

엘로모바일의 성공 및 실패에 대한 사례연구

신 호 섭*
한 인 구**
박 성 혁***

본 연구는 주식교환 M&A 방식을 통해 성장한 엘로모바일의 사례를 연구하고 성공 및 실패의 과정 및 요인을 분석하였다. 엘로모바일이 탄생할 수 있었던 배경인 주식교환 M&A 방식의 효과 및 모바일 서비스 산업에서 벤처기업들의 네트워크 형성을 통한 시너지 창출에 대해 검토하였다.

엘로모바일은 쿠팡에 이어 우리나라에서 2번째 유니콘이 되어 성장전략은 1차적으로 성공하였다. 그러나 엘로모바일의 재무제표를 토대로 재무상태와 경영성과를 분석한 결과 2017년 이후 추락하고 있다. 부분적으로 광고와 헬스케어 분야 중속기업들만 코스닥 상장기업으로서 사업을 성공적으로 진행해 가고 있다.

성공을 지속하지 못한 요인을 세 가지로 파악하였다. 첫째, 관리능력이 부족하고 내부통제가 부실하였다. 둘째, 창업자들 간의 이해관계가 상충되어 효과적인 시너지를 내지 못하였다. 셋째, 인수합병을 통한 성장전략에만 치중하여 기업의 본질적 가치와 내실을 추구하지 못하였다.

한편 국내 코스닥거래소에 성공적으로 상장했던 광고 및 헬스케어 사업부문에 대해서 상장 진행 과정을 분석하고, 해당 사업성과를 설명하였다.

엘로모바일의 재무제표는 공시된 자료를 토대로 분석하였는데 2017년 이후 감사인의 의견거절을 받아 해당 자료의 신뢰성이 저하되었다. 그 외 상장기업으로 자료가 공시되는 퓨처스트림네트웍스 및 케어랩스에 대해서는 공시된 자료를 토대로 분석하였다.

모바일플랫폼을 지향하며 2010년대 급속히 성공했으나 성공을 지속하지 못한 엘로모바일의 사례는 벤처기업의 창업자 및 경영자들에게 실패를 예방하고 성공을 지속하기 위한 시사점을 제공할 것이다.

주제어: 엘로모바일, 주식교환, 벤처연합, 인수합병, 모바일 플랫폼

1. 서론

주식회사 엘로모바일은 2012년 8월 아이마케팅 코리아라는 이름으로 출범하였다. 2013년 3월 최대 주주인 이상혁이 대표이사로 취임하였고 동월 DSC 인베스트먼트로부터 5억원을 출자 받았다. 이후 쿠팡모아, 라이프마켓, 굿닥(현 케어랩스) 등을 연이어

인수하였고 2013년 9월 제3자 배정 유상증자를 통해 DSC인베스트먼트, LB인베스트먼트 등 투자회사로부터 총 100억원을 출자 받았다. 2013년 10월 사명을 주식회사 엘로모바일로 변경하였다. 엘로모바일은 사명을 변경한 사유를 모바일 관련 사업 육성과 기업 및 브랜드 이미지 제고를 위한 것으로 밝혔다. 2015년 3월 지주회사로 전환하여 다른 회사의 주식을 소유함으로써 그 회사를 지배하는 것을 목적으로

논문접수일: 2021. 01. 23. 1차 수정본 접수일: 2021. 04. 07. 게재확정일: 2021. 04. 23.

* 트래블월렛 CFO(shinhyoseop@gmail.com)

** KAIST 경영대학 교수(ighan@kaist.ac.kr), 교신저자

*** KAIST 경영대학 교수(sunghyuk.park@kaist.ac.kr)

하였으며 웹과 모바일 모든 곳에서 서비스를 제공하며 모바일에 강점을 둔 복합 서비스를 지향한다고 밝혔다.

엘로모바일은 출범 초기에 핵심사업을 SMATO로 표현했다. 이는 쇼핑미디어(Shopping Media), 미디어(Media), 디지털마케팅(Digital Marketing), 여행(Travel), O2O(Offline to Online)의 다섯 개의 사업이다. 엘로모바일의 2019년 9월 분기보고서 상에서는 모바일 광고(모바일 미디어/디지털 마케팅), 헬스/뷰티케어(이하 헬스케어), 스마트 시티, 쇼핑, 콘텐츠/커뮤니티, 기타 이렇게 6 가지 사업분야로 분류되어 있다. 엘로모바일은 아침에 눈을 떠서 저녁에 잠들 때까지 사용자에게 모바일로 필요한 모든 서비스를 제공한다는 모토를 가지고 모바일을 기반으로 하는 다수의 회사들을 인수하여 2010년대 대표적인 스타트업으로 주목을 받았다. 엘로모바일은 국내에서 최초로 모바일 플랫폼을 표방하며 작은 물고기를 연합하여 큰 고래로 급성장하였다(Jang 등, 2019). 광고와 헬스케어 사업 부문 중속기업의 일부는 각각 2016년 및 2018년도 퓨처스트림네트웍스, 케어랩스로 코스닥시장에 상장되는 성과를 만들기도 하였다. 그러나 지주회사 역할을 하는 엘로모바일은 2017년 외부감사인으로부터 의견거절을 당하면서 신뢰성을 잃었고 수익성이 저하되면서 추락하고 있다.

주식교환 및 주식이전제도는 2000년 10월 금융지주회사법에서 처음 도입된 이래 2001년 7월 상법의 주식의 포괄적 이전 제도로 발전되었다. 상법상 주식교환제도는 피인수기업의 일부 주식교환이 아닌 100% 주식에 대한 주식교환만을 규정하고 있다. 상법상 주식의 포괄적 교환을 적용하면 피인수회사는 인수회사의 100% 자회사가 된다. 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의하여 벤처기업들은 100%가 아닌 부분적 주식교환이 허용되는 혜택을 받게 되었다(박상호, 2006). 이에 따라 주식교환에 의한 M&A를 활용하는 스타트업들이 나타나게 되었다.

주식교환방식은 현금이 부족하나 기업결합을 통해 시너지를 내야 하고 기업의 규모를 키워 성장하고 투자자들을 끌어 모아야 하는 벤처기업들이 활용하기 적합한 방법이다.

주식교환에 의한 M&A로 급속히 성장한 대표적인 회사가 엘로모바일이다. 2012년에 창업한 엘로모바일은 2013년부터 주식교환방식으로 100개가 넘는 회사를 M&A하며 쿠팡에 이어 2번째 유니콘으로서 2010년대 가장 성공적인 벤처로 등장하였다. 벤처연합이라는 새로운 개념으로 주목을 받았던 엘로모바일은 2017년부터 적자폭의 심화, 과도한 부채, 시너지 부족, 경영관리의 실패, 감사의견 거절 등으로 급격히 추락하고 있다. 엘로모바일은 한국 벤처업계에서 주식교환을 통해 벤처연합의 실험을 하면서 급속한 성장으로 2016년 4조원대의 가치로 평가되기도 하였으나 결국 성공을 지속하지 못한 사례로서 2010년대 벤처사에 중요한 의미를 갖는다.

엘로모바일과 유사한 방식으로 급성장했던 20년 전의 사례가 있다. 인터넷붐이 막바지였던 2000년에 리타위텍은 최유신대표가 인터넷기업을 표방하면서 A&D(Acquisition & Development) 및 주식교환방식으로 13개의 기업을 인수하면서 초고속 성장을 하였다. 2000년 1월에 70억에 불과하던 시가총액이 5월에 1조2천억원을 넘어 급등하였으나 8월 이후 급락하면서 투자자들에게 큰 손실을 안겨준 주가조작사례로 기억되고 있다.

