2019; Layne, 2021)는 점을 감안하면, 그 보다 긴 시간이 소요되면서 위험부담도 큰 IPO나 경쟁업체 인수를 통한 독자 성장은 투자자들의 반대로 진행이 어려울 수 밖에 없었다. 또한 쿠 팡과 네이버, 카카오 등의 진출로 국내 음식배달 시장이 새로운 경쟁 양

²⁶ 상환권과 전환권을 선택적 혹은 동시에 갖는 우선주, 상장이나 M&A 등 진행 시 보통 주로 전환하여 의결권 행사 가능

²⁷ Dart 감사보고서, 2019

상을 띄기 시작한 상황적 배경도 투자자들로 하여금 빠르게 투자 회수를 시도할 유인으로 작용하기에 충분하였다. 즉, 투자자들로부터 기업 매각 을 통한 투자 회수 요구가 있었다면 김봉진 대표와 경영진은 따를 수 밖 에 없는 구조였던 것이다.

한편 김봉진 대표를 포함한 경영진의 입장에서도 독자적으로 사업을 성장시키기에는 어려운 점이 많았다. 국내에는 IPO 전후로 신규 투자를 유치하는 과정에서 발생하는 경영자의 지분 희석에 따른 경영권 상실에 대한 방어수단이 없어, 기존과 같이 사업을 이어갈 수 있다는 보장이 없었기 때문이다. 그러나 단순히 매각을 선택하기에는 2018년에 이미 기업가치가 3조원을 넘어버린 ㈜우아한형제들을 구매할 만한 대상이 국내에는 없었을 뿐더러 역시 마찬가지로 매각으로 인해 경영권을 상실할 우려가 컸기 때문에 어느 쪽이든 곤란한 상황이었다.

이러한 상황에서 딜리버리히어로의 M&A 제안은 투자자들과 ㈜우아한형제들 양쪽 모두에게 다음과 같은 이유로 최선의 선택이 될 수 있었다. 우선 벤처캐피탈 등 외부 투자자 지분 전체를 일시에 매입함으로써빠른 투자 회수가 가능하였을 뿐 아니라, IPO를 통해 국내 증시에 상장했을 경우와 비교하였을 때 훨씬 큰 인수 대금인 4조 7,500억원이라는조건을 제시하였기에 여러모로 투자자들의 니즈를 충족시킬 수 있었다.이와 동시에 ㈜우아한형제들은 인수 후에도 기존과 같은 ㈜우아한형제들 브랜드와 조직으로 독립적인 사업을 유지할 수 있으면서도 쿠팡 등 국내시장의 신규 경쟁자들에 대응할 재정적 지원을 해줄 자금처까지 확보한

셈이었기 때문이다.

4.3 M&A 구조 분석

4.3.1 양사 간 M&A 구조의 의미

앞서 본 바를 종합해보면, ㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 M&A는 양사가 각자의 니즈를 해결할 수 있는 소위 '윈윈'이 가능한 결정이었다. 이는 본 M&A가 일반적인 음식배달 플랫폼 간의 M&A에 비하여 갖는 가장 큰 차별점인 동시에, 그 구조가 매우 복잡하게 설계된 이유이다.

딜리버리히어로는 한국시장에서 자본이 넉넉하지 않은 일개 스타트업이 10년에 가까운 기간 동안 해외의 거대 기업들을 누르고 1위 사업자지위를 유지해왔을 뿐 아니라 매년 높은 성장세로 흑자까지 냈다는 점에서 ㈜우아한형제들과 김봉진 대표를 매우 높이 평가하였다. 그래서 인수를 통해 세계적인 확장에만 주력했던 딜리버리히어로가 갖지 못하였던,한국이라는 특정 지역에서만 사업을 진행하며 쌓아온 ㈜우아한형제들의로컬 네트워크와 사업 관리,특히 수익성 부문의 노하우를 흡수하고자하였다. 이는 인수 이후 김봉진 대표를 딜리버리히어로의 최고 경영진인글로벌 3인 최고위원회의 일원으로서 딜리버리히어로 그룹 전체의 의사결정에 참여하게 하는 동시에,우아DH아시아 조인트벤처의 회장으로서딜리버리히어로가 가장 중요시 하는 아시아 지역의 사업을 책임지게 한것에서 잘 나타난다.

