「경영사연구」 제35집 제4호(통권 96호)
(사)한국경영사학회
2020. 11. 30, pp. 5~30.

〈DOI〉 http://doi.org/10.22629/kabh.2020.35.4.001
논문접수일 : 2020.07.27
최종수정일 : 2020.11.27
게재확정일 : 2020.11.30

STX그룹의 성공과 실패의 전략적 분석

한인구* · 김홍철**

요 약

STX그룹은 2001년 출범하여 10년만에 재계 13위의 대기업집단으로 급성장하였으나 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 쇠퇴하게 되면서 2014년 그룹이 해체 되었다. 샐러리맨으로 입사하여 말단에서 대표이사에 오르고 오너가 되어 재계 13위의 대그룹을 창업한 강덕수 회장의 극적인 성공 및 실패는 많은 교훈과 시사점을 남겼다. 2000년대 대표적인 신흥기업의 부상과 몰락의 원인과 배경을 이해하는 것은 위기상황인 현시점에서 중요한 의미를 갖는다. STX다롄에서는 원가우위전략, STX유럽에서는 고부가가치화 전략을 동시에 추구한 것은 자원 및 역량이 충분하지 않은 STX그룹에게는 성공하기 어려웠다. STX다롄에 거금을 투자하지 말고 고부가가치화로 지속적으로 나갔다면 STX그룹은 성공가능성이 높았을 것으로 보인다.

STX그룹의 선수금을 이용한 인수합병은 위험도가 높은 자금운용이었다. 투자했던 자금의 회수여부가 불투명해지자 STX그룹의 조선관련 계열사들은 선수금을 받은 선박을 생산하기 위해 차입금에 의존하게 되었고 이로 인해 구조적으로 차입금규모가 계속 증가할 수밖에 없었다. 운용자금에 써야 할 선수금을 투자에 활용하는 STX그룹 특유의 자금운용 방식은 결과적으로 STX그룹의 유동성위기를 초래했다. 인수합병을 통한 STX그룹의 수직계열화는 동반부실의 위험이 높은 전략이므로 조선·해운업 침체기를 대비한 위험관리를 미리 준비했어야 했다. 승부사인 강덕수 회장은 성장에만 매진하면서 위험관리를 소홀히 한 것이 그룹 계열사들의 동반부실로 이어지게 되었다.

〈주제어〉 STX, 수직적 통합, 인수합병, 성공요인, 실패요인

* KAIST 경영대학 교수, ighan@kaist.ac.kr, 교신저자.
** 프리랜스 컨설턴트, cagedin@naver.com, 공동저자.

Ⅰ. 머리말

2020년 세계경제에 큰 충격을 주고 있는 코로나19 바이러스로 인해 1997년도 외환위기와 2008년도 글로벌 금융위기 이상의 충격을 받고 있는 현재 상황에서 부채비율이 높고 수익성이 저하된 몇 개의 대기업들의 위기설이 나오고 있다. STX그룹은 2001년 출범하여 10년만에 재계 13위의 대기업집단으로 급성장하였다. 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 조선·해운업의 불황이 시작되면서 STX그룹은 쇠퇴하게 되고 2014년 그룹이 해체되었다. 2000년대 한국에서 가장 성공적이었던 기업의 부상과 몰락의 요인을 이해하는 것은 위기상황인 현시점에서 중요한 의미가 있다.

STX그룹은 흔히 지난 1997년 외환위기를 기점으로 쇠퇴하면서 해체된 대우그룹에 비교되기도 한다. 대우와 STX그룹은 인수합병을 통해 고속성장을 한 점과 최고 경영자의 '세계경영'의 비전에서 유사한 점이 있다. 대우뿐 아니라 한국의 대부분의 기업집단은 전통적으로 비관련다각화에 의해 성장해 왔다. 그러나 STX그룹은 수직적 통합(Vertical Integration)을 통해 선박용 엔진을 생산하는 기업에서 시작하여 조선·해운 수직계열화를 완성해서 글로벌 대기업으로 성장한 점에서 차이가 있다.

거래비용이론(Transaction Cost Theory)에서는 전·후방 업체간의 거래비용이 커서 내부화가 더 효율적일 경우 수직적 통합의 유인이 존재한다고 본다(Williamson 1985). 거래비용은 자산특수성(asset specificity)과 계약의 불완전성(contractual incompleteness)에 의해 영향을 받는다. 자산특수성이란 투자가 특정 고객만을 위한 특성을 갖는 것으로서 고객이 구매를 취소하면 공급기업은 큰 손해를 보게 되므로 일반적으로 공급기업들은 자산특수성이 높은 투자를 기피하게 된다. 자산특수성이 존재하는 경우 시장거래 보다는 수직적 통합에 의한 내부화가 더 효율적일 수 있다. 거래의 복잡성과 불확실성도 시장거래보다 내부화의 효율성에 기여하게 된다. STX그룹은 조선·해운분야에서 수직적 통합이 적합하다고 굳게 믿고 단기간에 인수합병을 통해 수직계열화를 완성했다.

STX그룹은 2004년 지주회사체제로 전환하면서 ㈜STX가 실질적인 지주회사로서 그룹의 성장을 이끌게 된다. 김동운(2009)은 STX그룹이 지주회사체제하에서 각 사업부문의 핵심역량을 강화했으며 안정적인 지배구조는 급속한 성장의 원동력이 되었다고 분석하였다.

말단 샐러리맨으로 시작해서 전문경영인이 되고 다시 오너가 되어 STX그룹을 창업한 강덕수회장은 2000년대 최고의 창업자이자 성공신화로 주목을 받았다. 이임광(2009)은 도전과 창의의 기업문화, 인재경영, 기술력에 기반한 글로벌 경쟁력 등을 STX그룹의 성공요인으로 파악하였다.

STX그룹은 2008년도 글로벌 금융위기 이후 조선업이 불황으로 들어서면서 STX그룹의 차입금이 위험수준으로 높아지고 유동성 위기가 시작되었으나 강덕수 회장은 공격적 경영을 강화하면서 후퇴할 때를 놓쳤고 순환출자구조는 불황에서 위험을 증폭시켰다(박상익 외 2016). 방호진 · 하순복(2018)은 해운 · 조선 침체기의 도래, STX다롄에 대한 과도한 투자, 수직계열화로 인한 수익성의 동반 하락, 오너에 집중된 의사결정 구조를 STX그룹의 실패의 원인으로 분석하였다.

본 연구는 STX그룹의 10년여의 성공과 실패의 과정을 두 가지 관점에서 분석하고자 한다. 첫째, STX그룹의 출범에서 해체에 이르는 과정에서 중요한 사건을 중심으로 STX그룹의 출범과 수직계열화, STX다롄의 조선 생산기지 구축, STX유럽 인수, 조선해운업 침체, 그룹의 해체의 단계별로 나누어 분석할 것이다. 둘째, STX그룹의 전략을 기업전략, 경쟁전략, 수직적 통합, 재무 · 자금전략 등 STX그룹의 성장과 실패에 중요한 영향을 미친 전략적 주제로 나누어 분석할 것이다. 연구를 위해 학술논문 이외에도 언론자료, 회사 보도자료, 공시자료, 공정거래위원회, 전문기관의 자료로 부터 STX그룹의 초창기부터 해체까지와 관련 정보를 수집하여 STX그룹의 전략적 의사결정의 배경 및 요인을 파악하고자 하였다.

2000년대 성공신화이면서 또한 성공을 지속하지 못 한 대표사례인 STX그룹의 성공 및 실패의 요인을 이해하는 것은 한국의 어려운 경제상황에서 실패를 예방하고 성공을 지속하기 위한 교훈과 시사점을 제공할 것이다.

본 논문은 총 4장으로 구성되어 있다. 서론에서는 연구 배경과 목적을 설명한다. 두 번째 장에서는 STX그룹의 출범부터 해체까지의 역사를 기간별로 나누어 분석한다. 세 번째 장은 STX그룹의 중요한 전략적 이슈를 주제별로 나누어 분석한다. 네 번째 장에서는 연구결과를 요약하고 시사점을 제시한다.

Ⅱ. STX그룹의 출범과 해체

1. STX그룹의 개요

2001년 5월 쌍용중공업 대표이사였던 강덕수는 당시 최대주주였던 한누리투자증권 컨소시엄으로부터 경영자매수(Management Buyout) 방식으로 쌍용중공업의 경영권을 인수하였다. 그리고 'Special Technology eXcellence'의 앞글자를 딴 STX로 개명하여 새롭게 출범시킨다. 쌍용중공업은 주로 중형 디젤엔진을 제조하는 회사였다. 이어서 6월에는 디젤엔진의 핵심부품 및 소재, 조선기자재 사업을 육성하기 위하여 물적

분할을 통해 STX엔파코(Engine Parts Company)를 설립하였다. 재계 서열 13위의 대기업집단을 이루어 샐러리맨의 신화라는 별명을 얻게 되는 강덕수 회장의 STX호는 2001년 엔진을 생산하는 매출 2,600억원의 중소기업에서 시작되었다.

STX그룹은 2001년도 중소기업으로 시작해서 공기업을 제외한 기업집단의 순위에서 2012년 및 2013년에 13위까지 올라가는 놀라운 성장을 보였으나 2013년부터 그룹이 해체되기 시작하면서 2014년 순위에서 사라졌다. STX그룹의 재계 순위 및 주요 재무지표는 〈표 1〉과 같다.