엘로모바일 이후 유사한 전략을 구사하는 기업으로 500V가 있다. 2015년 벤처연합으로 출범한 500V는 O2O 기업을 표방하며 1년에 50개, 총 500개의 벤처기업을 인수합병한다는 목표를 세우고 공격적인 인수합병을 통해 급성장하였다. 2015년에는 벤처캐피탈의 투자를 유치하였으나 그 이후 실적을 내지 못하였고, 2018년에는 포레스팅블록체인으로 사명을 변경하였으며, 2020년에는 도부마스크로 사명을 변경하면서 마스크 제조가 주업이 되었다. 설립 당

시 지향했던 O2O사업과는 멀어 졌고 매출은 지속적으로 하락하면서 결손금은 커지고 있다.

이상의 사례로 보면 M&A를 통한 벤처연합의 실험은 아직 성공하지 못하였다. 본 연구는 옐로모바일의 성공 및 실패의 과정과 요인을 분석하고, 벤처기업의 창업자 및 경영자들에게 성공을 지속하고 실패를 회피하기 위한 전략적 시사점을 제시할 것이다. 2장에서는 옐로모바일의 전략의 근간이 되는 모바일 플랫폼 및 네트워크 효과를 설명하고 주식교환을 통한 M&A 전략의 효과를 검토한다. 3장에서는 재무제표분석을 토대로 옐로모바일의 재무상태 및 경영성과를 분석한다. 4장에서는 옐로모바일이 성공을 지속하지 못하고 추락한 요인을 분석한다. 5장에서는 상장에 성공한 광고 및 헬스케어 사업부문에 대해서 공시자료를 기준으로 상장 과정 및 주요 사업성과를 분석한다. 6장에서는 연구내용을 요약하고 본 연구의 공헌 및 한계점을 제시한다.

II. 문헌연구

문헌연구는 모바일 플랫폼의 네트워크 효과에 대해 살펴본 후 주식교환에 의한 M&A전략에 대해 검토할 것이다.

2.1 모바일 플랫폼과 네트워크 효과

플랫폼이란 여러 경제 주체들의 다양한 활동을 가능하게 해 주는 기반 시스템 또는 프레임워크라고 할 수 있다. 이러한 플랫폼의 가장 중요한 목적은 사용자들을 서로 연결해 주고 상품, 서비스, 통화 등을 교환하게 해 줌으로써 모든 참여자들이 가치를 창출할 수 있게 하는데 있다. 플랫폼은 대부분의 가치를 자신들의 서비스를 이용하는 커뮤니티로부터 창출한

다. 이러한 플랫폼이 비즈니스와 연계되면 자신들이 소유하거나 통제하지 않는 자원을 활용하여 가치를 창출하기 때문에 전통적인 비즈니스보다 훨씬 빠르게 성장할 수 있다(Eisenmann 등, 2006).

플랫폼은 비즈니스의 경계를 허물고 전통적으로 내부 지향적이던 기업들이 초점을 외부로 이동시키도록 한다. 결국 플랫폼의 출현은 이미 주요 산업군에 많은 변화를 가져왔으며 앞으로 더 큰 변화를 가져올 것이다. 플랫폼의 초점은 PC 플랫폼에서 모바일 플랫폼으로 이전하고 있으며 2010년대는 모바일 플랫폼 경쟁의 시대이다.

2010년대 스타트업이 붐을 이루었는데 그 주요 요인으로 플랫폼 생태계의 조성과 그에 따른 다양한 제품 및 서비스의 등장을 꼽을 수 있다. 2013년 이후 안드로이드 OS 및 iOS를 기반으로 하는 다양한 스마트폰 및 태블릿이 출시되었고 사용자들은 해당 생태계에서 다양한 서비스들을 어플리케이션의 형태로 이용할 수 있게 되었다. 플랫폼의 양면 네트워크 효과로 기술뿐 아니라 아이디어만을 가지고도 창업할 수 있는 기회가 생겨났다. 수요자와 공급자를 한 곳의 접점에서 만나게 하여 서로의 재화나 서비스를 교환하고 대가를 지불한다. 플랫폼은 중개자의 역할을 하며 수수료를 통한 수익을 창출한다(임정욱, 2015).

치열한 모바일 서비스 산업에서 플랫폼으로서 주도권을 잡기 위해서는 자원을 확보해서 네트워크 효과를 누릴 수 있어야 한다. 이는 앱 개발자나 콘텐츠 공급자의 기술이전이 쉬워 진입장벽이 낮고, 활용할 수 있는 기업 내 자원이 부족한 것이 현실이기 때문이다. 플랫폼은 수요자와 공급자를 연결하면서 가치를 창출하므로 최대한 많은 수의 사용자가 플랫폼 상에서 활동할 수 있어야 사용가치가 증가한다. 플랫폼 비즈니스가 성공하기 위해서 일정 규모 이상의 네트워크가 유지되어야 한다(배세하와 김상희, 2016).

이새롬과 장정주(2016)는 옐로모바일이 지분교환 방식 인수합병으로 네트워크 지배구조를 만들고 단

기간에 거대 기업을 형성하는 과정을 분석하였다. 옐로모바일은 수평적 통합으로 시장을 확대하면서 또한 수직적 통합으로 시너지를 창출하였다. 창업자가 피인수 기업의 대표들과의 신뢰관계를 형성하여 인수합병을 위한 협상의 시간과 비용의 단축시킬 수 있었다. 인수 후에는 자회사들을 마케팅 및 경영관리 측면에서 지원하고 자회사간 시너지를 내면서 초반의 성공을 이끌 수 있었다.

옐로모바일은 사명에서 나타나는 것처럼 모바일로 하는 것은 무엇이든지 연합을 통해 장악해가겠다는 목표를 가지고 거대한 모바일 플랫폼을 표방하며 주식교환을 이용한 M&A를 통해 자원을 확보하고 초고속으로 성장하면서 2014년 11월 미국 실리콘밸리 벤처투자사 포메이션8으로부터 1억 500만 달러 규모의 투자를 유치하면서 1조원의 기업가치를 인정받았으며, 당시 쿠팡에 이어 두 번째 유니콘으로 인정받는 성공신화를 만들었다. 그러나 급속한 양적 팽창에 집중하면서 계열사의 관리에 실패하고 계열사간 시너지를 창출하지 못하면서 추락하고 있다.

2.2 주식교환에 의한 M&A 전략

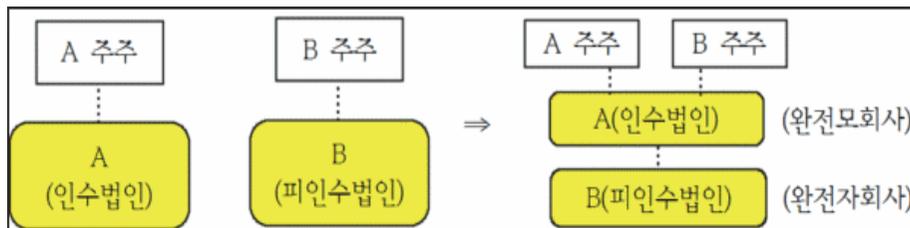
모든 기업은 성장을 추구한다. 특히 벤처기업은 성장해야 생존할 수 있다. 성장을 위해 새로운 제품 및 서비스를 확보해야 한다. 기업은 내부개발을 통해 신제품을 생산해서 매출을 만들어 갈 수 있지만 많은 자원과 시간이 필요하다. 인수합병은 단기간에

신사업을 확보해서 성장동력을 확보할 수 있는 방법이다. 최근 치열한 경쟁환경에서 성장을 위해 처음부터 사업을 시작하는 내부개발보다는 M&A를 활용해서 신사업에 진출하는 경우가 많아지고 있다(최영준과 권기환, 2015).

벤처기업으로서 M&A를 성장전략으로 활용한 사례로는 IDIS를 들 수 있다. 보안장비 분야에서 창업한 IDIS는 관련 다각화를 통해 기술력의 시너지를 창출한 성공사례로 평가된다(최정철 등, 2021).