대개 양사간의 관계가 각자의 전략에서 핵심적인 역할을 담당하여 전 방위적인 협력이 필요한 경우, 보다 높은 시너지를 창출하기 위해 조인 트벤처를 설립한다(장세진, 2019)는 점을 고려해보면, 본 M&A는 여타 플랫폼 시장의 행태처럼 독점적 지위 구축을 위한 것이 아니다. 양사의 아시아 14개국 사업 전체를 조인트벤처를 통해 관리하고자 한 것은 ㈜ 우아한형제들과 김봉진 대표가 딜리버리히어로의 향후 전략에서 말을 역 할을 나타내며. 장기적인 협력이 필요하다는 것을 의미한다. 5조원에 가 까운 인수 금액과 인수 이후에도 사업과 조직의 보존을 약속한 다소 호 의적인 조건도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 김봉진 대표와 경영진 이 인수의 대가로 받는 유일한 보상인 딜리버리히어로 지분은 이 모든 관계에 대한 그들의 책임과 권하을 의미한다. 일시 전환이 아닌 4년에 걸쳐 받는 것으로, 향후 최소 4년간의 우아DH아시아의 성과에 따라 그 가치가 달라질 수 있다는 점에서는 책임이지만, 딜리버리히어로의 최대 개인주주로서 그만큼의 권한이 주어지기 때문이다. 한편, 인수 주체 기 업의 경영권과 지분을 획득한 것은 간접적으로는 피인수 기업의 운영까 지 함께 떠안은 셈이기도 하며, 따라서 김봉진 대표는 딜리버리히어로의 아시아 사업을 총괄함으로써 ㈜우아한형제들의 사업에 여전히 큰 영향을 미칠 수 있다.

종합해보면, 본 M&A는 단순히 글로벌 영향력을 가진 거대 기업이 로 컬 사업체를 지배하거나 시장 내 독점적 지위를 구축하려는 것이 아니라, 로컬 경쟁력을 갖추지 못한 글로벌 기업이 인수한 현지 사업체를 매개로로컬 사업역량 자체를 키우겠다는 의도를 담고 있다. 즉, ㈜우아한형제

들의 역량과 노하우를 흡수하여 자사의 로컬 사업역량으로 내재화 하는 것으로, 우아DH아시아라는 조인트벤처 역시도 김봉진 대표의 로컬 사업역량과 노하우를 내재화 하기 위한 수단인 것이다.

4.3.2 한계

대개와 같이 경영난에 빠진 플랫폼을 더 크고 강력한 플랫폼이 일방적 으로 흡수하거나, 혹은 시장에서 경쟁자를 제거하기 위한 인수가 아닌, 인수를 통해 각자의 요구를 해결하고 인수 이후에는 서로의 사업을 책임 지고 협력하며 상호 발전시킬 수 있는 공동체 관계로 나아갔다는 점에서 ㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 인수는 큰 의의를 가진다. 그럼에도 한계는 있다. ㈜우아한형제들이 필요로 하던 해외 사업의 확장에는 별다 른 영향을 받지 못하기 때문인데. 앞서 말한 바와 같이 아시아 14개국 의 사업은 딜리버리히어로가 지분 100%를 소유한 채 우아DH아시아는 사업의 관리 역할에만 국한되며, 그마저도 우아DH아시아의 지분에서 우 위를 가진 딜리버리히어로가 의사결정권을 갖기 때문이다. 게다가 ㈜우 아한형제들의 해외사업은 여전히 기존과 같이 베트남에 국한되며 다른 모든 지역은 푸드판다 브랜드로 진행되는 만큼, 인수를 통해서는 국내에 서의 사업에서만 영향력을 받을 뿐, 사실상 해외사업에는 인수 전후로 별다른 차이가 없다.

