

경기변동과 그리스 선주의 역발상 전략*

채 희 상**

이 제 호**

.....

이 연구는 반세기 이상 지속적으로 성장한 그리스 선주들의 성공 요인을 분석했다. 이들이 그리스의 열악한 내수시장에도 불구하고 세계 유조선 및 벌크선 시장에서 1위 자리를 달성할 수 있었던 성공 비결 중의 하나는 역발상 전략이다. 역발상 전략이 해운산업에서 생존 및 장기 성장에 중요한 이유는 경기의 변동성이 심하기 때문이다. 그리스 선주들의 역발상 전략의 핵심 요소는 호황기 말에 분위기에 휩쓸리지 않고 선대 확장 투자를 절제하거나 적절한 선박 매매를 통해 유동성을 미리 확보해, 다가올 경기 하강의 충격과 절호의 성장 기회를 선제적으로 준비하는 장기적 안목으로 분석되었다. 그리고 경기순환에 따라 중고선과 신조선의 적절한 믹스를 통한 유연성을 유지하는 것도 또 다른 핵심 요소임을 알 수 있었다. 현재 고통을 겪고 있는 국내 해운사들을 살펴본 결과, 이러한 역발상 전략이 매우 미흡한 것으로 관찰되었다.

주제어: 역발상 전략, 기업성장, 경기변동, 해운산업

.....

I. 서두

전략은 기업 생존의 문제를 다룬다. 기업의 생존은 경기변동에 의해서 큰 영향을 받는다. 실제 많은 기업들이 경기변동 대응에 실패해 도산하는 경우가 많다. 예를 들면 독일의 벨루가(Beluga)는 1998년 창립해 100여 척의 선박을 운항해 왔으나 경기변동 대응에 실패해 2011년 3월 도산했다. 또한 국내 최대 벌크선 업체인 STX팬오션과 2위 업체인 대한해운도 벌크시장의 불황 장기화로 자력 회생이 어렵게 되자 결국 매물로 나

*본 논문은 서울대학교 경영대학 경영연구소 및 국제경영연구센터의 연구비 지원으로 수행되었습니다.

**서울대학교 경영대학 교수

오게 되었다.

이러한 경기변동 대응 실패에 따른 충격은 개별 기업에 위기를 초래할 뿐만 아니라 산업 전체를 몰락시킬 수도 있다. 일본의 DRAM 반도체 산업이 대표적인 예가 될 수 있다. 『요미우리신문』은 최근 엘피다의 경영과탄 기사를 보도하면서 1980년대 세계를 석권했던 일본의 반도체산업이 몰락하게 된 원인을 분석했다. 이 신문은 “반도체는 2~3년 주기로 시황이 크게 변동하는 업종으로 한국의 삼성전자 등은 시황이 악화했을 때 오히려 대규모 투자로 제품 경쟁력을 높였지만, 일본 업체들은 증산에 따른 가격 하락을 피하기 위해 투자를 줄였다.”라고 지적했다. 『요미우리신문』은 이런 상황이 반복되면서 일본 업체는 한국에 추월당했고, 최첨단 제품의 개발도 뒤지는 악순환이 계속됐다고 분석했다(연합뉴스, 2012).

경기변동과 기업 생존은 밀접한 관계에 있음에도 불구하고 전략문헌에서는 경기변동 대응 전략과 관련된 이론적 틀이 매우 미흡하다. 이 글의 목적은 해운산업의 성공 사례와 실패 사례를 비교 분석해 경기변동 대응 전략에 대한 이해도를 높이고, 향후 이론 개발을 위한 기초작업을 마련하는 데 있다. 특히, 2008년 이후 유례 없이 경기변동의 골이 깊었던 해운산업에서 실패한 기업들과 반 세기 이상 지속 성장한 그리스 선주들의 전략을 비교 분석해 시사점을 도출하고자 한다.