어떤 회사의 지배권을 확보하기 위해 주식을 취득하는 방법으로 협의매수, 공개매수, 경쟁매수의 세 가지가 있다. 협의매수는 인수기업의 경영자가 피인수기업의 경영자와 협의에 의해 인수조건을 결정해서 매수가 이루어지는 것이다. 주식교환은 협의매수의 하나의 방식으로서 피인수회사의 주식을 취득하는 대가로 인수회사의 주식과 교환하는 것이다. 피인수회사의 주주는 자신의 주식을 인수회사에게 제공하고 대신 인수회사의 주주가 되는 것이다(김택수, 2019). 주식교환으로 옐로모바일은 100개가 넘는 벤처로 구성된 벤처연합의 모기업이 되었다.

상법상 포괄적 주식교환이란 피인수회사 B의 주주가 보유한 B사 주식을 모두 인수회사 A에 이전하고 B사의 주주는 A사가 발행하는 신주를 배정받음으로써 A사는 B사의 발행주식총수를 100% 소유하는 완전모회사가 되고 B사는 A사의 완전자회사가 되는 것을 의미한다. <그림 1>이 주식의 포괄적 교환 구조를 나타내고 있다.



<그림 1> 주식의 포괄적 교환 구조

인수기업의 신주와 피인수기업의 구주 100%간의 교환이 포괄적 교환이며 피인수기업의 구주 일부와의 교환을 부분적 교환이라고 한다. 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의하여 상법상의 포괄적 주식교환 규정에도 불구하고 벤처기업들은 부분적 주식교환도 할 수 있게 되었고 옐로모바일을 이를 적극 활용하여 초고속으로 성장하게 된다. 옐로모바일은 포괄적 교환으로 피인수회사의 100% 지분을 인수하기도 하고 부분적 교환으로 50%가 넘는 지분을 획득하기도 하면서 지배력을 확보하였다.

이러한 주식교환에는 해당 주식의 적정가치를 평가하는 것이 매우 중요하다. 평가방식에 따라 교환비율이 정해지고 이에 따라 영업권 가액이 정해진다. 상장법인일 경우에는 주식시장에서 거래되는 시가가 있어 이를 기준으로 평가할 수 있지만 벤처기업의 M&A 사례들을 보면 대부분의 기업이 비상장법인으로 주식의 시가를 측정하기 어렵다. M&A의 주도권을 가진 옐로모바일은 벤처캐피탈 등 외부투자자로부터 가치를 높게 평가받아 유리한 비율로 피인수회사와 주식교환을 실행할 수 있었다. 물론 피인수회사도 자신의 가치가 높다고 주장하겠지만 규모가 크고 벤처캐피탈로부터 양호한 평가를 받은 옐로모바일의 협상력이 높았을 것으로 보인다.

옐로모바일의 기업가치는 옐로모바일이 외부로부터 투자를 유치할 때마다 큰 폭으로 증가하는 추세에 있었다. 2014년 11월에 옐로모바일이 포메이션8 으로부터 1억500만 달러를 유치하면서 약 1조원의 기업가치로 평가되었다. 2015년에 인수된 스프링웍스, 디메이저, 핸드스튜디오의 경우 포메이션8 투자시점 이전에 합류하였던 이모션, 와이즈버즈, 레코벨, 애드쿠아인터랙티브 등보다 불리한 교환비율을 적용받게 되었다. 이러한 이슈는 옐로모바일의 경영이 어려워지면서 자회사의 원래 소유주와 옐로모바일의 창업자 간의 갈등의 원인으로 작용하게 된다.

주식교환은 우회상장의 방법으로 활용되기도 한다.

비상장기업의 주주들이 상장기업에게 지분을 넘기고 그 대가로 상장기업의 주식을 받으면 상장의 효과를 얻을 수 있다(박연희 등, 2009)

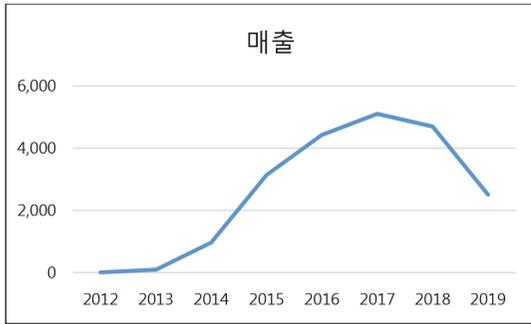
주식교환 방식은 현금이 부족해도 고도 성장기업의 규모를 키울 수 있는 주요 수단으로 활용될 수 있다. 단, 주식 교환 과정에서 피인수기업의 주식을 매각한 후 다시 피인수기업의 주주들이 인수기업(예: 옐로모바일)의 주식을 매입하는 과정에서, 매각차익에 대한 양도세 및 전체 매각대금에 대한 주식거래세가 발생하므로 인수가 진행될수록 현금이 줄어드는 효과도 존재한다. 옐로모바일은 모바일 플랫폼으로서 네트워크 효과를 달성하기 위해 주식교환에 의한 M&A전략을 활용해서 유니콘에 진입하는 성공을 거둔 대표적인 사례이다. 그러나 이러한 성공을 지속가능하게 할 수 있는 전략과 관리능력이 부족해서 결국 내리막 길을 걷게 된다.

III. 옐로모바일의 재무분석

2012년부터 최근까지 DART에 공시된 옐로모바일의 회계자료를 토대로 매출 및 이익의 추세, 재무상태 및 유동성의 추세, 수익성의 추세를 분석하였다.

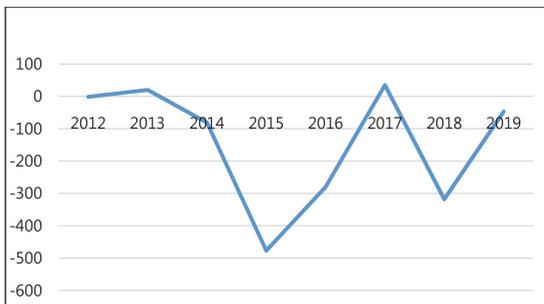
3.1 매출, 영업이익 및 순이익의 추세

옐로모바일은 창업 첫 해인 2012년에 6,800만원의 미미한 매출을 올렸는데 비약적으로 성장하여 2017년에는 5,106억원의 매출실적을 달성해서 정점을 찍고 2018년에는 4,699억원으로 감소했고 2019년 매출은 2,508억원으로서 2017년 대비 절반 이하로 급격히 감소하고 있다. 옐로모바일의 매출 추세는 <그림 2>와 같다.



〈그림 2〉 옐로모바일의 매출 추세 (단위: 억원)

영업이익은 창업 첫 해인 2012년에는 -1.5억원으로 적자를 기록했으나 2013년에는 20억원으로 급증하였다가 2014년에는 다시 급감하여 2015년 -477억원으로 저조하였다가 2016년부터 회복하기 시작하여 2017년에는 35억의 영업이익을 냈으나 2018년에는 -318억, 2019년 -47억원으로 적자를 내면서 높은 변동성을 보이고 있다. 옐로모바일의 영업이익의 추세는 〈그림 3〉과 같다. 옐로모바일의 9년간의 영업이익의 추세는 우리나라에서 두번째 유니콘이 되고 4조원의 가치로 평가받았다는 옐로모바일의 가치평가를 정당화하지 못하고 있다.