〈표 1〉 STX그룹의 재계순위, 자산, 매출, 당기순이익 추이

순위 시점	순위 (공기업제외)	회계년도	자산총액 (십억원)	매출 (십억원)	순이익 (십억원)	매출액 이익율
2005년 4월	26	2004년	4,139	4,969	274	5.5%
2006년 4월	26	2005년	4,907	6,468	355	5.5%
2007년 4월	24	2006년	5,878	7,694	295	3.8%
2008년 4월	15	2007년	10,912	11,754	853	7.3%
2009년 4월	14	2008년	20,687	19,025	976	5.1%
2010년 4월	14	2009년	20,901	15,796	-210	-1.3%
2011년 4월	14	2010년	21,969	18,359	353	1.9%
2012년 4월	13	2011년	24,321	20,168	146	0.7%
2013년 4월	13	2012년	24,328	18,834	-1,413	-7.5%

출처 : 공정거래위원회 홈페이지 기업집단 에스티엑스의 지정현황

STX그룹은 2004년 자산 4조원, 매출 5조원, 순이익 2천7백억원의 대그룹으로 급성장하면서 2005년도 4월에 발표된 공정거래위원회의 기업집단 순위에서 30대 그룹에 진입하였다. 2007년에는 자산 11조원, 매출 12조원, 순이익 8천5백억원의 실적으로 2008년도 4월 재계순위 15위로 부상하였다. 글로벌 금융위기 직후인 2008년에도 자산 21조원, 매출 19조원, 순이익 9천8백억원으로 규모는 훨씬 커졌지만 매출액이익율은 2007년도 7.3%로 피크를 기록한 이후 글로벌 금융위기가 시작된 2008년도에는 5.1%로 낮아지면서 수익성의 추세가 감소세로 전환되었다. 매출은 2008년을 기점으로 감소세로 돌아섰고 2011년 20조원으로 일시적으로 증가했으나 2012 년 다시 감소세로 전환되었다. 당기순이익은 2009년 2천1백원의 적자를 기록하였고 2010년 3천5백원으로 흑자전환하였으나 2012년 1조4천억원의 큰 폭의 적자를 기록하면서 2013년에 차입금을 감당하지 못 하고 채권단의 관리 하에 들어가게 된다.

STX그룹의 도약은 조선 · 해운분야에서의 수직적 통합에서 시작되었다. 국내에서 기반을 다진 후 중국 다롄의 조선기지의 설립에 막대한 자금이 투자된 것은 결국 STX그룹의 발목을 잡게 된다. 중국 진출에 이어 세계진출의 거점인 STX유럽의 인수는 STX그룹의 글로벌 삼각축의 완성이었다. 그러나 글로벌 금융위기를 계기로 STX그룹은 유동성 위기를 극복하지 못 하고 해체되는 비운을 맞이 한다. 이와 같은 STX그룹의 흥망성쇄의 중요한 계기가 되는 사건을 토대로 STX의 역사를 5단계로 나누었다.

첫 단계는 2001~2005년 동안 조선 · 해운분야에서 인수합병을 통한 수직적 통합으로 비약적 성장의 기초를 다지는 시기이다. 두 번째 단계는 원가경쟁력을 확보하기 위해 2006년에 중국 다롄에 조선생산기지의 설립을 시작해서 2008년에 완공해서 대규모 생산기지를 확보한 시기이다. 세 번째 단계는 2007년 크루즈분야에서 세계적인 경쟁력을 가지고 있던 노르웨이의 아커야즈의 지분을 인수하여 최대주주가 되었고 2008년에는 나머지 지분도 인수하여 STX유럽으로 사명을 바꾸고 크루즈선 및 오프쇼오 전문 생산기지로 삼아 세계 4위의 조선그룹으로 부상한 시기이다. 네 번째 단계는 글로벌 금융위기로 2009년부터 조선 및 해운업이 침체에 들어가서 STX그룹에 적신호가 켜지는 시기이다. 다섯 번째 단계는 2012년부터 유동성위기로 그룹이 해체되는 시기이다.

2. 1단계 : STX그룹의 조선 · 해운 수직계열화(2001~2005)

사명의 의미처럼 STX는 기술력 제고를 통해 관련분야에서 세계 최고수준의 제품을 생산하는 것을 목표로 하였다. 이를 실현하기 위해 안정적 매출처가 필요하였다. 때마침 매출처이자 법정관리상태였던 대동조선의 공개매각은 전방통합을 통해 매출처를 해결할 수 있는 매력적인 대안이었다. 중소형 유조선 및 컨테이너를 생산하는 대동조선은 과거 5번이나 주인이 바뀔 정도로 시장의 외면을 받은 회사였지만 STX는 경쟁사의 2배의 입찰가인 1,000억원을 제시해 2001년 10월 지분인수에 성공하고 동년 12월에 법정관리를 졸업했다. 그리고 이듬해인 2002년 1월에 사명을 STX조선으로 바꾸고 계열편입하였다.

신속(Speedy)-간결(Simple)-적기(Timely)라는 모토로 대변되는 SST는 미래의 불확실성에 대비하기 위한 STX그룹의 속도경영의 상징이었다. 강덕수회장은 신속한 의사결정을 통한 선제적 투자 및 혁신제품의 신속한 개발을 경쟁력의 핵심으로 보았고 대동조선의 인수를 시작으로 인수합병을 활용한 성장전략에 박차를 가하기 시작했다.

2002년에는 당시 공기업 민영화 방침에 따라 산업단지관리공단이 보유하고 있던 산단열병합발전소 2기(구미 · 반월공단)의 공개매각이 진행되었는데 STX는 2002년 9월 계열사간 컨소시엄을 구성해 503억원에 지분 35%를 인수해 동년 11월에 STX에너지

로 개명하여 계열사로 편입하였다. 당시 기대했던 시너지효과는 STX에너지를 STX의 발전 및 환경관련 설비사업의 신규매출처로 활용하는 것이었다. 2004년 2월에는 STX 조선이 100% 출자한 선박기자재 제조업체 STX중공업을 설립하고 계열사가 증가하면서 사업 포트폴리오의 통합적 관리 및 그룹전략을 담당하는 지주회사가 필요하게 되었다. 2004년 4월 STX의 엔진 및 관련 사업부문을 STX엔진으로 인적분할하고 새롭게 출범한 ㈜STX는 그룹의 지주회사의 역할을 맡게 된다.[1)]

STX그룹은 2004년 9월 범양상선의 대주주인 한국산업은행의 주식매각 입찰에서 우선협상대상자로 지정되었고 10월 실사를 거쳐 11월 계약의 종결과 동시에 법정관리 상태였던 범양상선을 STX그룹에 계열편입시켰고 사명도 STX팬오션으로 바꾸었다. 인수대금은 4,152억원이었고 2,000만주 인수로 67%의 지분을 확보하였다. 인수자금의 대부분을 이듬해에 싱가포르거래소(SGX)에 상장함으로써 회수했다. STX팬오션의 계열편입으로 인해 STX그룹은 조선업 가치사슬의 최전방인 해운업 진출과 함께 조선·해운의 완전한 수직계열화를 구축하였다. 2004년까지 진행된 STX그룹의 수직계열화를 통해 기대되는 시너지 효과를 정리하면 〈표 2〉와 같다.

〈표 2〉 조선 · 해운 · 에너지 수직계열화의 시너지효과

가치 사슬	기대되는 시너지 효과
전체	엔진 및 조선 기자재 → 조선 → 해운의 조선업의 완벽한 수직계열화
	해운업 불황 시 조선업이 완충
	조선업 불황 시 해운업의 노후 선박 교체, 선대 확충 등으로 완충
조선 → 해운	향후 5~6년후 조선사업의 장기 안정적 건조물량 확보
	범양상선의 선박관리 및 유지보수 업무 상호보완
해운 → 에너지	범양상선의 장기 운송물량 증대
	발전소에 공급하는 유연탄의 안정적 선박 확보

출처 : 좌동욱(2004), 윤진섭(2005)

STX그룹은 조선(STX엔파코 → STX엔진 → STX조선) · 해운(STX팬오션) · 에너지(STX에너지)의 수직적 통합을 달성했다. 전방통합으로 시작된 STX의 공격적인 인수합병 행보는 조선 · 해운업의 호황기에 자산 및 매출의 급속한 증가로 이어지게 되고 STX의 재계서열이 수직상승하게 된다.

1) 당시 분할비율은 STX 54: STX엔진 46이었다. STX엔진은 2004년 5월 유가증권시장에 상장되었고 ㈜STX는 공정거래위원회로부터 2004년 7월 지주회사로 지정되었다.

3. 2단계 : STX다롄 조선생산기지 구축(2006~2008)

국내 조선업은 1997년 외환위기 이후 약간의 조정을 제외하고는 2008년까지 활황을 맞이하고 있었으며 해운운임지수도 상승세를 유지하고 있었다. 2005년 조선업이 활황일 때 선박공급능력이 수요를 못 따라가는 상황에서 공장의 확장에 필요한 부지의 가격 및 인건비는 상승하고 있었다. STX그룹은 성장을 위한 원가경쟁력의 확보를 위해 중국을 대안으로 검토하기 시작했다. 물류비를 추가로 들이더라도 중국공장에서 부품을 만들어 국내 조선소까지 나르는 것이 원가경쟁에서 유리할 수도 있었다. STX그룹은 과감한 승부수로서 중국에 조선소의 설립을 추진하게 되었다. 조선업의 호황과 더불어 STX그룹의 주력선종이자 상대적으로 진입장벽이 낮은 벌크선에 중국 조선사의 신규 진입이 증가하고 있어서 스스로 호랑이굴에 들어가서 중국 업체와 경쟁한다는 전략이었다.