제 5 장 결론 및 시사점

본 연구는 빠르게 성장하며 다각도로 변화하는 음식배달 플랫폼 시장

에서 글로벌 음식배달 플랫폼 기업들이 어떤 경쟁전략을 통해 생존을 도모하였는지 살펴보고, 국내의 ㈜우아한형제들과 딜리버리히어로의 M&A에 대한 사례연구를 통해 그것이 일반적인 M&A건과 어떻게 달랐는지, 그 배경과 의미하는 바는 무엇이었는지를 플랫폼 기업과 스타트업의 특성에 따라 네트워크 효과와 투자자의 영향에 초점을 두고 분석하고자 하였다.

주요 연구 결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저 ㈜우아한형제들은 한국 이라는 지역을 기반으로 음식배달 플랫폼 사업을 시작하여 지역적으로 밀집된, 로컬 네트워크를 구축하였으며 음식배달과 관련이 있는 영역으 로의 네트워크 브리징을 통해 사업 다각화를 시도하였다. 또 ㈜우아한형 제들만의 회원제 서비스들을 제공함으로써 이용자들의 멀티호밍을 방지 하고, 수익구조를 개선하였다. 그 결과 로컬 시장에서의 네트워크 효과 를 극대화 하고 안정적인 매출 및 영업이익 증가로 국내시장에서 지배적 인 플랫폼 사업자로서의 지위를 다졌다. 반면 딜리버리히어로는 독일 베 를린을 기반으로 음식배달 플랫폼 사업을 시작하여 스타트업 지원 인프 라를 바탕으로 전세계에 걸쳐 폭발적인 글로벌 확장을 시도하였으며, 다 른 영역으로의 사업 다각화를 시도하지 않고 음식배달 사업에만 몰두하 였다. 또 해외시장 진입 시에는 현지의 업체를 인수하여 빠른 진입과 네 트워크 효과 및 이용자 흡수를 시도하였다. 그러나 로컬 네트워크 효과 가 핵심인 음식배달 플랫폼의 특성상 글로벌 확장만을 추구한 딜리버리 히어로는 각 지역의 로컬 업체들에 밀리기 시작하며 실적이 악화되었고, 그에 따라 전략을 대폭 수정하여 글로벌 확장이 아닌 몇몇 특정 국가에 집중적으로 투자하며 해당 시장에서는 사업 다각화를 시도하고 있다. 그러한 전략 변화의 일환으로 국내 시장에서 ㈜우아한형제들 인수를 통해로컬 네트워크와 사업 관리 노하우를 흡수하여 단기적으로는 수익을 개선하고, 장기적으로는 신사업과 아시아 지역의 주요 시장에서 지배력을 높이고자 하였다.

한편 ㈜우아한형제들이 국내 1위 사업자로서 그 지위가 확고했고, 음 식배달 플랫폼의 특성에 맞춰 로컬 네트워크 효과를 극대화하는 사업 모 델을 구축하였음에도 독자 성장이 아닌 매각을 선택한 이유는 다음과 같 다. ㈜우아한형제들의 지분 87%를 보유하고 있던 외부 투자자, 즉 벤처 캐피탈들 중 최대주주는 25% 지분을 보유한 힐하우스캐피탈. 20%를 보 유한 알토스벤처스가 그 다음을 잇고 있었다. 이 둘의 지분을 합치면 전 체 외부 투자자 지분의 절반이 넘는데다. 이미 시리즈 A. C. E 투자 라 우드가 양사의 주도하에 다른 투자자들을 참여시키는 형태로 진행되었기 때문에, 양사가 합심하여 투자 회수 압력을 행사했다면 ㈜우아한형제들 이 시간이 오래 걸리고 리스크가 큰 IPO를 통한 독자 성장을 진행하기 는 어려웠을 것으로 판단했다. 또 ㈜우아한형제들도 국내에서 IPO를 진 행하기에는 외부 투자유치로 인한 경영자 지분 희석에 따른 경영권 상실 에 대한 방어 수단이 없어 다소 부담스러운 상황이었고. 매각 역시도 이 후 경영권 보장을 받을 수 없었다. 이러한 상황에서 딜리버리히어로의 인수 제안은 다음의 이유로 최선의 선택이 될 수 있었다. 첫째, 외부 투 자자들의 빠른 투자 회수가 가능했고 그 금액도 4조 7.500억원으로 상 장 시 평가금액보다 컸다. 둘째, 인수 이후 ㈜우아한형제들의 기존 사업