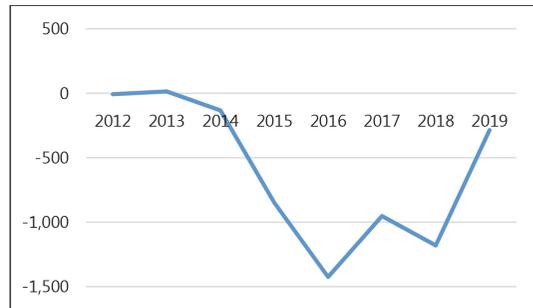
〈그림 3〉 옐로모바일 영업이익 추세 (단위: 억원)

당기순이익은 2012년 7.6억원의 순손실을 기록하였고 2013년 20억원의 순이익을 내면서 창업 1년만에 흑자전환하였다. 그러나 2014년에는 133억

원의 순손실을 기록하면서 적자폭이 급격히 커지면서 2016년에는 1,425억원의 대규모 적자를 기록하였다. 2017년에는 적자폭을 다소 줄였지만 2018년에는 1,180억원의 적자를 기록하면서 적자가 늘었다. 2019년에는 회사의 규모를 줄이면서 286억원의 적자를 기록하면서 적자폭을 줄였다.

옐로모바일은 2017년까지 성장 일변도의 전략을 추구해 왔으나 적자가 누적되면서 2018년부터 자금을 확보하고 수익성을 제고하기 위해 일부 자회사를 매각하기 시작하였다. 말랑스튜디오, 레이니스트(뱅크샐러드), 데일리금융그룹, 밀탑, 메이커스 등 자회사를 매각하여 기업규모를 줄이고 적자폭을 줄였다(서울경제, 2018; 한국경제, 2018).

옐로모바일의 당기순이익의 추세는 〈그림 4〉와 같다.

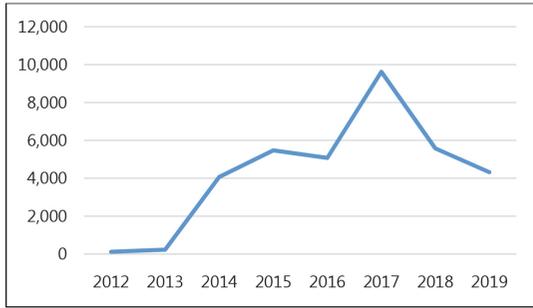


〈그림 4〉 옐로모바일 당기순이익 추세 (단위: 억원)

3.2 자산 및 재무구조의 추세

창업 첫 해인 2012년말 자산은 12억원으로 작게 출발했으나 2014년말 4,070억원으로 급성장했고 2015년말 5,271억을 달성했다. 2016년말에는 5,072억원으로 다소 감소하였으나 2017년말에는 9,623억원으로 1조원에 육박하였다. 이후 급격한 감소세를 보여 2018년말에는 5,577억원을 기록했고 2019년 말에는 4,319억원으로 자산기준 최고점을 기록했던 2017년 대비 반토막 이하로 급격히 감

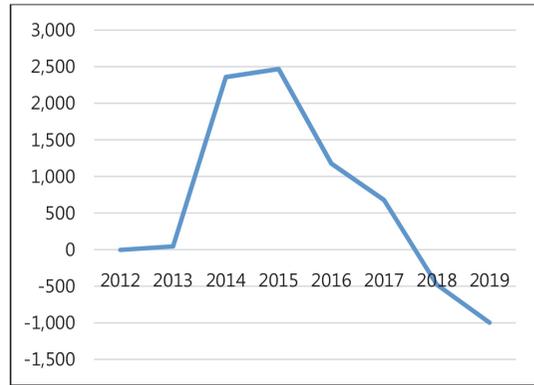
소하고 있다. 옐로모바일 자산의 추세는 <그림 5>와 같다. 자산의 추세는 2017년에 정점을 찍고 하락하는 매출의 추세와 유사하다.



<그림 5> 옐로모바일 자산의 추세 (단위 억원)

창업 첫 해인 2012년말에는 당기순손실로 인해 자본이 -4억원으로 나타났으나 2014년부터 급격히 증가하면서 2014년말에는 2,359억원으로 나타났고 2015년말에는 2,469억원으로 정점을 찍고 2016년부터 감소세를 보여 2018년말에는 -479억원으로 자본잠식상태가 되었고 2019년 말에는 -1,000억원으로 자본잠식이 심화되었다. 2018년부터는 자본잠식으로 사실상 도산상태라고 할 수 있다. 매출 및 자산은 2017년에 정점을 찍은 것에 비해 자본은 2015년에 정점을 찍고 감소하고 있어서 옐로모바일의 위기의 징후로서 자본의 추세가 매출의 추세를 선행하고 있다. 옐로모바일이 2017년까지는 매출 및 자산의 규모가 급속한 증가추세였으나 2015년부터 적자폭이 커지면서 자본의 감소가 옐로모바일의 추락을 선행해 보여주고 있다. 옐로모바일 자본의 추세는 <그림 6>과 같다.

2015년을 정점으로 손실이 급증하면서 자본은 급속히 감소하기 시작하였고 부채가 증가하면서 부채비율은 2016년에는 331%, 2017년에는 1,321%로 급등하였다. 2018년 및 2019년에는 자본잠식상태이므로 부채비율이 의미가 없다. 2017년 부채

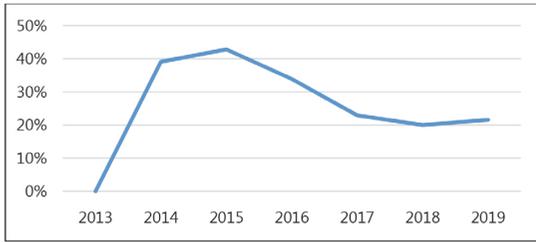


<그림 6> 옐로모바일 자본의 추세 (단위 억원)

비율이 이미 1,300%대로서 조속히 부채비율을 개선하지 못하면 위험한 재무구조인데 2018년 이후 자본잠식이 되면서 재무적 위기상태이다.

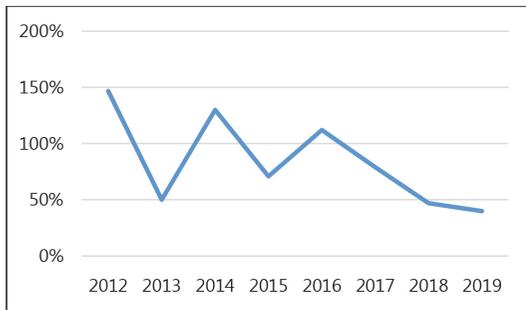
옐로모바일은 M&A를 통해 성장한 회사이므로 영업권이 발생하는데 영업권이 자산에서 차지하는 비중을 보는 것은 의미가 있다. 영업권의 비중이 높다는 것은 장부가치 보다 높은 가격으로 인수합병을 진행했고 손상가능성이 높은 자산의 비중이 높다는 것을 의미하기 때문이다. 영업권/자산비율은 2014년 말 39%로 급격히 높아졌고 2015년말에는 43%로 과도하게 높은 수준으로 나타났다. 이후 감소세를 보여서 2017년말이후에는 20%대 초반으로 나타나고 있다. 이와 같이 영업권이 자산에서 차지하는 비중이 높은 것은 M&A로 성장한 옐로모바일의 특성을 반영한다고 할 수 있다. 자회사의 실적이 부진하다면 영업권 손상이 발행하여 옐로모바일의 가치도 동반하여 손상될 위험이 있다는 것을 의미한다. 옐로모바일의 영업권/자산비율의 추세는 <그림 7>과 같다.

옐로모바일의 유동비율은 2012년말에는 144%로 양호하게 출발하였는데 2013년에는 50%로 급감하고 2014년에는 130%로 급등하는 등 높은 변동성으로 보이고 있다. 2016년말에 112%로 양호한 수준을 보인 이후에는 지속적으로 하락하여 2018년 말



〈그림 7〉 옐로모바일 영업권/자산비율 추세

47%, 2019년 말에는 40%로 취약한 상태를 보이고 있다. 영업현금 창출능력이 취약한 벤처기업들은 유동성 확보가 중요한데 2018년부터 유동성 위기의 상황이라고 할 수 있다. 옐로모바일의 유동비율의 추세는 〈그림 8〉과 같다.