중국의 동남해안에서 적절한 부지를 물색하던 중 당시 랴오닝성 당서기장이었던 리커창이 파격적인 제안을 했다. 중국에서 민간에게 허가되지 않는 조선소의 건설을 허용함과 동시에 본래 외국인은 중국기업과의 합작을 통한 진출만이 허용되는 것을 100% 단독투자가 가능하게 하는 등 특혜를 제공하겠다는 것이었다. 또한 부지조성과 진입도로를 건설해주는 약속도 포함되어 있었다. 랴오닝성에는 탱크, 항공기 공장 등이 있었고 다롄시는 조선업 연관산업이 발달한 동북 3성을 배후로 두고 있어서 현지 인력의 확보도 가능했다. 속도경영을 지향하는 STX그룹에게는 거부하기 어려운 매력적인 조건이었다. 2006년 9월 다롄시정부와의 투자합의에 서명하고 STX다롄을 설립했다.

이렇게 해서 추진된 STX다롄 종합조선생산기지의 설립은 1조9,500억원이 투입되는 대규모 프로젝트로서 2007년 3월 기공식 이후 20개월 만인 2008년 12월에 장흥도내 550만㎡의 갯벌위에 대형조선소를 건설하였다. STX다롄의 설립에는 주로 STX엔진 및 STX조선해양의 선수금 등 내부자금 7,310억원이 동원되었으며 중국건설은행을 비롯한 현지 금융기관으로부터 28.5억위안(약 5,200억원)을 차입하였다. 주조, 단조 등 기초소재 가공에서 엔진핵심부품, 엔진 조립 및 블록 제조를 통해 선박건조를 종합적으로 수행하는 일관생산체제를 갖추게 되어 STX의 국내 조선부문 수직계열화와 유사한 구조를 중국에서 그대로 재현했다.

두개의 생산단지로 구성된 STX다롄의 첫 단지는 벌크선, 자동차운반선, 석유제품운반선 등의 선박건조를 담당하고 두 번째 단지는 해양구조물 건조를 담당하였다. 2009년부터 연간 24척을 건조하여 STX그룹의 해외 생산기지의 면모를 갖추기 시작했다.

STX조선해양은 진해조선소를 LNG선, VLCC 유조선, 초대형 컨테이너선 등의 고부가가치 대형선박 건조기지로 육성하는 반면 STX다롄은 벌크선, 자동차운반선, 중형컨

테이너선, 탱커선 등 일반상선을 주로 건조하는 조선소로 육성하여 원가경쟁력을 확보하는 전략이었다. 또한 STX다롄에서 제조된 반제품이 STX조선해양으로 공급되는 생산시너지도 기대하고 있었다. STX다롄에서 선체용 블록을 반잠수식 중량물 운반선으로 운송하여 진해조선소에 공급해서 STX조선해양은 부지제한을 극복하고 고부가가치선에 집중하는 전략이었다.

국내 조선업의 신규 수주량은 2007년까지 꾸준히 증가하다가 2008년 9월 리먼사태 이후 글로벌 신용경색 및 실물경기 전이로 인하여 감소세로 전환하게 된다. 그러나 당시 언론과의 인터뷰 내용을 보면 강덕수 회장은 인도, 중국 등 신흥국 수요가 컸던 저부가가치 선박의 호황이 2015년까지 계속될 것으로 낙관하고 있었다. 이러한 배경 속에서 과감하게 추진되었던 사업이 저부가가치 선박건조를 담당하는 STX다롄이다. STX다롄에 막대한 자금을 투입했지만 글로벌 금융위기 이후 조선업의 불황으로 STX다롄은 적자폭을 키우면서 STX그룹이 몰락하는 중요한 요인이 되었다.

4. 3단계 : 고부가가치화를 위한 STX유럽 인수(2007~2008)

현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양 등 Big 3 조선사들은 일찍이 초대형 컨테이너선, LNG선, 해양설비 등 고부가치 선박 위주의 포트폴리오로 재편해 가고 있었다. 고유가 기조가 유지되는 가운데 원유, 천연가스 등의 해양탐사 및 생산이 증가하고 있었고 매장량의 고갈에 따라 정유업계는 점차 심해로 진출하게 되었다. 환경규제의 영향으로 점차 부유식 설비로 수요가 이동하고 있었다. STX그룹도 일반상선 위주의 경쟁은 중국 등 신흥국의 신규진입으로 중·장기적으로 경쟁우위를 유지하기 어렵다고 판단하고 고부가가치화를 추진하고 있었다.

2007년 네덜란드 투자은행 ABN암로 아시아증권으로 부터 크루즈선부문 세계 2위인 노르웨이 아커야즈(Aker Yards ASA)의 인수합병을 제안 받았다. 국내에서는 크루즈선의 건조기술력 부족을 이유로 크루즈선 사업진출을 보류하고 있었는데 STX그룹으로서는 인수합병에 성공하면 단숨에 크루즈선분야에서 글로벌 선두권으로 진출할 수 있는 기회였다. 당시 조선업의 호황으로 내부적으로 현금여력이 있었고 포트폴리오 다각화 및 국내 STX 계열사와의 기술 및 생산 시너지도 기대할 수 있었다.[2)]

2007년 10월 오슬로증권거래소에서 4,456만주(지분율 39.2%)를 8억달러에 취득하

2) STX그룹의 보유현금은 영업활동에서 선주로부터 수령한 선수금이 대부분이었고 이때 사용한 선수금이 궁극적으로 STX그룹의 유동성 위기를 초래하게 한다. 당시 일부 전문가들은 조선·해운업의 다운사이드를 대비하여 STX그룹이 회사 분할을 통해 수직적 통합 구조를 완화 혹은 해체할 것을 권유하기도 하였다. 아커야즈의 인수에 대한 시장반응은 범양상선 때와는 달리 공격적 인수합병 전략에 대한 위험프리미엄을 더 요구하는 등 차가웠다.

여 STX그룹은 단숨에 최대주주가 되었다. STX조선과 STX엔진은 각각 2/3, 1/3씩 출자를 부담하였다. 그러나 노조를 비롯하여 2대 주주였던 하브야드(Havyard)와 유럽국가들은 크루즈선 기술유출의 우려 등의 이유로 반발하였다. 동년 12월 유럽연합(EU)위원회는 반독점 조사에 착수했고 2008년 5월 크루즈선 또는 기타 조선 분야에서 경쟁에 관한 독점을 야기하지 않을 것으로 판단된다는 최종통보를 받을 때까지 약 6개월간 STX그룹은 경영권을 행사하지 못했다. 2008년 7월부터 꾸준히 오슬로증권거래소에서 주식을 추가 취득하여 11월에는 지분율이 93.87%에 달했고 총 6억 달러가 추가 투입되었다. 9월에는 임시주주총회를 통해 사명을 STX유럽(STX Europe ASA)으로 변경하고 대량 주식보유로 상장의 실익이 없어지자 국내 · 외에서 발행한 회사채를 통해 유입된 자금으로 2009년 2월 유통주식을 인수후 STX유럽을 상장폐지시켰다. STX유럽의 완전인수를 위해 투입된 총 인수자금은 약 1.7조원이었다.

1783년 설립되어 230년의 역사가 있는 STX유럽은 유럽 8개국 18개의 야드에서 크루즈선(세계 2위), 중 · 소형 페리(세계 1위) 등 여객선 건조에 경쟁력 있는 유럽의 대표적인 조선사였다. 또한 특수선과 오프쇼어 부문도 영위하고 있어서 STX그룹의 염원이었던 고부가치화에 박차를 가할 수 있을 것으로 기대하였다. 프랑스는 크루즈선과 방위산업, 핀란드는 크루즈선과 쇄빙선, 노르웨이는 오프쇼어 전문 생산기지로 육성한다는 구상과 함께 기존에 STX그룹이 보유하고 있던 건조능력과 조선기자재 공급능력, 공동구매 등을 통한 원가경쟁력을 더해 기술개발과 생산측면에서 시너지를 기대하였다.

한국-유럽-중국을 축으로 세계 3대 생산거점을 완성함과 동시에 저부가가치 선박에서부터 고부가가치 선박까지 골고루 구축된 사업포트폴리오를 통해 종합적인 조선 · 해양 솔루션의 제공이 가능하게 될 것으로 기대하고 있었다. STX그룹은 STX조선해양, STX유럽 및 STX다롄의 글로벌 3대 생산축을 통해 2009년 수주기준 세계 4위의 조선그룹이 되었다.

5. 4단계 : 조선 · 해운업 침체기의 후퇴 없는 STX그룹(2009~2011)

2008년 상반기까지 지속되었던 유례없는 조선 · 해운업의 호황은 2008년 하반기부터는 해상 물동량 감소와 과잉설비로 본격적인 침체국면에 들어가게 된다. 그리고 구매자시장(Buyer's Market)으로 변한 조선업은 특히 벌크선, 컨테이너선 등 저부가가치 선박부문에서 저가수주 경쟁이 더욱 치열해지게 된다. 호황기에 수주하였던 선박은 대체로 2011년도까지 인도되었고 2008년 후반이후의 저가수주는 조선업의 수익성을 크게 감소시키게 된다. STX조선해양은 2007년 이후부터는 주로 중대형 상선을 건조하였고 중 · 소형 상선은 주로 STX다롄에서 건조하기 시작하였다.