과 조직을 보존하면서도 쿠팡 등 국내시장의 신규 경쟁자에 맞설 자금처까지 확보할 수 있었다.

양사의 M&A 구조가 매우 복잡하게 이뤄진 배경은 다음과 같다. M&A를 통해 ㈜우아한형제들의 김봉진 대표는 딜리버리히어로의 3인 최고위원회에 합류하여 경영에 참여하는 동시에 우아DH아시아의 회장 직을 맡아 아시아 사업을 총괄하게 된다. 또 김봉진 대표를 포함한 ㈜우 아한형제들 경영진들이 인수의 대가로 받는 보상은 4년에 걸쳐 받는 딜 리버리히어로의 지분, 즉 향후 딜리버리히어로의 성과에 대한 책임과 권 한이며, 인수 후에도 ㈜우아한형제들 사업을 그대로 유지할 수 있다는 점에서 딜리버리히어로가 M&A를 통해 얻고자 한 것이 ㈜우아한형제들 과 시장 점유율 그 자체가 아닌 그들이 로컬 사업체로서 지닌 네트워크 와 사업 관리 역량 및 노하우를 내재화 하는 것이란 점을 알 수 있다. 그러나 하게는 있다. 인수 후 아시아 사업의 지분과 우아DH아시아의 의 사결정권 모두 딜리버리히어로가 갖는데다 아시아 사업도 푸드판다 브랜 드로 진행되는 만큼, ㈜우아한형제들이 인수를 통해 얻는 것은 사실상 국내사업에서의 지원 뿐, 해외사업에서는 인수 전후로 별다른 차이가 없 기 때문이다.

본 연구는 다음과 같은 시사점을 제공한다. ㈜우아한형제들이 국내 토종 스타트업으로서 성공적인 사업을 이뤘음에도 불구하고, 해외 거대 기업으로 매각을 선택한 것은 경영자의 선택이기 보다는 지분 구조상의 불가피한 문제였다. 이는 우리나라 스타트업들의 고질적인 문제이기도 한