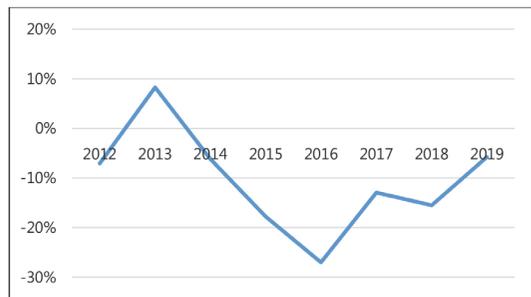
〈그림 8〉 옐로모바일 유동비율 추세

3.3 수익성

창업 첫 해인 2012년에 영업적자 및 순손실을 기록했는데 벤처기업에서 초기의 적자는 일반적인 현상이다. 2013년 영업흑자 및 순이익을 거두는 성과를 올려서 자기자본이익율은 2013년 69%로서 창업 1년만에 높은 수준에 도달했지만 이후 지속적으로 적자를 기록하면서 2014년에는 -11%, 2015년에는 -35%, 2016년에는 -78%, 2017년에는 -103%로 급속히 나빠지고 있다. 2018년이후는 자본잠식으로 자기자본이익율을 계산하는 의미가 없다. 자기자본

이익율의 하락추세가 가속화되는 것으로 보아 매출이 정점을 찍었던 2017년에도 이미 수익성측면에서는 심각한 위기상황이었던 것으로 보인다.

총자산이익율은 2013년 8%로 창업 1년만에 좋은 성과를 보였으나 이후 큰 폭으로 하락하면서 2016년 -27%로 저점을 찍고 2017년에는 소폭 상승해서 -13%, 2018년에는 다시 하락해서 -16%, 2019년에는 -6%를 나타내면서 저조한 실적이 이어지고 있다. 2019년 총자산손실율이 줄어 든 것은 자산규모가 2017년에 비해 절반 이후로 대폭 감소했기 때문이다. 옐로모바일의 총자산이익율의 추세는 〈그림 9〉와 같다.



〈그림 9〉 옐로모바일 총자산이익률 추세

3.4 감사의견

옐로모바일은 창업 다음 해인 2013년부터 회계감사를 받기 시작했다. 2013년부터 2016년까지 4년간은 안전회계법인으로부터 적정의견을 받았다. 2017년 삼일회계법인으로 감사인이 변경되었다. 삼일회계법인은 2017년도 옐로모바일에 대한 회계감사에서 지분거래 관련 약정사항에 대한 증거 부족, 종속회사 옐로오투오 및 옐로트래블에 대한 자료를 제공받지 못함에 따른 감사범위의 제한, 특수관계자 및 특수관계자와의 거래내역에 대한 증거 부족을 이유로 의견거절을 하였다. 삼일회계법인은 2018년도에도 의견거절을 하였다. 그 근거는 의견거절을 하였던 2017

년 연결재무제표의 기초금액에 대한 증거 부족, 주요 종속회사로부터 자료를 제시 받지 못하였고 영업권 손상평가 등과 관련한 절차를 수행할 수 없는 점 등을 제시하였다. 또한 2018년도 순손실 1,180억 원이 발생하였고 유동부채가 유동자산보다 2,761억 만큼 초과하고 있어서 계속기업으로서 존속능력에 불확실성이 존재함을 지적하였다.

2019년에는 감사인이 삼화회계법인으로 변경되었고 삼화회계법정도 옐로모바일에 대하여 의견거절을 제시하였다. 근거는 전기 연결재무제표에 대한 의견거절로 기초 연결재무제표에 대한 충분한 증거를 확보하지 못하였고, 주요 종속회사로부터 자료를 제시 받지 못하였고, 금융자산에 대한 공정가치 평가 및 주요약정사항과 관련된 검토증거를 입수하지 못한 것이었다. 옐로모바일은 3년 연속 의견거절의 상태로서 재무제표의 신뢰성을 상실했을 뿐 아니라 회사의 존속이 의심스러운 상황이다.

3.5 재무분석 종합

옐로모바일은 2012년에 창업하여 2017년에 자산 1조, 매출 5천억을 달성한 스타벤처로 급성장하였다. 규모는 급성장하였으나 2013년 소폭의 흑자를 기록한 이후 2014년부터 지속적으로 적자를 기록하고 있다. 2016년 1,425억원의 큰 폭의 적자로 인해 자본은 2015년에 정점을 찍고 2016년부터 자본이 급감하기 시작하였고 2018년 이후에는 자본잠식 상태가 되면서 재무적 위기상황이 되었다.

2017년, 2018년, 2019년 연속으로 회계법인으로부터 의견거절을 받으면서 신뢰성을 잃었고 기업 존속의 불확실성이 커졌다. 옐로모바일은 2019년 3분기까지는 정상적으로 분기보고서를 공시하였다. 2019년 감사보고서는 2020년 9월 2일에 뒤늦게 공시되어 옐로모바일의 경영이 정상적이지 않은 것으로 보인다. 옐로모바일은 2018년부터 자본잠식 상태

로서 수익성, 유동성, 레버리지 등 재무분석의 모든 측면에서 도산상태인 것으로 보인다. 적극적인 구조조정을 통해 기업회생이 이루어지기를 기대해 본다.

IV. 실패요인 분석

주식교환을 통한 M&A는 스타트업들이 시너지를 창출할 수 있는 기회를 만들고, 지배구조 차원에서 외형 확대를 통한 규모의 경제를 달성함으로써 외부투자자들에게 해당 그룹을 매력적으로 보이게 만들고 외부투자를 유치할 수 있는 전략이 될 수 있다. 더욱이 해당 기업이 영위하고 있는 비즈니스가 플랫폼과 연관되어 있다면, 플랫폼의 기본 속성인 네트워크 효과를 높이고 사용자 증대에 따른 효익을 얻을 수 있으며 시장 지배력을 제고시킬 수 있는 이점이 있다.

옐로모바일은 2013년부터 직접적인 사업확장보다는 M&A를 통해 성장을 추구한다는 기본 전략을 수립하였다. 이러한 전략의 근거는 모바일에서는 혼자 생존할 수 없으며 급변하는 모바일 시장에 맞게 새로운 서비스를 직접 개발하고 출시하는 것은 시장의 흐름보다 늦을 수 있다는 것이다. 주식교환을 통한 M&A의 효과를 달성하기 위해 옐로모바일은 각 분야에서 성장성과 잠재력이 높은 스타트업이나 서비스를 인수하였고 인수 후에는 각 서비스나 사업마다 자율적 경영을 보장해 주었다. 옐로모바일은 이를 벤처연합이라는 개념으로 설명하였다. 옐로모바일의 그룹 체제는 기존 지주회사 체제와 구조적으로는 유사하다. 기존 지주회사가 M&A를 통해 자회사를 인수하면 본사에서 경영진을 보내서 통제하고 관리하는 것이 일반적이인데 옐로모바일은 자회사의 경영진을 유임시키고 자율성을 보장하는 점이 기존 지주회사 체제와의 차이점이라 할 수 있다.

옐로모바일이 모바일로 하는 모든 것을 장악하겠

다는 비전을 수립하고 주식교환을 통한 M&A 방식으로 벤처연합을 만들었는데 이러한 전략이 성공하기 위해서는 자회사간에 시너지가 창출되어야 한다. 지주회사인 엘로모바일이 자회사간에 시너지를 창출할 수 있도록 효율적으로 기획하고 지원해야 한다. 초기에 자회사의 숫자가 많지 않았을 때는 엘로모바일이 마케팅지원 등을 통해 어느 정도의 시너지를 창출할 수 있었다. 그러나 사업의 성장 보다는 M&A 자체가 목적이 되어 버린 상황에서 단기간에 100개가 넘는 회사를 인수합병하면서 시너지 창출을 위한 조정과 관리는 불가능해졌고 오히려 자회사간, 자회사와 지주회사인 엘로모바일 간의 갈등이 커지는 구조가 되었다. 유니콘 기업으로 인정받는 1차적인 성공은 했으나 성공을 지속하지 못하고 실패한 요인을 다음의 세 가지로 제시하고자 한다.