일반적으로 선주들은 선급금 지불시 조선사가 선수금 수령 후 건조가 진행되지 않을 경우 금융기관이 대신 선수금을 환급하겠다는 선수금환급보증(Refund Guarantee : RG)을 요구하게 되는데 조선업의 침체가 길어지면 조선사들은 RG를 받기가 어려워진다. 2010년에는 신규수주가 잠시 회복되는 조짐을 보이다가 유럽의 재정위기 장기화 조짐과 2011년 미국 신용등급 강등의 악재가 지속되면서 다시 감소세로 전환하게 된다. 또한 선박건조자금의 70%가 선박금융으로 충당되는데 유럽은행들의 선박금융 축소로 조선 수요회복의 걸림돌로 작용하였다.

호황기의 수주한 선박을 건조하기 위해 수령한 선수금은 STX다롄 및 STX유럽에 대한 투자로 묶여 있어 선박건조를 진행하기 위해서는 차입에 의존할 수밖에 없었다. STX의 공격적인 인수합병으로 인한 위기설은 2004년 범양상선 인수 이후 끊임없이 제기되었지만 조선·해운업의 호황기 덕분에 STX그룹은 고도성장을 이어갔다. 그러나 2008년 후반부터 STX조선해양의 수주잔량은 지속적으로 감소하였고 STX유럽의 크루즈선부문의 수주잔량은 2010년 이후로 조금씩 회복하기는 하였지만 경쟁사 대비 회복속도가 더딜 뿐만 아니라 그룹의 유동성을 제고하는데 별 기여를 하지 못 하였다.

2007~2008년 STX그룹의 대규모 인수합병 및 투자에 주로 STX조선해양이 동원되었기 때문에 STX조선해양의 유동성 개선을 위한 노력의 일환으로 ㈜STX가 STX조선해양이 보유하던 STX팬오션 지분 25%를 2009~2010년에 5,859억 원을 지불하여 취득하였다. 계열사에 유동성을 공급하고 있던 ㈜STX의 자금력은 소진되고 차입금의존도는 높아지게 되었다.

2009년부터 조선·해운업의 본격적인 침체와 함께 이전에 STX그룹이 활용했던 상장을 통한 투자금의 회수는 어려움을 겪기 시작했다. STX에너지, STX중공업, STX다롄, STX유럽 등 4개 회사의 2010년 상장을 목표로 하였으나 실제 기업공개(IPO)에 성공한 기업은 없었다. 세계경제의 침체에도 불구하고 고유가가 지속되어 해양플랜트와 작업보조선 수요는 꾸준하여 STX유럽의 재상장 보다는 가장 우량한 실적을 내고 있던 해양·특수선 부분(Offshore & Specialized Vessels : OSV)을 분리하여 매각하는 작업을 추진하였다. OSV부문을 분할하여 100% 자회사인 STX OSV AS를 설립하고 2010년 11월 12일 싱가포르 증권거래소에 27.6%의 지분을 상장하는데 성공한다. 그러나 STX유럽의 실질적인 현금창출 사업인 OSV부문을 분리하였기 때문에 실적이 부진했던 크루즈선와 페리선 등이 남은 STX유럽의 상장 가능성은 더욱 멀어지게 되었다.

2009년 이후 발행된 STX그룹 회사채는 대개 만기 2~3년 물이었고 2011~2013년 사이에 집중된 만기에 상환해야 될 연평균 상환액은 1조원대였다. 불황기에 영업활동에서 유입되는 현금을 이용하여 차입금을 상환할 능력은 점점 약화되는 반면 선박건조를 위해 꾸준히 회사채를 발행한 결과 차입금의존도는 점점 높아졌다. 전방산업 의존

도가 높았던 STX엔진과 2007년~2008년 호황기에 이루어진 발주로 점진적으로 순차 입금이 증가했던 STX팬오션의 재무상황도 점점 악화되었다. 업황이 좋으면 다소 영업실적이 부진하여도 차환(Refinancing)을 통해 회사채 상환을 위한 신규 회사채 발행이 가능하지만 STX그룹의 경우 2010년 이후 이마저도 용이하지 않게 되었다. 2012년 12월에는 채권의 신용등급이 겨우 투자등급(BBB+)을 유지하는 수준에 이르게 된다.

불황기에도 STX그룹은 저력을 발휘하여 장기계약과 수주를 통해 어느 정도의 성과를 거두었다. STX팬오션은 2009년부터 운임변동성을 헷지하기 위하여 다양한 선주와 장기운송계약(Contract of Affreightment : COA)을 추진하게 되는데 2009년 9월 세계최대 철광석 생산업체인 브라질 발레(Vale)와 약 7조600억원 규모에 최장 25년의 장기운송계약을 맺는다. 이어서 2010년 10월에는 세계최대 펄프 생산업체인 피브리아(Fibria)와 약 5조5천억원 규모의 최장 25년의 장기운송을 맺는다. STX조선해양은 8.8억달러의 철광석운송선(Very Large Ore Carrier : VLOC) 8척을 수주하였고 STX다롄은 9.1억달러의 펄프운반선(57K DWT급) 20척을 수주하는 성과를 거두었다.

그러나 이러한 노력에도 불구하고 전반적인 상선부문의 수주 위축과 공급과잉에 대금결제마저 Heavy-tail방식이 증가하여 선수금을 통한 유동성 개선의 효과는 제한적이었다.[3] STX다롄은 지속적인 설비투자가 이루어 져야 했고 선가 낙폭이 가장 컸던 상선 위주의 조선소이었기 때문에 STX그룹의 지원 및 지급보증을 받아야 했다. 한국과 중국에 이중으로 유사한 영업위험을 갖는 사업에 수직계열화 체제를 구축하기였기 때문에 불황기의 손실이 증폭되었다. STX유럽은 STX다롄 보다는 상대적으로 견실했지만 당초 크루즈선 등 대형여객선 분야의 진출을 통해 기대했던 조선 · 해운업의 다운사이드 극복에 크게 기여를 하지 못했다.

이러한 상황에서 STX그룹의 대응전략은 선제적 구조조정 및 경영효율화가 아닌 비관련다각화를 통해 조선 · 해운에 편중된 수익원천의 다원화였다. STX그룹의 핵심역량과 무관한 해외 자원개발에 투자하기 시작했다. 또한 풍력 · 태양광 등 신재생에너지사업에 뛰어 들었다. 또한 대형 인수합병 매물이 나올 때 마다 인수전에 참여하였다. 2008년 이전에는 수직계열화 구조와 연관성이 높은 회사에 대한 인수를 추진하였으나 2008년 이후부터는 수직계열화보다는 사업다각화 차원에서 대한통운(2008), 대우건설(2010), 하이닉스 인수전(2011) 등에 참여했다. 자금부족으로 인수에 실패하거나 인수의사를 철회했지만 유동성을 확보해야 하는 상황에서도 인수합병을 통한 사업확장의 경영기조는 그룹 해체의 순간까지 계속되었다.

3) 조선업은 계약-착공-기공-진수-인도의 다섯 단계마다 선박건조대금을 수령하는데 Heavy-tail방식은 인도시점에 수령하는 금액이 대략 60%에 달하는 지급방식이다.

6. 5단계 : 유동성위기와 STX그룹의 해체(2012~2014)

STX계열사중 제일 먼저 유동성위기를 겪은 회사는 STX건설이었다. 2011년 4월경 일부 국내건설업체들의 부도와 함께 STX건설의 프로젝트파이낸스 보증액 6,108억원 중 66%의 만기가 1년 이내에 도래하는 상황에서 부도설이 돌기 시작했다. 수직계열구조의 시너지를 강조하는 STX그룹 입장에서는 진화에 나설 수 없었다. 강덕수 회장 개인은 물론 일부 계열사마저 동원되어 STX건설에 유동성을 공급하여 위기를 넘겼다.[4] 그러나 이는 STX그룹 해체를 알리는 서막에 불과했다.

호황기에 수령한 선수금을 내부유보하여 본 목적인 운전자본으로 사용하지 않고 회수기간이 불분명한 장기 시설투자 및 인수합병 용도로 활용한 STX조선해양과 STX엔진은 유동성위기에 봉착하게 되었다. 이에 STX그룹은 주채권은행인 산업은행에 지원을 요청하게 되었고 2012년 5월 '부채비율, 수익성, 재무안정성, 현금흐름 등에 관한 경영개선계획 이행실적에 대한 주기적 보고 및 점검'을 골자로 하는 재무구조개선약정을 맺었다. 2.5조원대의 자산매각을 약속하였고 이 안에는 상대적으로 가치평가에서 양호한 STX에너지, STX OSV, STX팬오션의 지분 매각이 포함되어 있었다. 이 결정으로 STX그룹으로서는 사실상 조선·해운업의 수직적 통합을 포기한 셈이었으며 산업은행이 2012년에 만기가 도래하는 2,700억원의 회사채 차환을 지원하여 주요 계열사의 부도는 겨우 면할 수 있었다.