데, 원인은 우선 벤처캐피탈을 비롯한 국내 자본시장의 규모가 터무니 없이 작다는 것이다. 벤처캐피탈의 자금 투자가 벤처기업의 성장에 미치 는 긍정적 영향에 대한 연구는 이미 수없이 많기 때문에 그 중요성에 대 해 언급하는 것은 무의미하다. 물론 국내에서도 2011년 이후 스타트업 과 벤처기업에 대한 자금 지원 제도가 활성화 되어왔지만, 여전히 시드 투자와 시리즈A 등 초기 투자에 집중되어 있고 성장을 주도하기 위한 스케일업 투자는 거의 없다(임정욱, 2015). 그마저도 1,000억원 이상의 대규모 투자나 펀드는 사실상 없으며, 창업자와 벤처캐피탈을 연결하는 인프라도 매우 부족한 실정이다(공혜원, 2019; 조병문, 신현한, 2020). 실제 국내 벤처캐피탈의 기업당 투자 금액은 2017년에서 2020년동안 평균 40억원 수준인 반면. 국내 유니콘 기업 11곳에 대한 총 투자액 10.7조원 중 10.2조원이 해외 자본으로 이뤄졌다(이민하, 2020). 게다 가 국내 벤처캐피탈의 재원은 주로 세금으로 운용되는 공공주도 모태편 드이기 때문에 규모도 크지 않고 안정성과 단기간 가시적인 성과를 중시 하기 때문에(조병문, 신현한, 2020), 장기적인 성장이 어려워 애초에 스 타트업의 본질과도 어긋난다. 또다른 원인은 앞서 말한 바와 같이. 국내 에 투자 유치로 인한 경영자의 경영권 상실을 방어할 수단이 없다는 것 이다. 가장 대표적인 것이 차등의결권인데, G7이라 불리는 선진국들은 이미 모두 차등의결권제를 도입하여 적극적으로 활용하고 있다. 김봉진 대표 역시도 "국내에도 차등의결권제가 있다면 외부 투자를 끌어오더라 도 경영권 희석을 걱정할 필요가 없다. 그러면 기부 뿐 아니라 후발 스 타트업을 위한 펀드 조성 등 가치있는 일도 훨씬 많이 할 수 있을 것이 다."고 설명하며 끊임없이 차등의결권제의 도입 필요성을 강조해왔다 (중앙일보, 2020). 이는 김봉진 대표가 국내에서 자본력이 부족한 스타트업을 키워가며 느낀 바를 여지없이 보여주는 부분이다. 국내에서도 지속적으로 도입이 거론되고는 있으나 지지부진한 상황이다. 물론 차등의결권만으로는 한계가 있다. 국내는 해외시장에 비해 투자자 저변이 좁고 상장 과정에서 기업가치가 저평가 되는 등 자본시장 자체의 규모 차이도 존재하기 때문이다. 따라서 차등의결권제의 도입은 자본시장의 설계와 맞물려 종합적인 관점에서 진행되어야 한다.

본 연구의 사례 분석 결과와 그를 바탕으로 도출한 시사점을 되새겨보고, ㈜우아한형제들이라는 토종 스타트업의 해외행을 비난하기 이전에, 먼저 우리나라의 시장과 제도가 오히려 무한한 가능성을 지닌 유니콘들의 발목을 잡고 있는 것은 아닌지 스스로 고민해보아야 할 것이다.

참고문헌

강은구(2020), 세계 시장 도전하려 독일 기업에 매각…'골목 배달' 넘어 '글로벌 배달' 시동, 한국경제, 2020년 1월 1일

공정거래위원회(2020), 딜리버리히어로, 배민 인수하려면 요기요 지분 100%를 6개월 내로 매각하세요!, *공정거래위원회*, 2020년 12월 30일

공혜원. (2019). 글로벌 국가 비교를 통한 한국 기술기반 스타트업 생태계 진단: 정량 및 정성 연구. *벤처창업연구*, *14*(1), 101-116.

구중회, 김영준, 이수용, 김도현, & 백지연. (2019). 한국 벤처캐피탈리 스트의 투자결정에 미치는 요인 연구. *벤처창업연구*, *14*(4), 1-18.

권오형, & 문종범. (2009). 사례연구: 한국벤처기업의 EXIT 전략 유형에 관한 사례연구. *기업가정신과 벤처연구 (JSBI)(구 벤처경영연구)*, 12(3), 143-162.

김성환, 김민철, 이재영, 김남심, 강유리, & 김태현. (2008). 양면시장이론에 따른 방송통신 서비스 정책 이슈 연구. 정보통신정책연구원 기본연구, 08-11.

김장순, 박종훈, 김창수, & 김수정. (2020). 플랫폼 기업의 수명 주기에 따른 코세라 (Coursera) 의 전략에 관한 사례연구. *국제경영리뷰*, 24(2), 29-42.