첫째, 단기간 급속한 성장으로 규모가 커지고 자회사의 숫자가 많아졌는데 이를 효율적으로 관리할 수 있는 관리능력 및 내부통제시스템을 갖추지 못했다.¹⁾ 벤처연합의 시너지를 창출해서 모바일 시장을 장악하겠다는 비전은 있었지만 이를 실행할 수 있는 관리역량과 지배구조를 갖추지 못했고 규모가 커질수록 적자폭은 커지고 결국 재무적으로 도산상태에 이르게 되었다. 엘로모바일은 연결재무제표를 작성하고 감사를 받아야 하는데 자회사에 관한 회계자료의 부실 및 내부통제의 미비 등으로 2017년 삼일회계법인의 의견거절을 받게 되었고 2018년, 2019년에도 의견거절이 계속되고 있다. 외부감사인의 의견거절로 엘로모바일은 투자자의 신뢰를 잃게 되었다.

내부통제시스템은 회계감사뿐만 아니라 기업의 전반적인 운영 측면에서도 기본적인 경영인프라이다. 엘로모바일은 의견거절을 받은 첫 해인 2017년말

149개의 종속기업을 거느리고 있었다. 비상장법인 및 영세한 종속기업들의 경우에는 자체적인 회계시스템이 미비되어 있는 경우가 많아 이를 보완할 수 있는 내부관리시스템 및 인력의 확충이 필요했으나 엘로모바일은 이를 보완할 의지와 능력이 없었다.

둘째, 100개가 넘는 자회사들간의 시너지를 창출할 수 있는 전략이 없었고 자회사의 창업자 또는 대주주였던 자회사의 경영자들 간의 이해관계를 조율하지 못했다. 자회사간 협력을 위하여 엘로모바일은 매년 자회사 대표들이 교류하는 네트워킹을 추진했지만 그룹차원에서 구체적인 시너지 실행안이 수립하지 못했다. 엘로모바일은 PMI(post-merger integration)를 실행할 의지와 전문인력이 없었다.

주식교환을 통해 엘로모바일이라는 한 배를 타게 되었지만 각기 다른 회사로부터 온 창업자들의 배경, 경영철학 및 이해관계가 달랐다. 이는 전략적 측면에서 사업부문 간 또는 자회사 간 시너지 효과를 창출할 수 있느냐의 문제와 직결된다. 한 사업분야에서 경쟁관계에 있는 업체들이 엘로모바일 산하의 종속기업으로 자리잡기도 했고 인수 이후에 시장에서 지배력을 확대하면서 종속기업들 간에 매출 경쟁을 벌이기도 하였다.

자회사간의 시너지의 예를 들면 특정 프로젝트에 각 업체들이 잘 할 수 있는 솔루션 또는 플랫폼을 결합하여 함께 참여하고 수익을 나누는 경우, 특정 업체의 플랫폼에서 구현 불가능한 서비스에 대해 타기업이 참여하여 해당 플랫폼의 기능 및 소비자 만족도를 높이는 경우를 들 수 있다. 이를 위해 지배회사인 엘로모바일의 조율 및 전략적 관리가 필요했다. 그러나 엘로모바일은 이를 방치했고 엘로모바일 및 자회사의 경영진간의 갈등이 커지게 되었다.²⁾ 주식

1) 2016년 엘로모바일의 CFO였던 이상훈 이사가 퇴사한 이후 CFO자리가 공석이었다. 이후 그룹의 재무현황을 파악하고 회계관리를 담당해야 하는 CFO가 없었다.

2) 2017년 말 엘로모바일의 종속기업이었던 코인원의 경우 대여자금 중 반환 받지 못했던 270억원에 대해서 2018년 7월에 서울남부법원을 통해 엘로모바일에 대한 소송을 제기했다.

교환을 통해 옐로모바일 벤처연합으로 들어온 초기 창업자들 대다수가 옐로모바일을 이탈하고 있다.

셋째, 인수합병을 통한 성장에만 치중하여 규모는 커졌지만 진정한 기업의 본질적 가치를 키우지 못했다. 지주회사로서 옐로모바일은 자회사들의 본질적 경쟁력을 높이고 자회사간의 시너지를 창출할 수 있도록 조율하고 지원하는 역할을 해야 했으나 자회사의 인수를 토대로 외부투자를 유치하고 외부투자자로부터 받은 옐로모바일의 가치를 토대로 다시 자회사를 인수하는 역할에 치중하였다.

옐로모바일의 계열사의 경영자이었던 최정우(2020)는 옐로모바일의 가장 큰 잘못은 사업목표와 자본조달을 위한 목표를 혼동했다는 데에 있으며 높은 밸류에이션으로 투자를 받는 게 사업의 목표가 되어서는 안 된다고 지적하였다. 현금 대신 주식교환을 통해 회사들을 인수하여 키우는 전략은 초기에는 고속 성장의 효과가 있었다.

옐로모바일 그룹차원에서 다양한 모바일 서비스를 통합하는 전략이 없었다. 구글은 고객이 하나의 이메일 계정을 만들면 고객관점에서 자회사들의 통합 서비스를 받을 수 있도록 하였다. 롯데그룹은 전 계열사의 포인트를 통합하려는 엘포인트 전략을 추진하였다. 옐로모바일은 고객관점에서 하나로 통합된 서비스를 제공하지 못함으로써 옐로모바일 차원의 본질가치를 고객에게 전달하는데 실패하였다.

옐로모바일은 스스로를 플랫폼으로 인식하고 어플리케이션의 기능을 수행하는 여러 기업들을 주식교환방식을 통해 자회사로 편입시켜 소비자들의 다양한 모바일 활동을 가능하게 해 주는 것을 지향하여 왔다. 옐로모바일은 먹고, 마시고, 즐기는 일상에서의 모바일 라이프스타일을 지향하는 기업으로서 아침에 눈을 떠 저녁에 잠들 때까지 24시간동안 고객과 가장 가까운 곳에서 함께한다고 주장해 왔으나 이러한 꿈은 이루어 지지 못했다.

현재 옐로모바일은 도산상태이다. 이제 옐로모바

일은 성장전략을 가치전략으로 수정하고 기업의 본질적 가치를 키워야 한다. 수익성이 없고 시너지를 창출할 가능성이 없는 종속기업들의 지분을 매각하고 플랫폼으로서 시너지를 낼 수 있도록 종속회사 간의 협력을 효율적으로 이끌어야 한다. 경영관리 및 내부통제의 수준을 획기적으로 높여 2020년 감사의 견은 적정의견을 받을 수 있도록 해서 시장과 투자자의 신뢰를 회복해야 한다. 이러한 개선들이 실행되어 수익성이 개선되고 회계의 신뢰도가 높아져서 다시 투자를 받아 재기의 기회를 마련할 수 있기를 기대한다.

V. 일부 종속기업들의 성공: 광고 및 헬스케어 사업부문

옐로모바일이 지주회사로서 주식교환 M&A를 통해 연결시킨 다양한 종속기업 중에서 일부는 코스닥 시장에서 상장에 성공하였고 이에 대해서는 긍정적인 평가를 받을 수 있다. 사업 부문으로 보면 광고 사업 부문 및 O2O 중 여행업을 제외한 헬스케어 분야 종속기업들이 코스닥 시장에서 각각 2016년 스펙(SPAC, special purpose acquisition company) 상장 및 2018년 직상장을 통해 기업공개를 진행한 바 있다. 상장을 진행하는 과정에 있어서 차이가 있기 때문에 다음과 같이 구분하여 각 사례를 설명하고자 한다.