투자의 귀재 워렌 버핏(Warren Buffett)은 주식투자에서 역발상 전략의 대가로 잘 알려져 있다. 역발상 전략의 핵심은 주가가 고점에 도달하는 시기에 군중심리에 휩쓸리지 않고 여유자금을 비축해 두었다가 주가가 곤두박질을 치는 저점에서 얼마나 과감하게 매수를 할 수 있는가에 달려 있다. 언뜻 보기에는 초보 투자자도 쉽게 실행할 수 있는 전략으로 보인다. 하지만 많은 초보 투자자들은 고점에서 군중심리에 휩쓸리는 경향이 있고, 주가가 곤두박질치는 시점에서는 투자할 자금이 고갈되거나 심리적 공황 상태에 빠져 절호의 기회를 놓치는 경우가 많다. 이 연구에서는 해운산업의 워렌 버핏과 같은 그리스 선주들의 역발상 전략을 분석하고자 한다. 그리스 선주들의 역발상 전략과 이러한 전략이 발현된 배경을 심층 분석하고, 최근 금융위기 이후 실패한 해운사들은 이들과 무엇이 달랐는지에 대해 살펴본다.

II. 해운산업의 경기변동 특성

해운산업은 경기변동이 심하고 불규칙적인 것으로 알려져 있다. 예를 들면 건화물을 운송하는 벌크선시장의 경우 역사적으로 경기 상승과 하강이 수시로 반복되어 왔다. 시장 참여자들은 이 시장의 변동성이 항상 참여자들을 놀라게 하고, 한치 앞도 내다보기 어렵다고 토로한다(Lloyd's List, 2011b). <표 1>은 1947년부터 2012년까지 벌크선시장의 경기변동을 정리한 것이다. 표에 나타난 바와 같이 경기변동의 규칙성을 찾기가 쉽지 않다. 1970년에는 1년 만에 경기가 상승한 반면, 1988년부터 1997년까지는 10년간 경기가 상승하고 난 후 하강하기 시작했다.

일반적으로 경기변동의 규칙성을 찾기 어려운 이유는 경기변동에 미치는 영향 요인이 다양하고, 경우에 따라서 이 요인들이 복잡하게 얽혀 있기 때문으로 알려져 있다 (Long & Plosser, 1983; Zarnowitz, 1985). 사료에 의하면 1970년 이후 해운사업의 중

<표 1> 벌크선(건화물)의 경기변동, 1947~2012

경기 고점	경기 저점	기간(년)	경기변동
1947	1947	1	상승
1948	1951	4	하강
1952	1953	2	상승
1954	1955	2	하강
1956	1957	2	상승
1958	1969	12	하강
1970	1970	1	상승
1971	1972	2	하강
1973	1974	2	상승
1975	1978	4	하강
1979	1981	3	상승
1982	1987	6	하강
1988	1997	10	상승
1998	2002	5	하강
2003	2007	5	상승
2008	2012	5	하강

출처: Stopford(2009).

요한 의사결정은 선주들 이외에도 다른 이익집단에 의해 큰 영향을 받게 되었다고 한다. 금융산업, 조선업체, 정부 규제기관 등의 영향에 복잡한 이해관계가 형성되었고, 이는 장기적 예측성에 오히려 걸림돌이 되었다고 한다(Theotokas & Harlaftis, 2009).

현재 해운산업에 중대한 영향을 미치는 금융산업이 어떻게 해운산업에 영향을 미치게 되었는지에 대해 역사적 배경을 살펴보자. 선박금융의 유래는 1927년 노르웨이 해운사로부터 시작되었다고 알려져 있다(Jones & Gomopoulos, 2008). 셸(Shell)과의 장기 용선 계약을 맺은 노르웨이 해운사는 이 계약을 담보로 은행으로부터 대출을 받아 신조 투자를 감행했다. 제2차 세계대전 이후 원유 수요가 급증하면서 석유회사들은 유조선 확보가 절실했고, 해운사와 장기 용선 계약을 함으로써 이를 충족했다. 잘 알려진 그리스 선주인 오나시스는 선박금융을 공격적으로 활용해 대규모 선대 확장을 추진했고, 그 결과 가파른 성장을 할 수 있었다.