2012년 5월 산업은행과 맺은 재무구조개선약정 체결 이후 2012년 12월 STX조선해양의 구주 2,199,360주와 STX에너지 신주 2,900,640주를 매각하고 ㈜STX가 보유하고 있던 STX에너지 지분을 대상으로 한 교환사채(Exchangeable Bond)를 발행하여 일본 사모펀드 오릭스로부터 3,600억 원을 수령했다. 그리고 2012년 12월에 STX OSV 지분 전량을 크루즈선분야 라이벌인 이태리의 핀칸티에리(Fincantieri)에 7,680억원에 매각하였다. 그러나 2013년 초부터 추진했던 STX중공업 상장후 지분 25% 매각, STX팬오션 매각 등은 모두 실패하게 된다. 그리고 2013년 만기가 도래하는 1.22조원의 그룹 회사채에 대한 상환여력 상실로 4월 STX조선해양의 채권단 자율협약 신청을 시작으로 STX계열사는 하나 둘씩 채권단의 관리를 받게 되었다. ㈜STX의 2014년 1월 자율협약 체결을 끝으로 STX 계열사들은 회생계획 인가 또는 자율협약 체결이 모두 완료되어 2000년대에 가장 주목받던 신생그룹 STX는 사실상 해체되었고 강덕수 회장의 조선·해운 수직계열화 실험은 끝나게 되었다.

4) 강덕수 회장이 126억원, STX팬오션이 265억원, STX에너지가 1,435억원을 투자하여 STX건설이 보유중이던 투자자산 및 신규 발행한 기업어음(CP)을 인수했다.

Ⅲ. STX그룹의 주요 전략에 대한 분석

1. STX그룹의 주요 전략적 이슈

STX그룹은 창업이후 공격적인 성장전략을 구사하면서 창업 10년만에 재계 13위 그룹으로 급부상했으나 성공을 지속할 수 있는 전략을 가지고 있지 못 했다. 기업전략(corporate strategy)은 기업전체의 장기적 방향을 설정하고 자원을 효율적으로 배분하는 전사적 전략을 의미한다. 경쟁전략(competitive strategy)은 특정 사업분야에서 경쟁기업에 비해 경쟁우위에 서기 위한 전략으로서 원가우위전략과 차별화전략으로 대별할 수 있다. STX그룹의 성공과 실패를 가져온 중요한 전략적 이슈를 다음과 같이 네 개로 나누어 토의할 것이다.

첫째 STX그룹의 장기적 방향을 설정하는 그룹차원의 기업전략을 분석할 것이다. 둘째 STX그룹의 핵심사업분야인 조선 · 해운분야에서 경쟁력을 확보하기 위한 경쟁전략을 분석할 것이다. STX그룹의 성장에는 수직계열화가 핵심적인 전략수단이었다. 셋째 STX그룹의 수직계열화의 효과를 조선분야와 해운분야로 나누어 분석할 것이다. 넷째 STX그룹의 공격적인 성장을 뒷받침했던 재무전략과 그룹의 실패를 초래한 자금운용방식의 취약점을 분석할 것이다.

2. STX그룹의 기업전략

STX그룹은 구체적인 매출 목표의 제시를 통한 성장에 초점을 맞추었다. 2004년 STX팬오션 인수 후 비전선포식에서 2010년 그룹매출 10조원을 '비전 2010'으로 제시하였다. 2004년에 5조원의 매출을 달성하고 2005년에 6.5조원의 매출을 달성하면서 자신감을 얻은 STX그룹은 2005년 경영진 워크샵에서 '비전 2010'의 달성시기를 2008년으로 앞당기는 것을 선언하였다. 2006년에는 '수정 비전 2010'을 제시하고 매출목표를 15조원으로 상향시켰다.

2007년 11.8조원의 기대이상의 매출실적을 올리면서 '비전 2010'의 목표를 조기달성하는 성과를 거두었다. 2007년 경영진 워크샵에서 '2차 수정 비전 2010'을 제시하고 STX그룹의 매출목표를 20조원으로 원래보다 2배로 증액하는 자신감을 보였다. 2008년에는 19조원의 매출실적을 올리면서 '수정 비전 2010'도 조기달성하였다.

STX그룹은 조선 · 해운업의 호황이 지속되었던 2008년 까지 매출목표를 조기 달성하며 외형적으로 빠르게 성장하였다. 글로벌 금융위기 이후 찾아온 조선 · 해운업의 불황기에도 이러한 외형적 성장을 강조하는 기업전략의 방향은 수정되지 않았다. 2011

년에 발표한 ‘비전 2020’에서는 매출목표를 120조원으로 높혀 잡았으며 수익성 제고보다 양적 성장을 지속적으로 강조하였다.

STX그룹은 인재경영을 강조하였다. 인재를 중시하였던 강덕수 회장은 지속적으로 인재의 영입을 추진하였다. STX그룹의 인재채용은 해마다 꾸준히 증가하였다. 2004년 하반기 고유가 및 환율 등의 이유로 경영여건이 좋지 못해 다른 기업들은 채용을 줄이고 인원감축을 할 때 오히려 채용을 늘렸다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 조선업이 불황기에 접어 들었는데 인재채용은 지속되었다. 이에 따라 변호사, 회계사, MBA, 어학특기자 등의 우수 인재들이 STX그룹에 모이기 시작하였고 그 때마다 STX는 당초 계획한 모집인원을 초과하여 인재를 채용하였다. 그룹 출범시 800여명이었던 직원수는 2009년 4만명을 넘었다(이임광, 2009).

글로벌 금융위기가 본격화된 2009년 이후에는 대부분의 회사들이 비상경영을 이유로 채용에 소극적일 때 기존 임직원의 임금 삭감 및 신입사원 초봉 20%를 삭감하면서도 채용수준을 증가시켰다. 이에 따라 2009년 한국능률협회컨설팅에서 비전 매력도, 인재관리 매력도, 기업문화 매력도, 전반적인 매력도를 기준으로 실시한 ‘2009 한국에서 가장 일하고 싶은 기업’ 조사에서 취업하고 싶은 그룹 4위에 오르는 등 젊은 인재들에게 인기 높은 회사가 되었다.

2010년에 STX그룹의 인재채용은 정점을 찍는데, 신입사원 1,400명, 경력사원 400명, 해외 채용 300명, 인턴 600명 등 총 2,900명을 채용했다. 이와 같은 공격적인 채용 이유에 대해 강덕수 회장은 다음과 같이 말했다.

‘글로벌 경영을 지향하는 STX에게 인재는 그 무엇과도 바꿀 수 없는 소중한 자산이며, 요즘 같은 때야말로 좋은 인재를 더 많이 뽑을 수 있는 기회이다. 기업은 항상 1조원의 이익보다 1만 명의 고용이 더욱 의미가 있다는 생각을 갖고, 고용창출에 노력하는 모습을 보여야 한다.’

불황기에 우수한 인재를 확보해서 미래 신규사업 추진 및 해외신시장 개척에 적극 활용한다는 복선이 깔려있었다. 실제 STX그룹은 2008년 글로벌 금융위기 이후에도 다양한 신규사업을 공격적으로 추진하였고 그때마다 그룹이념인 ‘창의와 도전’이 강조되었다. 강덕수회장의 인재경영의 철학은 삼성그룹 창업자인 이병철 회장의 인재제일주의와 맥을 같이 한다. 비록 STX그룹은 실패했지만 강덕수 회장의 인재존중의 경영철학은 높게 평가 받아야 한다.

강덕수 회장은 2004년 STX팬오션 인수 당시 STX팬오션이 보유하고 있던 글로벌 네트워크(21개 지사)를 더욱 확장할 것을 경영전략 회의에서 강조하였고 과거 대우그룹 김우중 회장의 ‘세계경영’과 유사한 논리를 펼치기 시작했다. 또한 STX그룹 해외매출 비중을 지속적으로 증가시키기 위해 각국 정상급 정부인사들과 회동을 하여 투자에

대한 양해각서(MOU)를 체결하는 등 해외진출을 위해 1년 중 절반을 해외출장에 할애하였다. 실제로 그룹 매출의 약 90%는 해외에서 실현하였다.

STX그룹은 조선 · 해운 수직계열화 구축이 완료된 그룹의 초기에는 수직계열화 구조의 시너지를 극대화하기 위해 노력했다. 그러나 조선 · 해운업이 호황의 정점을 지난 시기에는 해외사업 확장의 일환으로 그룹의 핵심역량과 무관한 자원개발 사업을 본격적으로 시작한다. 그리고 기존의 STX그룹전체의 자원을 활용하여 '토탈 솔루션'을 제공한다는 막연한 비전을 제시하기 시작한다.[5] 또한 STX그룹은 그린비즈 혹은 신재생에너지를 추가하여 조선 전업도를 낮추고 종합중공업 그룹으로 재편하기 위한 구상이 눈에 띈다. 그러나 이 역시 자원개발과 마찬가지로 그룹의 핵심역량이 없는 분야였다. 핵심역량이 존재하지 않는 부분에 진출하여 시너지를 창출하라는 것은 승산이 희박한 전략이다. 경기의 쇠퇴기에 자금이 부족한 상황에서 구조조정을 통해 효율화를 추구해야 하는데 오히려 비관련 다각화를 추진하면서 위기를 극복할 기회를 잃고 그룹의 해체를 앞당기게 되었다.

3. STX그룹의 경쟁전략

국내의 선종별 포트폴리오 추이를 보면 유치산업 단계였던 1970~1980년대에는 어선이나 벌크선 등 저부가가치 선박의 비중이 높았으나 1990년 전후로 탱커선 그리고 2000년대에 들어서는 LNG선, 석유제품운반선 등 고부가가치 선박위주의 포트폴리오로 이동해 갔다. 또한 1990년 후반 이후로는 내수 보다는 수출용으로 건조되어 본격적으로 조선강국으로서의 위치를 다지게 되었다. 수출에 있어서도 원가우위전략이 유효한 벌크선, 탱커선은 점차 중국 등에 자리를 내주고 있고 LNG선 등 고부가가치 선박의 수출비중은 높아지고 있다(홍성인, 2008).