먼저, 광고사업 부문에 해당하는 중간지주회사인 옐로디지털마케팅은 해당 기업의 자회사인 퓨처스트림네트웍스(모바일 네트워크 광고 카울리 서비스사)가 먼저 2016년 7월 21일에 케이비제7호 기업인수목적(주)와의 스펙합병을 통해 상장이 이루어진다. 광고 부문은 모바일 채널을 중심으로 디지털 마케팅을 전개하고 있었는데, 광고주가 원하는 마케팅 캠페인

을 수행하고 수수료를 받는 광고 대행업과, 기술기반의 자체 광고 플랫폼을 기반으로 광고 상품을 개발하여 광고를 집행하는 애드테크(Ad Tech) 분야로 구분된다. 또한 광고를 지원하기 위한 웹사이트 또는 앱 제작과 운영을 위한 개발 에이전시도 보유하고 있다. 모바일 광고산업의 특성상 광고주-대행사-매체-사용자로 이어지는 생태계에서 어떠한 지위에서 어떠한 수익모델을 가지고 있는지가 중요하다.

엘로모바일의 광고부문 자회사들은 주로 대행사 또는 매체 및 광고 생태계를 지원하는 솔루션 사업 영역에 해당한다. 광고사업 부문을 구성하고 있었던 여러 종속기업 중에서도 모바일 네트워크 광고사업을 수행하던 애드테크 기업으로서 퓨처스트림네트웍스가 먼저 상장에 성공하게 된다. 이후 상장에 성공한 퓨처스트림네트웍스를 사업지주회사로 만드는 것을 목표로 하여 원래 중간지주회사의 기능을 하였던 엘로디지털마케팅 산하 종속기업들을 순차적으로 퓨처스트림네트웍스로 인수시키는 전략을 수립하고 추진하였다. 실제로 동일한 애드테크 분야의 기업이었던 레코벨을 2017년에 가장 먼저 인수하였는데, 회계법인이 기업가치를 평가해서 인수가격을 결정한다 다음 제3자배정 유상증자를 통해 퓨처스트림네트웍스의 신주를 발행해서 지급하는 것으로 인수대금을 지불하였다. 이 과정에서 최초 주식교환을 통한 M&A를 진행하면서 엘로디지털마케팅의 주식을 보유하고 있었던 주주들은 다시 피인수대상이 되는 엘로디지털마케팅의 자회사 주식을 취득하게 되었으며, 해당 지분을 퓨처스트림네트웍스가 매입하고 상장사 신주 발행을 통해 지급하는 방식으로 진행되었다.

애드쿠아인터랙티브, 마더브레인, 엘로스토리, 헨드스튜디오 등 아직 인수하지 못했던 에이전시 기업들에 대해서는 한 기업씩 순차적으로 인수하는 것이 비효율적이었기 때문에 가장 규모가 컸던 애드쿠아인터랙티브가 먼저 마더브레인 등의 에이전시 기업들을 인수하도록 하여 애드쿠아인터랙티브를 그룹화

시켜주는 방식으로 구조를 만들어준 다음, 퓨처스트림네트웍스가 해당 법인을 인수하는 방식으로 상장사의 자회사로 만들었다.

맨 마지막 단계에서 엘로디지털마케팅의 대표 및 임원들 역시 퓨처스트림네트웍스로 이직 또는 겸직하게 되면서 자회사를 다시 중간지주회사로 만드는 작업을 진행하였다. 결국 엘로모바일이 엘로디지털마케팅의 최대 지분을 소유하고, 다시 엘로디지털마케팅이 퓨처스트림네트웍스의 최대지분을 소유하는 방식으로 지배력을 확보하게 되었다. 이를 통해 기존에 엘로디지털마케팅에 소속 되어있던 자회사(또는 엘로모바일 기준 손자회사들) 주주들은 코스닥 상장사인 퓨처스트림네트웍스의 지분을 소유하게 되면서 엘로모바일이 인수 당시 약속하였던 벤처연합 형태의 상장을 실제로 이루게 된다. 실제로 제일기획을 필두로 하고있는 대한민국 광고기업 가운데에서 퓨처스트림네트웍스는 광고 취급고 기준 2018년 및 2019년에 6위를 차지하고 있다(한국광고총연합회, 2019; 2020), 벤처연합으로서 상장이라는 성과뿐만 아니라 전체 광고시장에서 존재감이 있는 디지털마케팅 분야 1위 기업으로 성장시킨 것은 상당한 성과라고 할 수 있다.

광고분야는 지속적으로 상장이 진행되고 있다는 것이 특징이다. 퓨처스트림네트웍스로 편입된 다양한 종속기업들 가운데 동남아시아에서 디지털마케팅 업무를 수행하고 있던 기업들은 다시 퓨처스트림네트웍스아시아로 사업부문을 정리하여, 싱가포르에서 해당 자회사를 상장시키는 것을 목표로 하고 있다. 최근에 퓨처스트림네트웍스아시아의 종속기업인 클레버애즈그룹이 베트남 호치민 증권거래소에 상장되는 성과를 거두었다(파이낸셜뉴스, 2021).

다음으로 엘로모바일 종속기업들 가운데 두 번째로 상장에 성공한 사례는 2018년 3월 28일에 한국투자증권의 주관으로 코스닥시장에 상장한 케어랩스이다. 굿닥과 바비톡을 가지고 있는 케어랩스는 헬

스케어 테마기업이자 O2O 기업 1호 상장 사례이다. 사업내용 관점에서는 의료마케팅을 수행하는 의료서비스 플랫폼 및 병원관리 CRM 솔루션 등을 제공하고 있으며, 병원 및 의료서비스를 이용하는 일반 사용자들을 고객으로 하고 있다. 상장 직후 처방전 보안시스템 기업인 이디비의 지분 51%를 인수하기도 하였다. 원래 이들 기업 또는 서비스들은 옐로모바일의 O2O 사업 부문을 담당하던 옐로오투오 소속이었는데, 상장과정에서케어랩스를 중심으로 법인들이 정리되면서 옐로모바일-옐로오투오-케어랩스 로 연결되는 구조를 통해 옐로모바일이케어랩스를 지배하고 있다. 2018년 상장시점에서 옐로오투오는 최대주주로서케어랩스를 38% 보유하였으며, 옐로모바일은 그러한 옐로오투오의 지분을 75% 보유한 최대주주였다. 최초 옐로모바일에 주식교환 방식으로 회사를 매각하였던 주주이자 종속회사 주요 경영진들은케어랩스가 상장됨에 따라케어랩스의 지분을 많게는 12%, 보통은 1%~3% 수준으로 보유하게 되었다. 상장 전에 전략적 투자자 역할을 하였던 녹십자홀딩스는 상장 직후 5% 이상의 지분을 확보하였다. 기존 헬스케어 분야의 리더에 해당하는 상장사인 유비케어는 비트컴퓨터와 함께 병/의원 예약진료 솔루션, 비대면 화상진료 솔루션, CRM, EMR 등 첨단 헬스케어 솔루션 시장의 점유율을 어느 정도 확보했으며 비대면 의료에 대한 시장의 기대감이 커짐에 따라 지속해서 성장할 것으로 전망되고 있다.

VI. 결론 및 시사점

본 연구에서는 주식교환을 통한 M&A 전략을 활용하며 급성장한 대표적인 벤처기업인 옐로모바일의 사례분석을 통해 옐로모바일의 전략 및 문제점을 분석하고 실패요인을 제시하였다.