그러나 선박금융시장의 활성화는 해운사들의 레버리지 비율을 높이는 역할을 했고, 이는 경기변동 시 진폭을 증폭시키는 결과를 초래했다. 예를 들어 선가가 높을 경우 신조 투자를 위한 대출을 받을 수 없다면 해운사의 선대 확장에는 한계가 있을 것이다. 내부에서 조달되는 현금의 범위를 벗어난 무리한 투자가 어렵기 때문에 과잉투자가 일어날 수 없다. 그러나 선박금융이 활성화되면서, 한 해운사가 공격적으로 선대를 확장할 경우 다른 경쟁사들도 이에 대응해 신조에 투자하게 되면 이는 결과적으로 산업 내에 과잉투자를 유발시킨다.

반대로 경기 하강 시 선가가 폭락하면 위험 부담이 증폭되고, 은행은 해운사에 선박대출을 꺼리게 된다. 해운산업에서 흔히 회자되는 말이 있다. “은행은 햇빛이 째짤 내리쬐는 여름에 우산을 주고 첫 비가 내리면 회수한다.” 금융기관들이 유동성을 회수하기 시작하면 선박 거래가 위축되고 자금 조달에 어려움을 겪는 해운사들을 더욱 압박하게 한다. 이 과정에서 부실 해운사들은 자산을 헐값에 매각해야 하는 이중고를 겪게 된다. 최근 이러한 이중고와 관련해 해운산업의 한 관계자는 “선주들이 현재 시황의 부진과 위축된 선박금융으로 발생하는 이중고를 겪고 있다.”라고 말했다(Lloyd’s List, 2012d). 호경기에 과잉 유동성 공급과 불경기 시 유동성 회수는 경기변동의 진폭을 증폭시키는 역할을 하게 되었다.

경기변동의 진폭은 신조가 변동폭을 보면 잘 알 수 있다. 8만5,000톤급 유조선의 경우 1981년 4,000만 달러였던 것이, 불경기였던 1985년에는 2,000만 달러까지 폭락했다.

그리고 1990년 신조가는 다시 4,300만 달러로 상승했고, 유례없는 호황의 절정기였던 2007년에는 7,200만 달러까지 상승했다(Stopford, 2009).

경기변동 예측이 어려운 또 다른 이유는 산업의 과잉 대응 속성에서 비롯된다. 수요와 공급은 일치하는 경우가 별로 없고, 더욱이 지연효과가 발생해 균형 과정을 방해하는 요인으로 작용한다. 수요가 급증하면 해운사가 조선업체에 신규 선박을 주문해 공급을 늘리게 된다. 지연효과가 발생하는 이유는 주문 후 건조 기간까지 약 2년 이상의 시간이 필요하기 때문이다. 그러나 조선업체에 주문이 밀려 있을 경우에는 주문 후 인도까지 3~4년이 걸릴 수도 있다. 이러한 지연효과는 불황기에 해운업체에 치명상을 입힐 수 있다. 수요가 급감해 공급이 과잉으로 전환되더라도 이미 주문한 선박이 계속 쏟아져 나오기 때문에 공급과잉이 더욱 심화될 수 있다.

해운산업의 낮은 진입장벽도 경기변동의 불규칙성에 영향을 미친다. 예를 들어 신흥 개발국 후발 해운업체들의 진입은 경기가 하강하는 시기에 위기를 증폭시키는 역할을 했다고 한다(Theotokas & Harlaftis, 2009).

III. 그리스 선주들의 역발상 전략

그리스 선주들은 자국의 내수시장이 열악함에도 불구하고 세계 해운시장에서 점유율을 지속적으로 확대해 왔다. 그리스 선주들의 시장점유율은 1947년 1% 미만이었으나, 1970년에 12%로 급증했고, 2000년에는 17.4%까지 성장했다(Theotokas & Harlaftis, 2009).