STX그룹의 경쟁전략의 기본 방향은 고부가가치화이었다. STX의 사명이 최고의 기술력을 갖추어 고부가가치 제품을 생산한다는 것을 의미하고 있다. 제품의 고부가가치화는 조선 · 해운업 중심의 STX그룹에게는 장기적인 생존의 문제와 직결되었다.

창업당시 법정관리를 갓 졸업한 기업들로 구성되었던 계열사들이 그룹출범후 단기간에 세계적 기술력을 갖추었다고 보기는 어렵다. 그리고 조선관련 계열사에서 진출하고자 했던 드릴쉽, FSU, FPSO 등의 해양플랜트, LNG선등의 고부가가치 상선은 기술적 진입장벽이 높고 발주처에서 건조경험을 매우 중시하는 경향이 있기 때문에 이를 위해

5) STX그룹은 국내는 물론, 전 세계 어느 지역에서도 해운, 조선, 엔진, 발전설비, 에너지, 자원개발 및 건설에 이르기까지 다양한 사업 분야에서의 토탈 솔루션 제공이 가능한 개발형 사업(Developing Biz)을 구현한다고 제시하였다.

서는 장기적인 기술개발이 요구되었다.

STX유럽의 인수는 고부가가치 전략을 강화할 수 있는 호기였다. 조선·해운업의 호황기인 2007년에 시작되었던 STX유럽의 인수를 마무리한 시점은 2008년 9월로서 조선·해운업의 불황기가 시작된 시점이었다. STX그룹은 세계적인 기술력을 갖춘 STX유럽의 인수로 포트폴리오를 다각화하고 STX그룹의 계열사들과 시너지를 창출하고자 하였으나 조선·해운업의 불황이 심화되면서 이러한 계획은 이루어지지 못 했다. 재무적인 위기가 높아지면서 자금조달을 위해 STX유럽의 핵심사업인 OSV부문을 매각할 수 밖에 없어서 고부가가치화에 차질이 생기게 되었다.

STX조선해양의 진해조선소는 고부가가치 대형선박을 생산하고 STX다롄은 원가우위를 갖추어 저가의 일반상선을 생산하는 것으로 분담하였다. 저가 선박의 경우 어차피 중국과 경쟁해야 된다면 낮은 인건비를 활용하여 중국에서 직접 생산하자는 발상이 STX다롄이었다. 유치산업 단계에 있어서 중국정부의 자국 조선소에 대한 지원이 계속되는 가운데 STX다롄이 중국 조선소와 장기적으로 원가경쟁을 한다는 것은 승산이 낮아 보인다.

STX그룹의 경쟁전략의 결과를 요약하면 STX그룹은 국내 Big 3 조선사들처럼 고부가가치화라는 비전을 갖고 있었으나 STX다롄을 건설하면서 막대한 자금이 투입되어 유동성위기의 원인이 되었고 고부가가치화와 원가우위라는 두 마리 토끼를 쫓다가 둘 다 놓치게 되었다고 할 수 있다.

4. 수직적 통합의 효과에 대한 분석

STX그룹은 2001년 출범이래 조선·해운·에너지·플랜트의 4대 사업 영역을 바탕으로 10년만에 재계 13위까지 급성장하였고 창립자인 강덕수 회장은 샐러리맨의 신화, M&A의 귀재 등의 별명을 얻었다. STX그룹의 인수합병전략은 수직적 통합을 특징으로 하고 있다. STX그룹은 한국에서 계열사간 내부매출비중이 가장 높은 기업집단이었고 2008년 글로벌 금융위기로 촉발된 세계적 불황에서 상호의존도가 높은 계열사들의 동반부실화가 되기 쉬운 구조였다.

선박용 디젤엔진은 높은 진입장벽이 존재하여 주문생산에 의해 약 8개월 정도가 소요되는 고부가가가치 조선 부품이다. 선박용 중형 디젤엔진시장에 있어서 독점적 지위를 누렸던 쌍용중공업(STX엔진)은 1990년대에 현대중공업, 두산엔진 및 일본 업체의 시장 진입으로 인해 70%대의 시장점유율이 40%대까지 떨어지게 되었다. 이러한 상황에서 STX조선해양의 인수는 선박용 엔진의 개발에 역량을 집중할 수 있는 좋은 기회였다.

선박용 엔진의 매출의 불확실성이 감소하자 2004년부터 2010년까지 STX엔진과 STX엔파코는 선박용 디젤엔진 및 관련 기자재 중에서 세계 점유율 1등 상품을 매년 추가하는 등 조선업 전용 설비투자 및 제품개발이 이어졌다. 또한 연구개발도 활발히 추진되면서 선박관련 다수의 특허를 취득하는 성과를 거두었다.

조선업은 기본적으로 선주의 요구에 맞는 사양이 갖춰진 선박을 건조하는 주문생산 방식을 취하기 때문에 자산특유 투자가 필요한 것이 일반적이다. 조선업의 전 · 후방 업체 간에 있어서 특정 기자재는 자산특수성이 있고 거래에 있어서 불확실성이 존재하며 과점적 구조가 유지되고 있어서 거래비용이론상 수직적 통합의 타당성이 있는 것으로 보인다(장세진, 2016, 321-325). 그 결과 조선부문에서는 어느 정도 시너지효과가 있었고 유동성위기 이후에도 채권단이 조선부문의 구조를 그대로 유지하는데 동의한 것도 수직적 통합의 성과가 있었기 때문인 것으로 볼 수 있다.

그러나 사업방향이 다른 조선과 해운의 수직적 통합은 기대했던 성과를 이루지 못하였다. STX팬오션은 벌크화물에 특화된 해운사인 반면 STX조선해양은 탱커와 컨테이너선에 주력하는 조선소였다. STX팬오션 인수 이후 2007년까지 오히려 STX조선해양의 벌크선 매출비중이 감소하는 것이 관찰되는데 이는 STX조선해양은 국내 조선업의 추세에 맞추어 고부가가치 선박 위주로 사업구조를 재편하고 있었기 때문인 것으로 보인다. STX조선해양은 차별화된 고부가가치 선박의 건조에 주력하였는데 STX팬오션은 저부가가치 선박을 운영하는 해운사로서 수직적 통합의 시너지가 창출되지 못 하였다. 법정관리 신청 후 채권단은 STX팬오션과 STX조선부문의 분리를 택한 것이 STX팬오션과 STX조선해양의 시너지가 별로 없다는 것을 반영한 것이라 할 수 있다.

세계 최대 해운사인 덴마크의 머스크(Maersk)는 조선 · 해운업의 수직계열화를 일찍이 구현했다. 해운사였던 머스크가 유럽이 세계의 조선기지였던 시절에 조선소를 신설해서 유럽이 조선업의 경쟁력을 빼앗기기 전까지 오랫동안 세계 정상의 자리를 지켰다. 머스크의 경우는 해운회사가 조선회사를 후방통합한 수직적 통합이고 STX는 조선회사가 해운회사를 전방통합했다는 점에서 대비된다. 머스크의 경우처럼 조선소와 해운사의 사업방향이 같은 경우 시너지가 존재한다고 할 수 있다.

2008년 전반까지 조선 및 해운의 호황기에 수직적 통합은 STX의 성장을 이끌었지만 글로벌 금융위기가 본격화되었던 2009년부터 STX그룹의 성장은 정체되기 시작하였고 무리한 인수합병의 추진과 재무구조의 취약성으로 인한 그룹부실이 표면으로 드러나게 되었다. 2012년 12월 성장동력의 한 축으로 활약하였던 해운사 STX팬오션의 매각계획 공표와 함께 2013년 봄부터 STX그룹의 주력 계열사들이 하나 둘씩 채권단의 손에 넘어가게 되었고 STX그룹은 사실상 해체수순을 밟게 되었다.

대체로 국내 조선관련 계열사는 요구되는 구조조정강도가 상대적으로 덜한 채권자

주도의 자율협약이 진행되고 있는 반면 비조선관련 계열사 및 해외 사업장은 법원 주도의 법정관리가 진행되고 있는 것은 조선관련 계열사가 비조선관련 계열사에 비해 상대적으로 재무구조가 양호했기 때문인 것으로 보인다.

2013년부터 STX계열사의 구조조정을 위한 회계법인의 실사가 이루어 졌으며 주요 계열사에 대한 계속기업가치, 청산가치 및 두 가치의 비율 등은 〈표 3〉과 같다.[6]

〈표 3〉 2013년도 STX그룹 주요 계열사의 가치평가 (단위 억원)

계열사	계속기업가치	청산가치	청산가치초과액	계속/청산가치	실사회계법인
STX팬오션	13,900	6,800	7,100	204%	한영회계법인
STX조선해양	22,000	12,000	10,000	183%	안진회계법인
STX엔진	8,718	5,614	3,104	155%	안진회계법인
STX중공업	7,227	5,221	2,006	138%	한영회계법인
(주)STX	11,200	9,900	1,300	113%	삼일회계법인
합계	63,045	39,535	23,510	159%	

출처 : 서민우(2013), 이명용(2013), 박성필(2013), 이영기(2013), 한국경제TV(2013)

STX그룹의 지주회사인 ㈜STX, 주요 계열사인 STX팬오션, STX조선해양, STX엔진, STX중공업 모두 계속기업가치가 청산가치를 상회하여 청산보다는 채권단 지원으로 회생의 기회가 주어진 것은 다행한 일이다. 계속기업가치의 합계는 6.3조원으로 청산가치의 합계인 4조원에 비해 1.6배 높게 나타났다.