모바일 플랫폼 스타트업들이 외형 확대를 위해 주식교환을 통한 M&A를 활용하는 이유는 피인수회사의 측면에서는 독자생존이 어려운 치열한 경쟁환경에서 지주회사 체제에 편입되어 사업의 위험도를 줄일 수 있고 지주회사 입장에서는 인수대가로 주식교환방식을 활용하여 현금을 지급하지 않는 이점이 있기 때문이다. 그러나 인수 과정에서 피인수기업의 주주들이 매각 차익에 대한 양도세 및 거래세를 내야 하기 때문에 적게는 인수대금의 11.5%에서 많게는 22.5%의 현금이 소요되어 잦은 인수 과정에서 현금을 유출되게 되었다. 부정적 효과는 영업권의 과대계상의 가능성 및 향후 영업권 손상이 발생하면 당기 손익 및 재무구조에 악영향을 미칠 수 있다는 것이다. 주식가치에 대한 과대 계상으로 인해 연결재무제표상의 총자산이 과대 평가될 수 있다.

주식교환 M&A를 통해 성장한 옐로모바일의 전략은 단기간에 규모를 키우는 데는 성공적이었다. 플랫폼 사업의 특성을 인지하여 해외법인 설립 등 주요 해외시장 공략에 적극적으로 나서고 있는 점은 긍정적으로 볼 수 있다. 그러나 경영성과 및 재무상태를 분석해 보면 재무적 성과는 악화되고 있으며 현재 자산상태인 것으로 나타났다. 2017년도~2019년도 외부감사인의 의견거절로 옐로모바일은 시장의 신뢰를 잃었다. 회계관리 및 내부통제를 획기적으로 제고시켜 투자자 및 시장의 신뢰를 회복해야 할 것이다. 결론적으로 옐로모바일은 모바일 플랫폼으로서 자회사들을 주식교환 M&A를 통해 편입하고 높은 성장성으로 외부의 투자를 이끌어 내고 유니콘으로 평가받는 성공을 거두었지만 성공을 지속하지 못했다. 다만 광고 및 헬스케어 사업부에 소속된 일부 기업들은 퓨처스트림네트웍스 및케어랩스라는 사명으로 코스닥 상장에 성공하였으며, 해당 분야에서 의미 있는 시장 점유율을 확보하며 지속적으로 성장하고 있다. 옐로모바일의 일부 사업부분은 상당한 성과를 거둔 것으로 평가된다.

본 연구는 주식교환 M&A 방식을 통한 성장한 옐로모바일의 사례연구로서 일반화시킬 수 없는 사례 연구의 한계점을 지닌다. 본 연구의 3장 옐로모바일의 기업분석은 DART에 공시한 자료를 활용했는데 2017년, 2018년, 2019년은 의견저절을 받은 재무제표를 활용하였으므로 회계자료의 신뢰성이 낮다는 한계가 있다.

본 연구는 2010년대 유니콘 성공신화를 썼던 옐로모바일의 성공요인 및 그 이면의 실패요인을 분석하였다. 연구결과는 벤처기업의 창업자 및 경영자들에게 반면교사의 교훈을 제공하고 있다. 옐로모바일은 2010년대에 인수합병을 통해 쿠광에 이어 두 번째로 유니콘으로 등극하였으나 관리 및 내부통제의 부실, 시너지의 부재, 본질적 기업가치의 소홀로 성공을 지속하지 못하였다. 향후 인수합병을 통해 성장을 추진하는 벤처기업의 창업자 및 경영자들은 관리역량을 충분히 갖추고 인수합병을 추진해야 하고 인수한 자회사들간의 시너지를 창출할 수 있는 전략을 준비하고 본질적 기업가치를 제고시켜야 성공할 수 있다는 시사점을 제시하고 있다.

플랫폼의 본질과 이를 활용해 기업의 외형을 확대해 나가고 있는 스타트업들의 주식교환 M&A 전략은 기업지배구조 및 전략적 관점에서 심도 있게 연구될 필요가 있다. 옐로모바일 외에도 주식교환 M&A를 성장에 활용하고 있는 다양한 사례에 대한 연구가 이루어지기를 기대한다.

REFERENCES

Eisenmann, T., G. Parker and M. Alstyne(2006), "Strategies for two-sided market," *Harvard Business Review*, 84(10), 92-101.

국내참고문헌

- 김택수(2019), **M&A 최후의 승자는 누구인가**, 삼일인포마인.
- 박상호(2006), **블루오션 M&A전략**, 두남.
- 박연희, 박철언, 배수일(2009), "우회상장기업의 특성과 우회상장의 효과-코스닥 시장을 중심으로," **회계저널**, 18(3), 149-176.
- 배세하, 김상희(2016), "무엇이 승객으로 하여금 플랫폼에 출근하도록 만드는가?" **경영학연구**, 45(4), 1243-1278.
- 서울경제(2018), 옐로모바일 쇼핑플랫폼 팀그레이프도 매각, 2018년 11월 27일. <https://www.sedaily.com/NewsView/1S7CNA52B>
- 이새롬, 장정주(2016), "모바일 서비스 산업에서의 네트워크 형성을 통한 성장 전략," **벤처창업연구**, 11(1), 109-119.
- 임정욱(2015), "한국스타트업생태계의 현황과 과제," **정보과학회지**, 33(1), 19-25.
- 장완진, 박남규, 전영신(2019), "Unite as Small Fish and Dream Big Like a Whale: The Story of Yello Mobile," **Korea Business Review**, 23(4), 1-31.
- 최영준, 권기환(2015), "사업인수를 통한 지속성장 추구," **Korea Business Review**, 19(1), 183-204.
- 최정우(2020), **스타트업은 어떻게 유니콘이 되는가**, 쌤앤파커스.
- 최정철(2021), "IDIS그룹의 창조와 혁신성장 메커니즘-사람, 기술, 그리고 M&A가 만들어 가는 글로벌 넘버원," **Korean Business Review**, 25 특별호, 195-217.
- 파이낸셜뉴스(2021), "FSN아시아 자회사 클레버그룹 베트남 호치민 증권거래소 상장," 2021년 2월 22일. <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2021022209460705045>
- 한국광고총연합회(2019), **광고계동향**, 317, 20-23.
- 한국광고총연합회(2020), **광고계동향**, 323, 40-43.

한국경제(2018), "옐로모바일 메이커스 지분 매각," 2018
년 12월 24일. [https://www.hankyung.com/
it/article/2018122485501](https://www.hankyung.com/it/article/2018122485501)

A Case Study on the Success and Failure of Yello Mobile

Hyo-Seop Shin* · Ingoo Han** · Sung-Hyuk Park***

Abstract

This study has analyzed the case of success and failure of Yello Mobile, which grew through the stock exchange M&A. This study examined the benefits of stock exchange method which was the key behind the rapid growth of Yello Mobile and explained why ventures aim to create synergy through network formation in the mobile service industry.

Yello Mobile grew up to be the second Unicorn in Korea and was successful in the early period while the analysis on financial statements of Yello Mobile showed that its financial performance has been a failure since 2017. Some of Yello Mobile's subsidiary companies in the advertising and healthcare sectors have been successfully listed at the KOSDAQ market.

The reasons for the failure of Yello Mobile may be summarized in the three ways. First, the management capability and internal control of Yello Mobile were weak. Second, there was no effective synergy due to conflicting interests among founders. Third, focusing only on growth strategies through M&A, it failed to pursue fundamental corporate value.

On the other hand, Future Stream Networks and Carelabs are the two successful cases of IPO and operating in advertising and healthcare sectors.

The case of Yello Mobile, which experienced the rapid success and failure in 2010's, provides useful implications for the founders and managers of start-ups to prevent the failure and continue to grow.

Key Words: Yello Mobile, Stock Exchange, Venture Alliance, M&A, Mobile Platform

* Travel Wallet, CFO

** KAIST College of Business, Corresponding Author

*** KAIST College of Business