그리스 해운산업은 자국의 약한 내수기반을 극복하기 위해 외국 간 무역으로 생기는 운송 기회를 포착해 성장했다. 1940~60년대 그리스 선주들은 중동의 산유국과 미국 같은 소비시장을 연결시키는 운송 서비스, 즉 유조선시장에 참여함으로써 성장의 기회를 잡았다. 예를 들어, 그리스 선주인 오나시스는 1950년대 말 사우디아라비아의 원유를 미국에 수송하는 기회를 활용해 부를 축적했다. 그리스 선주들은 지속적으로 유조선시장에서 성장해 1974년에 이르러 시장 점유율 17%를 장악하는 최대 유조선 해운업체로 부각되었다. 그들은 건화물 해운시장에서도 막강한 경쟁력을 갖춘 해운사로 부상했다. <표 2>를 보면 2003년 그리스 해운사들의 세계 해운시장 점유율은 건화물선시장에서

〈표 2〉 2003년 상위 20위 해운국가

순위	국가	유조선		건화물선		컨테이너선		기타		총	
		척	Dwt	척	Dwt	척	Dwt	척	Dwt	척	Dwt
1	그리스	780	61,995	1,329	74,967	150	5,089	650	6,687	2,909	148,738
2	일본	768	37,137	855	51,726	215	7,221	837	7,801	2,675	103,886
3	노르웨이	479	33,361	179	11,078	18	534	473	6,430	1,149	51,403
4	미국	417	33,271	114	6,010	83	2,850	376	4,722	990	46,853
5	중국	316	7,501	595	24,868	218	4,718	949	7,828	2,078	44,915
6	독일	196	7,388	157	6,710	830	22,575	887	6,207	2,070	42,880
7	홍콩	137	16,042	225	16,612	36	1,287	117	1,732	515	35,673
8	대한민국	223	8,242	180	13,157	96	2,290	261	1,541	760	25,230
9	대만	42	3,232	174	11,413	191	6,720	109	850	516	22,215
10	영국	159	7,648	77	6,819	124	5,295	246	2,145	606	21,907
11	싱가포르	309	11,662	119	4,981	142	3,044	128	1,113	698	20,800
12	덴마크	149	7,122	22	1,414	130	6,525	226	1,243	527	16,304
13	러시아	386	7,564	116	1,873	32	746	1,109	4,391	1,643	14,574
14	사우디 아라비아	77	11,024	1	2	1	68	16	304	95	11,398
15	이탈리아	227	4,883	54	3,585	12	298	151	2,193	444	10,959
16	인도	113	6,340	100	4,076	3	87	50	254	266	10,757
17	터키	93	1,318	140	5,349	35	384	272	1,731	540	8,782
18	이란	35	5,459	44	2,008	7	179	38	682	124	8,329
19	스위스	36	1,313	32	1,429	89	3,403	74	888	231	7,033
20	말레이시아	94	2,809	58	2,541	36	784	88	531	276	6,664
	기타	2,286	66,099	1,226	51,009	538	13,272	5,523	32,922	9,573	163,302
	총	7,322	341,409	5,797	301,628	2,986	87,369	12,580	92,195	28,685	822,601

주: 표에서는 1,000톤 이상급의 선박을 기준으로 함.

출처: Lloyd's Register Fairplay.

24.9%, 유조선시장에서 18.2%로 확실한 경쟁우위를 확보하고 있음을 보여 준다. 그리스는 이 두 시장에서 모두 세계 1위로 나타났다.

그리스가 제2차 세계대전 이후 해운산업에서 두각을 나타내고, 위상을 높여온 가장 큰 요인 중 하나는 역발상 전략으로 볼 수 있다. 이 사업의 본질은 얼마나 선박을 싸게 구매해서 최소의 비용으로 수익을 극대화할 수 있는가의 여부에 달려 있다. 동시에 경기변동의 충격으로 발생하는 파산의 위기를 어떻게 선제적으로 최소화시킬 수 있는가도 매우 중요하다.

여기서 얼마나 시기 적절하게 선박을 매매할 수 있는가가 핵심이다. 투자 전략의 중요성은 해운산업이 경기변동에 취약하다는 사실로부터 비롯된다. 적절한 시기를 놓칠 경우 투자는 손실로 연결될 수 있고, 심한 경우 해운사는 퇴출 위기에 직면하게 된다.