계속기업가치로 보면 STX조선해양이 2.2조원으로 가장 높고 STX팬오션이 1.4조원으로 두 번째로 높으며 ㈜STX는 1.1조원으로 세 번째이며 STX엔진, STX중공업의 계속기업가치는 7~8천억대로 낮게 나타났다. 청산자산가치 대비 계속기업가치의 비율을 보면 STX팬오션이 204%로 가장 높고 STX조선해양, STX엔진, STX중공업 순이며 지주회사인 ㈜STX가 113%로 가장 낮게 나타났다.

5. STX그룹의 재무전략 및 자금운용의 취약점

CFO출신으로 재무에 밝았던 강덕수회장의 기본적인 인수합병을 위한 재무전략은 선수금, 매출채권 유동화 등을 동원하여 인수한 후에 시설 및 R&D 투자로 턴어라운드

6) 계속기업가치는 기업의 경영활동이 미래에 계속된다는 가정하에서 구한 기업의 가치이다. 청산가치는 기업이 경영활동을 중단하고 청산할 경우 회수가능한 가치이다.

를 만들고 일부 지분매각을 통해 1~2년내의 단기간에 인수자금을 회수해서 다시 신규 투자를 추진하는 것이었다. 조선 · 해운업이 호황일 때는 상장이 용이하여 선순환 고리가 형성되었고 고도성장을 유지할 수 있었다. STX그룹이 인수한 주요 계열사인 STX조선해양, STX팬오션, STX유럽, 직접 투자해서 신설한 STX다롄의 인수 및 투자를 위한 자금조달 및 회수 현황을 정리하면 〈표 4〉와 같다.

〈표 4〉 STX그룹의 인수합병을 위한 자금조달 및 회수 현황

	인수자/인수일	인수/투자자금	인수재원	자금회수
STX조선해양	STX 2001년 10월 24일	1000억원 (지분율: 98%)	선수금 196억원 매출채권 ABS 770억원	상장 전 일반 매출 1,096억원 (2003.05-06) 상장(KOSPI) 후 710억원 (2003.10)
STX팬오션	STX조선해양, STX엔진 2004년 11월 08일	4,152억원 (지분율: 67%)	선수금등 내부자금 조선해양 2,133억원, 엔진 334억원	상장(SGX) 후 3,870억원 (2005.07) 상장(KOSPI) 후 5,901억원 (2007.09)
STX유럽	STX조선해양, STX엔진 2007년 10월 28일 ~2009년 2월 9일	1.7조원 (지분율: 100%)	선수금등 내부자금 1.42조원 잔액은 재무적투자자 유치	OSV(해양, 특수선)부분 분할하여 7,860억원 회수 (2012.12)
STX다롄	STX조선해양, STX엔진 2007년 3월 착공~ 2008년 12월 준공	1.95조 원 (지분율: 100%)	선수금 등 내부자금 7.310억원 중국 현지 은행차입 5,200억원	2012년 STX다롄 계열사를 한데 묶은 지주사 설립에는 성공하나 기업공개는 이뤄지지 못함

출처 : 좌동욱(2004), 박성태(2005), 김경민(2007), 연합뉴스(20010), 양준영(2003), 송대섭(2007), 천금주(2009), 연합인포맥스(2012), 진상현(2008)

하지만 이러한 선순환 고리가 단절되면 운전자본 충당을 위하여 부족한 자금을 차입해야 한다. STX유럽처럼 재상장 시기가 늦춰지거나 STX다롄처럼 자금회수 여부가 불확실해지면 차입으로 인한 급격한 재무구조의 악화를 초래하게 된다. 수직적 통합으로 위험이 분산되지 않고 집중되어 있는 STX그룹은 동반부실화의 위험이 큰 구조였다.

STX다롄, STX유럽에 투자한 자금을 상장을 통해 회수할 수 없게 되었고 조선업 침체기가 본격화되면서 조선분야에서 저가수주로 인해 영업활동을 통해 이익을 내는 것이 어려워지고 결국 이자비용조차 지불하기 어렵게 되었다. 문제는 뒤늦게 STX다롄, STX유럽을 매각하려고 해도 조선업의 침체로 인해 인수희망자가 나타나지 않는다는 점이다. STX그룹은 STX다롄 등 계열사에 대한 지급보증을 통해 자금을 조달했고 지급보증을 떠맡은 STX계열사들의 재무위험을 가속화시켰다.

STX그룹의 주력기업인 STX조선해양의 경우 2008년부터 조선업 침체로 수익성은 저하되고 2010년경으로 예정하였던 STX다롄의 상장 및 자금 회수의 지연으로 차입금이 급속히 증가하게 되었다. 지주회사인 ㈜STX는 조선관련 계열사들의 자금여력이 약해지자 2008년 이후부터 계열사 지원을 위하여 차입에 의존하게 되었고 계열사들의 실적 부진으로 수익성은 악화되고 있었다.

STX그룹의 계열사중 STX에너지는 2012년까지 지속적 흑자를 내고 있는 우량기업이었다. 2012년 심각한 유동성 위기에 빠져 있던 STX그룹은 STX에너지의 구주를 매각하고 전환우선주를 발행하여 일본의 금융회사인 오릭스로부터 3,150억의 자금을 조달했다. STX그룹이 재무적 투자자로 인식했던 오릭스는 전환우선주를 보통주로 전환하여 경영권을 장악하고자 하였다. 이에 STX그룹과 오릭스간에 분쟁이 발생하였고 결국 STX그룹은 STX에너지의 지분 전량을 2,700억원에 오릭스에게 넘기게 되었다. 현금창출 능력이 우수한 STX에너지의 경영권을 상실한 것은 STX그룹의 손실이었다(김범준 외, 2018).

STX그룹의 부채총액, 부채비율 등의 추세는 〈표 5〉와 같다.

〈표 5〉 2004년~ 2012년 STX그룹의 부채총액, 부채비율 추세

회계년도	부채총액 (십억원)	자본총액 (십억원)	부채비율	부채증가율	자본이익율
2004년	2,981	1,158	257%		23.6%
2005년	3,082	1,825	169%	3.4%	19.4%
2006년	3,620	2,258	160%	17.5%	13.1%
2007년	6,865	4,047	170%	89.6%	21.1%
2008년	13,837	6,850	202%	101.6%	14.2%
2009년	14,645	6,256	234%	5.8%	-3.4%
2010년	14,645	7,324	200%	0.0%	4.8%
2011년	16,321	8,000	204%	11.4%	1.8%
2012년	17,649	6,679	264%	8.1%	-21.2%

출처 : 공정거래위원회 홈페이지 기업집단 에스티엑스의 재무현황.

2006년까지는 부채총액은 3조원대였고 부채비율도 160%수준으로 양호한 편이었다. 2007년 부채가 6조원대로 급증했지만 자본의 확충이 수반되어 부채비율은 170%로 유지하였다. 글로벌 금융위기 및 조선업의 불황이 시작된 2008년 부채총액은 13조원대로 급격히 늘었고 부채비율도 200%를 넘어 서게 되면서 재무적 위험수준이 높아졌다. 이후로도 부채는 꾸준히 증가하여 2012년에는 17조원대로 증가하고 부채비율도 264%로 높아졌다. 자본이익율은 2008년 14.2%로 양호한 수준이었으나 2009년 -3.4%로 적자율을 기록하였고 2010년 4.8%로 흑자율로 전환하였으나 2012년 -21.2%로 큰 폭의 적자율을 기록하면서 채권자들의 상환압력이 증가하게 되었다. 2013년 STX

계열사들은 회사의 상황에 따라 자율협약 내지 법정관리로 들어가면서 그룹은 해체 수순을 밟게 되었다.

Ⅳ. 결 론

STX그룹의 창업자인 강덕수회장은 대학졸업후 1973년 쌍용양회에 평사원으로 입사했고 1993년 쌍용중공업으로 옮겼다. 1997년 외환위기로 쌍용그룹은 모기업인 쌍용양회만을 남기고 쌍용중공업 등 주력기업이 모두 그룹에서 분리되었다. 쌍용중공업은 한누리투자증권으로 넘어 갔는데 당시 강덕수 대표이사는 2001년 쌍용중공업을 경영자매수하여 STX로 사명을 바꾸었고 이를 초석으로 삼아 STX그룹의 고속성장의 신화가 시작되었다. 샐러리맨으로 입사하여 말단에서 대표이사에 오르고 오너가 되어 재계 13위의 대그룹을 창건한 강덕수 회장의 극적인 성공 및 실패는 많은 교훈과 시사점을 남겼다.

조선소를 직접 설립해 운영하던 머스크는 상당기간 운영하는 선대와 조선소의 선박이 일치했음을 상기해 볼 필요가 있다. 머스크의 사례처럼 조선과 해운은 수직통합의 효과가 존재할 수 있다. 그러나 STX조선해운의 주력 선종(탱커, 컨테이너선)과 STX팬오션의 주력 운용선(벌크선)간 괴리가 있어서 수직적 통합의 시너지를 구현하지 못 했다.

원가경쟁력 확보를 위해 호황기에 호랑이굴에 들어 간 STX다롄에 대한 대형투자는 불황기가 오자 STX그룹에게 재무적 위기를 가져다 주었다. 고부가가치화를 위한 STX유럽에 대한 투자도 OSV를 제외하고는 수익을 내지 못 하였고 2008년 글로벌 금융위기 이후에 STX그룹의 자금상황을 호전시키지 못 하였다.