김채연(2019), [마켓인사이트] '배달의민족' 매각으로 벤처캐피털도 '잭

팟', *한경증권*, 2019년 12월 18일

다트(2019), ㈜우아한형제들 감사보고서 2019, *다트 전자공시*, 2020년 3월 20일

더브이씨(2021), ㈜우아한형제들 투자유치 현황,

https://thevc.kr/woowabrothers

위키피디아(2021), 딜리버리히어로 인수 현황 및 투자유치 현황,

https://en.wikipedia.org/wiki/Delivery_Hero

딜리버리히어로 홈페이지(2021), 딜리버리히어로 현황,

https://www.deliveryhero.com

매경이코노미(2018), 獨 딜리버리히어로-온라인 배달 글로벌 최강자… M&A의 달인, *매경이코노미*, 2018년 4월 9일

매일경제(2019), [CEO] 스타트업 성공전략 후배들과 공유하겠다, *메일* 경제, 2019년 9월 29일

매일경제(2020), 김봉진 "韓 1위 노하우·글로벌 자본 시너지…亞배달 시장 잡겠다", *매일경제*, 2020년 1월 1일

박은정, & 곽기호. (2020). 성장기 시장 조성 플랫폼에서의 교차 보조 및 플랫폼 흡수 전략 비교: '우아한형제들'과 '딜리버리히어로 코리아'의 사례를 중심으로. *Korea Business Review*, *24*(신년 특별호), 37-63.

성호철(2020), 영혼까지 판 게 아니라, 판을 키운거다, *조선비즈*, 2020

년 1월 1일

송민정. (2010). 플랫폼흡수 사례로 본 미디어플랫폼전략 연구: 플랫폼 흡수 (Platform Envelopment) 이론을 토대로. *사이버커뮤니케이션학* 보, 27(2), 45-89.

심재석(2020), [심재석의 입장] 딜레마에 빠졌던 공정위가 놓은 '신의 한 수', Byline Network, 2020년 12월 29일

이도형. (2019). 플랫폼 비즈니스 모델 분석을 통한 창업기업들의 전략 수립을 위한 연구. *사회과학연구*, *26*(1), 206-223.

이민하(2020), 11개 'K-유니콘' 10.7조 투자유치…해외자본이 95%, *머니투데이*, 2020년 6월 8일

이상규. (2010). 양면시장의 정의 및 조건. *정보통신정책연구*, *17*(4), 73-105.

이코노미스트(2020), 숟가락 얹은 쿠팡·위메프 입맛 다시는 네이버· 카카오 위태로운 배민 천하, 중앙일보, 2020년 8월 29일

이코노미조선(2018), [Interview] 니클라스 외스트부르크 딜리버리히어로 CEO, "이젠 드론으로 음식배달, 가정집 주방 사라질 것", 이코노미조선, 275호, 2018년 11월 19일

이호승, 강민호(2020), 배민의 도전 "먹힌게 아니라 용의 등에 올라탄 것", *메일경제*, 2020년 12월 29일 이환수, & 조항정. (2012). 스마트 TV 기업의 플랫폼 경쟁전략. *정보사* 회와 미디어. (22), 1-34.

임정욱. (2015). 한국스타트업생태계의 현황과 과제. Communications of the Korean Institute of Information Scientists and Engineers, 33(1), 19-25.

장세진(2019), 글로벌경영, 박영사

전경운, 임형준(2019), "'유니콘 투자' 실종된 한국…新성장엔진 美· 中에 다 뺏길판", 매일경제, 2019년 12월 29일

전익진, 안재현, & 김도훈. (2016). 플랫폼 비즈니스에서의 승자독식 현상에 영향을 미치는 서비스 특성. *경영과학*, *33*(4), 33-49.

정대용, & 손민호. (2010, February). 벤처투자결정요인이 벤처캐피탈리스트간의 평판과 추천에 미치는 영향에 관한 연구. In *한국창업학회 Conferences* (pp. 1-23).

조병문, & 신현한. (2020). 스타트업관련 정책의 현황분석과 정책제안: 창업, 성장, 회수 등 단계별 시사점을 중심으로. *벤처창업연구*, *15*(2), 97-110.

주승호(2018), 배달의민족, 3600억 유치... "기업가치 3조", Venturesquare, 2018년 12월 20일

중앙일보(2020), '배달의 민족' 원했던 차등의결권 도입한다, *중앙일* 보, 2019년 9월 5일

통계청(2019), 연간 온라인쇼핑 동향, 통계청, 2019년 12월호

한국경제(2016), 배달음식 1조 먹어치운 배달의 민족, *한국경제*, 2016 년 1월 14일

한정미, & 성희활. (2018). 중소벤처기업 법제연구 (I) 혁신창업 활성화를 위한 중소벤처기업 자금공급 확대방안 연구.