그리스 선주들의 경기 하강에 대비한 전략은 기민한 선박 매매를 통해 유동성을 미

〈표 3〉 그리스 선주들의 중고선 매매 현황과 수익률

건조 시기	DWT	구매 시기	구매 가격 (백만 달러)	판매 시기	판매 가격 (백만 달러)	수익률 (%)
1976	232,616	1985년 11월	2.6	1986년 3월	5.5	330
1979	56,963	1985년 9월	4.6	1986년 4월	6.8	82
1976	254,819	1986년 7월	6.9	1986년 10월	9.7	164
1975	124,136	1985년 7월	4.8	1985년 10월	6.0	105
1972	254,000	1986년 6월	6.2	1986년 11월	7.5	50
1972	164,545	1987년 9월	6.1	1987년 11월	8.0	187
1972	19,017	1987년 7월	0.5	1990년 11월	2.5	133
1977	53,521	1986년 8월	2.5	1989년 5월	10.8	121
1972	62,535	1987년 9월	4.3	1989년 8월	7.8	42
1971	29,018	1986년 12월	1.1	1989년 9월	4.0	102
1976	23,150	1986년 10월	1.6	1988년 10월	5.5	122
1971	35,306	1986년 9월	0.9	1989년 11월	4.8	132

출처: Theotokas(1997).

리 확보하는 것이다. 불황기의 현금 보유는 해운사의 생존과 직결될 뿐만 아니라 경쟁력 제고의 무기로 활용될 수 있다. 문제는 어떻게 적절한 시기에 현금을 보유하는가다. 기민한 선박 매매를 하기 위해서는 매매 타이밍에 대한 전문성이 필요하다. 이러한 전문성은 오랜 경험과 경기변동을 예지할 수 있는 통찰력으로부터 나온다. 그리스 선주들은 이러한 전문성을 갖춘 것으로 판단된다.

그들의 기민한 매매 전략은 〈표 3〉에 잘 나타나 있다. 자료에 나타난 바와 같이 그리스 선주들은 불황기 말에 저가의 중고선을 구입해, 호황기에 고가로 판매한 것을 알 수 있다. 표에 있는 그리스 선주들의 평균 수익률은 131%이고, 최고 수익률은 330%까지 된다.

그리스 선주들이 전문성을 갖추 수 있게 된 배경은 그들의 경험과 높은 경영 참여도로부터 비롯되는 것 같다. 대부분의 그리스 선주들은 사업에 대한 높은 안목으로 의사 결정에 깊이 참여하는 것으로 알려져 있다(Theotokas & Harlaftis, 2009). 그리스 선주들은 젊은 시절부터 선박 운항에 직접 관여함으로써 경험을 쌓고 가족경영을 통해 ‘집단 지성’을 후대에 전수한다고 한다. 따라서 사업에 대한 이해도가 경쟁사에 비해 탁월하다고 한다. 별다른 경험 없이 인수합병을 통해 이 산업에 진입하는 국내 일부 해운사

와는 분명 큰 차이가 있을 것이다.

해운산업이 경기 저점에 도달하면 많은 해운사들은 호황기에 투자된 선박에 대한 이자 비용을 감당하느라 신규 투자 여력이 고갈된다. 반면 그리스 선주들은 기민한 선박 매매를 통해 확보한 현금을 이 시기에 신규 선박에 투자하는 역발상 전략을 구사하는 것으로 잘 알려져 있다. 1980년대 초반 해운산업의 불황기에 그리스 선주들의 역발상 전략이 잘 드러난 기록이 있다. 그리스 선주인 파파크리스티디스(Papachristidis)는 그들의 역발상 전략을 다음과 같이 기술했다. “그리스 선주들은 운임과 중고선 가격이 몇 년 후 오를 것을 예측해 은행에 현금을 묻어두는 것보다 정박 중인 선박에 투자하는 것이 낫다고 믿었다”(Theotokas & Harlaftis, 2009). 이러한 전략은 경기변동에 효과적으로 대처하는 전략으로 볼 수 있는데, 그리스의 많은 선주들은 1981년 이후 이러한 전략을 적용해 사업의 규모를 확장할 수 있었다고 한다(Theotokas & Harlaftis, 2009).