STX다롄에서는 원가우위전략, STX유럽에서는 고부가가치화 전략을 동시에 추구한 것은 자원 및 역량이 충분하지 않은 STX그룹에게는 성공하기 어려운 전략이었다. Porter (1980)는 원가우위전략과 차별화전략중 하나만을 선택할 것을 강조한 바 있다. 저부가가치선박부터 고부가가치선박까지 모두 건조할 수 있는 능력을 갖추면 어떤 선주의 니즈도 다 충족시킬 수 있어 수주에 유리할 것처럼 보이지만 실상은 국내 조선업에서 저부가가치 선박은 후발주자인 중국에 넘겨줘야 되는 상황이었다. STX그룹은 고부가가치 선박의 점유율 확대를 위해 지속적인 연구개발비의 지출뿐만 아니라 저부가가치선 점유율의 확대를 위해 막대한 자금을 동원하여 중국내에서 규모의 경제를 실현해야 되는 이중고를 스스로 초래한 셈이다. STX다롄에 투자하지 말고 고부가가치화 전략으로 일관성 있게 나갔다면 STX그룹의 성공가능성은 높아 졌을 것으로 보인다.

STX그룹의 선수금을 이용한 인수합병은 위험도가 높은 자금운용의 방식이다. 무이

자성 부채인 선수금을 통하여 저평가된 기업체를 인수하고 턴어라운드 경영을 통하여 빠르게 자금을 회수하는 방법은 인수한 기업의 가치증가 및 자금회수가 단기에 실현 가능할 때에 유효할 수 있다. 투자했던 자금의 회수가 지연되자 STX그룹의 조선관련 계열사들은 결국 선수금을 받은 선박을 생산하기 위해 차입금에 의존하게 되었고 이로 인해 구조적으로 차입금규모가 증가할 수밖에 없었다. 운용자금에 써야 할 선수금을 투자에 활용하는 STX그룹 특유의 자금운용방식은 결과적으로 STX그룹의 유동성 위기를 초래했다.

2008년 금융위기 이후 불황기에 구조조정을 통해 생존력을 높여야 했으나 STX그룹은 핵심역량이 없는 자원개발, 신재생에너지 분야에 진출하면서 재무적 위기는 가중되었다. 이때 본격적으로 구조조정에 나섰다면 STX그룹은 생존가능성을 높였을 것이다. 이러한 점은 1997년 외환위기 이후에도 구조조정 대신 세계경영을 지속한 대우그룹과 유사한 점이 있다.

강덕수 회장의 조선·해운업 수직계열화 실험은 실패로 끝났지만 거래비용이론의 관점에서 조선업에서 수직계열화의 시너지효과는 존재했고 호황기의 성장에 크게 기여했다. 인수합병을 통한 STX그룹의 수직계열화는 동반부실의 위험이 높은 전략이므로 조선·해운업 침체기를 대비한 위험관리체계를 미리 갖추어야 했다. 승부사인 강덕수 회장은 성장에 매진하면서 위험관리를 소홀히 한 것이 실패의 단초가 되었다.

STX그룹의 실패의 원인중 하나로 창업자의 과신(overconfidence)을 생각해 볼 수 있다. 말단부터 시작한 샐러리맨이 세운 기업집단이 성공신화를 만들어 가면서 강덕수 회장의 과신은 더욱 강화되고 그룹상황이 불리하게 변해도 초기의 성공을 가져다 준 전략방향을 수정하기가 어려웠을 것이다. 2008년 STX유럽 인수 후 '더 이상의 덩치 키우기 식의 입수합병'은 없을 것이라고 선언한지 얼마 안 되어 이듬해부터 다시 대우건설 등 대형매물이 나올 때 마다 인수전에 참여한 것을 보면 과거의 성공전략을 되풀이하는 과신의 덫에 빠진 것으로 볼 수 있다.

삼성, 현대, 대우 등 국내재벌의 사례에서 보듯이 창업자의 영향력은 절대적이다. 말단에서 오너에 오른 강덕수회장은 실무를 누구보다 잘 알고 또한 재무전문가였으므로 주요 투자의사결정에서 창업오너의 뜻이 절대적이었을 것이다. STX그룹의 최대 패착인 다롄조선소에 대한 투자가 진행되면서 사내에서도 우려하는 분위기가 있었으나 강덕수 회장에게 고언을 하기가 어려웠을 것으로 보인다.

STX그룹의 창의와 도전의 문화, 호황기의 수직적 통합의 시너지효과, 인재경영, 스피드경영은 성공기업이 되기 위한 요인으로 시사하는 바가 크다. 강덕수회장의 기업가정신과 인재존중의 철학에서 배울 점이 많이 있다. STX그룹의 성공을 지속하지 못 하게 한 전략적 실패, 위험관리의 부재, 창업자의 과신 등은 미래에 실패하지 않기 위한

교훈을 제시하고 있다. 성공요인과 실패요인은 동전의 양면이라고 할 수 있다.

본 연구는 STX그룹의 성공과 실패의 과정을 주요 사건을 중심으로 기간별로 나누어 분석하고 성공과 실패에 중요한 영향을 미친 전략적 이슈를 세분하여 분석하였다. 본 연구의 결과는 일반화할 수 없는 사례연구의 한계를 벗어 날 수 없다. 미래에 STX그룹의 성공과 실패의 요인, 나아가 기업의 성공과 실패에 대해 더욱 보편적인 설명을 할 수 있는 심도 있는 연구가 이루어지기를 기대한다.

"본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함"

참고문헌

공정거래위원회 기업집단 에스티엑스의 재무현황.

공정거래위원회 기업집단 에스티엑스의 지정현황.

김동운(2009), “STX그룹과 지주회사체제”, 「경영사학」, 24(4), 37-77.

김범준 · 안혜진 · 최종학 · 곽수근(2018), “STX에너지의 경영권 분쟁과 전환상환우선주의 역할”, 「회계저널」, 27(1), 191-222.

박상익 · 서동우 · 하성진(2016), 「한국의 사라진 대기업」, 한국전자도서출판.

박성필(2013.7.23), 「채권단 STX엔진 계속가치 8718억원」. https://moneys.mt.co.kr/news/mwView.php?type=1&no=2013072310558032799&outlink=1

방호진 · 하순목(2018), “신들의 황혼: 20세기 마지막 신화, STX그룹”, 「경영사연구」, 33(3), 73-93.

서민우(2013.8.25), “STX팬오션 기업 존속가치 7100억원 많다”, 「서울경제」, https://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=011&aid=0002382762

윤진섭(2004.9.7.), “STX 범양상선인수 5조원 중견그룹 부상”, 「이데일리」, https://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=018&aid=0000200636.

이명용(2013.7.9.), “STX조선해양 2조2000억원 추가지원”, 「경남신문」, http://www.knnews.co.kr/news/articleView.php?idxno=1078917.

이영기(2013.8.9.), “STX중공업 가치 청산가치보다 2천억 높아”, 「뉴스핌」, http://www.newspim.com/news/view/20130809000702

이임광(2009), 「샐러리맨 신화」, STX 강덕수, 글로세움.

장세진(2016), 「경영전략」, 박영사.

좌동욱(2004.11.8.), “STX 범양상선 인수완료”, 「이데일리」, https://news.naver.com/main/read.nhn?mode=LSD&mid=sec&sid1=101&oid=018&aid=0000220830.

한국경제TV(2013.8.19.), “㈜STX 계속가치가 더 많아”, https://www.wowtv.co.kr/NewsCenter/News/Read?articleId=A201308190396&resource.

홍성인(2008), “한국 조선산업의 글로벌 경쟁과 차별화 전략”, 「KIET 산업경제」, 9, 25-36.
STX(2001~2013), 사업보고서.
STX엔진 2004~2013년 사업보고서.
STX조선해양 2002~2013년 사업보고서.
STX중공업 2007~2013년 사업보고서.
STX팬오션 2007~2013년 사업보고서.
Porter, M.(1980), “Competitive Strategy,” Free Press, New York.
STX Europe 2008~2011 Annual Reports.
Williamson, O.(1985), “The Economic Institutions of Capitalism,” Free Press, New York.

「경영사연구」 제35집 제4호(통권 96호) 2020. 11. 30, pp. 5~30.

The Strategic Analysis of the Success and Failure of STX Group

Ingoo Han* · Hongchul Kim**

Abstract

STX group, which had started in 2001, became the 13th largest business group in Korea within a decade. STX group had declined since 2008 global financial crises and was dismantled in 2014. Chairman Kang started as salaryman and became Owner-manager of the 13th largest business group. He left much lessons and implications for Korean business. Now is the COVID-19 crisis. It is important to understand the reasons and background of the rise and fall of the new rising star in 2000's.

STX group initiated the cost advantage strategy in Dalain, China while STX tried to pursuit the high value-added strategy in Eurpoe. It was difficult for STX with limited resources and capability to chase two rabbits. STX group should not have started STX Dallian. STX group may have been successful if it consistently pursued the high value-added strategy.

STX group utilized the advance payment from clients for M&A investment. This is a risky financial operation. As the recovery of investment became slow, ship building companies of STX group increased the borrowing for operation. The unique financial style utilizing advance payment led to the liquidity crisis of STX group.

The vertical diversification strategy by M&A is risky because the related companies may become bankrupt together during the recession. Chairman Kang focused on the growth and neglected the risk management. It is one of the reasons for STX group to have fallen.

〈Key Words〉 STX, Vertical Integration, M&A, Success Factor, Failure Factor

* Professor, College of Business, KAIST.
** Freelance Consultant.