황세희, 김경미, & 박현준. (2020). 국내 스타트업의 현황 및 성공요인 분석:㈜ 우아한형제들의 사례를 통하여. 한국산업정보학회논문지, 25(1), 71-87.

황창기. (2017). 중소기업 자금조달 개선을 위한 코넥스시장 발전방안 연구. *석사학위논문, 고려대학교 대학원. Processes*, *50*(2), 179-211.

Platum(2020), 2019년도 우아한형제들 실적…매출 5000억, 영업이익 -364억, *Platum*, 2020년 3월 20일

Bahrami, H., & Evans, S. (1995). Flexible re-cycling and high-technology entrepreneurship. *California Management Review*, *37*(3), 62-89.

Beugelsdijk, S., & Mudambi, R. (2013). MNEs as border-crossing multi-location enterprises: The role of discontinuities in geographic space. In *Location of international business activities* (pp. 8-34). Palgrave Macmillan, London.

Bruno, A. V., & Tyebjee, T. T. (1985). The entrepreneur's search

for capital. *Journal of business Venturing*, 1(1), 61–74.

Bygrave, W. D., Lange, J. E., Kotha, R. R., & Stock, W. (2001). Venture capital investments and the growth of revolutionary new industries. In *Frontiers of Entrepreneurship Research, Proceedings of the Babson Kauffman Conference on Entrepreneurship Research (Wellesley, MA: Babson College)* (pp. 523–535).

CNBC(2018), Takeaway.com beats Delivery Hero in battle for German dominance, *CNBC*, Dec 21, 2018

Cox Pahnke, E., McDonald, R., Wang, D., & Hallen, B. (2015). Exposed: Venture capital, competitor ties, and entrepreneurial innovation. *Academy of Management Journal*, *58*(5), 1334–1360.

Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of business venturing*, 18(6), 689-708.

Delivery Hero (2019), Annual report 2018, *Delivery Hero*, 2019

Delivery Hero (2019), Delivery Hero & Woowa Partnership report, *Delivery Hero*, Dec 13, 2019

Delivery Hero (2020), Annual report 2019, *Delivery Hero*, 2020

Eisenmann, T., Parker, G., & Van Alstyne, M. W. (2006). Strategies for two-sided markets. *Harvard business review*, 84(10), 92-102.

Eisenmann, Thomas, et al. (2009). Platform Envelopment. Harvard Business School Entrepreneurial Management Unit # 07-104; MIT Sloan Research Paper No. 4681-08, First posted on June 28, 2007, Last Revised on July, 30, '09.

Eisenmann, T., Parker, G., & Van Alstyne, M. (2011). Platform envelopment. *Strategic management journal*, 32(12), 1270–1285.

Evans, D. S. (2003a). Some empirical aspects of multi-sided platform industries. *Review of Network Economics*, 2(3).

Evans, D. S. (2003b). The antitrust economics of multi-sided platform markets. *Yale J. on Reg.*, *20*, 325.

Frost & Sullivan (2019), Research report, *Frost & Sullivan*, Oct, 2019
Hagiu, A., & Wright, J. (2015). Multi-sided platforms. *International Journal of Industrial Organization*, 43, 162–174.

Head, K., & Mayer, T. (2013). What separates us? Sources of resistance to globalization. *Canadian Journal of Economics/Revue* canadienne d'économique, 46(4), 1196-1231.

Iansiti, M., & Lakhani, K. R. (2020). Competing in the age of AI: strategy and leadership when algorithms and networks run the world. Harvard Business Press.

Isenberg, D. (2011). The entrepreneurship ecosystem strategy as a

new paradigm for economic policy: Principles for cultivating entrepreneurship. *Presentation at the Institute of International and European Affairs*, 1(781), 1-13.

Khanin, D., Baum, J. R., Mahto, R. V., & Heller, C. (2008). Venture capitalists 'investment criteria: 40 years of research. *Small Business Institute*.

Layne R. (2021). IPO or M&A? How venture capital shapes a startup's future. *Harvard Business School Working Knowledge*

Lee, H. H., Yun, H., & Gong, C. H. (2017). A Study on the Factors that Determine the Initial Success of Start-up. *Asia-Pacific journal of business venturing and entrepreneurship*, *12*(1), 1–13.

Marketscreener (2018), Delivery Hero sales,

https://www.marketscreener.com/quote/stock/DELIVERY-HERO-SE-36718506/financials

McKinsey & Company (2016), The changing market for food delivery,

McKinsey & Company, Nov 9, 2016

Narasimhan, C., Papatla, P., Jiang, B., Kopalle, P. K., Messinger, P. R., Moorthy, S., ... & Zhu, T. (2018). Sharing economy: Review of current research and future directions. *Customer needs and solutions*, *5*(1), 93–106.

Parker, G. G., Van Alstyne, M. W., & Choudary, S. P. (2016). *Platform revolution: How networked markets are transforming the economy and how to make them work for you*. WW Norton & Company.

Rogers, D. (2016). *The digital transformation playbook*. Columbia University Press.

Stallkamp, M., & Schotter, A. P. (2021). Platforms without borders?

The international strategies of digital platform firms. *Global Strategy Journal*, 11(1), 58-80.

Timmons, Jeffry A., and Stephen Spinelli. 1994. New venture creation: Entrepreneurship for the 21st century (Vol. 4). Burr Ridge, IL: Irwin

Van Alstyne, M., & Parker, G. (2017). Platform business: from resources to relationships. *NIM Marketing Intelligence Review*, 9(1), 24-29.

Wang, D., Pahnke, E. C., & McDonald, R. (2021). The Past Is Prologue?

Venture-Capital Syndicates' Collaborative Experience and Start
Up Exits. *Academy of Management Journal*, (ja).

Wasserman, N. (2008). Revisiting the strategy, structure, and performance paradigm: The case of venture capital. *Organization Science*, 19(2), 241-259.

Abstract

A case study on M&A between Woowa Brothers Inc. and Delivery Hero

Dong Yeup, Lim
Business administration
The Graduate School
Seoul National University

This study intended to analyze corporate behavior in the food delivery service industry by highlighting the M&A cases between the two companies, Woowa Brothers Inc. and Delivery Hero which lead the domestic food delivery app market in Korea. To this end, this study briefly described the history of both companies and the overall structure of the M&A, and then analyzed the background and implied meaning of the M&A by focusing on the network effects and investor impacts which are key factors to platform based startups. As a result of the study, due to excessive competition with local companies, Delivery Hero recently changed its strategy from global expansion which had been adhered to since the beginning of its foundation, to

focus on certain promising markets and diversify its businesses. And

as part of that change, Delivery Hero attempted to acquire the Woowa

brothers Inc. in Korea. Woowa Brothers Inc. is believed to have

chosen to sell rather than grow independently through IPOs due to

the pressure from its investors such as venture capital, which holds

87% of the total stake. The M&A between the two companies has a

very complicated structure because what Delivery Hero tried to

obtain from M&A was not the monopolistic position in Korea, but to

absorb and make use of the local network, business management

capabilities, and know-hows of Woowa Brothers Inc. that they lacked

through the acquisition. This is why Delivery Hero put Kim Bong-jin

as the top management team of group and the general manager of the

Asian business even though both companies maintained their

businesses respectively after the M&A. This study provides a

foundation for understanding the behavior of domestic food delivery

platform companies based on the facts about M&A of Woowa

Brothers Inc. and Delivery Hero. It also presents the direction for

development of the infrastructure to support domestic startups as the

implications of this case.

Keywords: Delivery platform, network effect, M&A, startups,

venture capital

Student Number: 2019-21880

59