해운산업 전문가들은 선박의 가격이 저점을 형성하는 불황기에 선박을 구매하는 것이 좋은 전략이라고 이구동성으로 지적한다. 이것이 바로 역발상 전략의 핵심이다. 문제는 기회의 창이 열려 있는 시기에 역발상 전략을 실제로 실행에 옮길 수 있는가다. 전술한 바와 같이 금융회사는 이 시기에 대출을 꺼려한다. 따라서 관건은 이 시기에 여유자금이 얼마나 비축되어 있는가다. 2008년 금융위기 이후 해운산업은 유례없는 불황을 겪고 있고, 선박의 가격은 폭락해 대부분의 해운사들은 여유자금이 없어 역발상 전략을 실행에 옮길 수 없는 것이 현실이다.

2012년 현재, 이러한 역발상 전략을 실행에 옮기는 몇 안 되는 기업이 있는데, 그 중에 하나가 바로 그리스 선주인 코스타마레(Costamare)다(New York Times, 2012). 코스타마레는 1974년에 코스티스 콘스탄타코폴로스(Costis V. Constantakopoulos) 선장에 의해 설립되었다. 그 당시 다른 그리스 선주들의 전략을 벤치마킹해 27년 된 작은 중고선을 구입해 사업을 시작했다. 그는 용선 계약을 통해 사업 위험을 축소시켰고, 선박을 효율적으로 운용해 핵심역량을 구축했다. 코스타마레의 역발상 전략이 실패하던 시기는 경기 하강기였던 1982년에서 1984년이었다. 이 시기에 이 회사는 8척의 선박을 거의 잔존가치에 사들여 사업을 확장했다. 이러한 투자 결정은 위험을 최소화하는 범위 내에서 이루어졌다. 예를 들면, 재무구조가 악화된 헬레닉 라인스(Hellenic Lines)의 선박들을 인수하고, 이 회사의 선원들을 고용해 정기선시장에 진입했다. 코스타마레는 정기선사가 아닌 정기선사와 용선 계약을 하는 형태로 시장에 진입해 위험을 최소화했다. 경

기가 상승하기 시작하던 1988년 말에 이 회사는 보유 선박의 일부를 판매해 상당한 수익을 챙겼다. 컨테이너선사로 자리매김을 하던 시기에 코스타마레는 노후화된 선박을 팔고, 건조한 재무상태를 레버리지해 신조선을 건조하거나 연수가 적은 중고선을 매입하기 시작했다. 신조 발주는 정기선사의 용선 계약 체결과 연계해 진행했다. 이러한 역발상 전략을 통해 코스타마레는 60척의 신규 선박을 보유한 대형 컨테이너선사로 부상했다.

코스타마레의 역발상 전략은 최근 경기변동에서도 잘 드러나 있다. 로이드 인텔리전스(Lloyd's Intelligence)의 자료를 분석한 결과, 많은 해운사들이 호황기 말이었던 2006년과 2007년에 신규 선박에 과잉 투자를 했고, 해운업황이 극심하게 부진해진 2008년 이후에 신조 투자로부터 발생한 차입금에 대한 이자 비용 때문에 어려움을 겪고 있다. 반면에, 코스타마레는 호황기 말에 선대 확장을 전혀 하지 않은 것으로 나타났다. 자료 분석의 의하면 코스타마레의 경우 이 기간에 추가된 선박이 없는 것으로 나타났다. 이들의 역발상 전략이 진면목을 드러낸 것은 불황기에 접어든 2010년 3분기였다. 코스타마레는 이미 확보된 여유자금을 활용해 신조선 주문을 시작했다. 코스타마레의 CFO인 그레고리 지코스(Gregory Zikos)는 “현재 많은 컨테이너선사들이 자금 압박으로 시달리고 있고, 이는 낮은 가격에 선대 확충을 할 수 있는 기회를 제공한다.”라고 말했다(Lloyd's List, 2013c).

그리스 선주들의 역발상 전략에서 빼놓을 수 없는 또 한 가지 포인트는 중고선과 신조선의 적절한 배합이다. 전술한 바와 같이 이 사업의 본질은 최소의 비용으로 선박을 구매해 수익 극대화 가능성을 높이고, 동시에 파산 위험을 선제적으로 줄이는 것이다. 그리스 선주들은 호황기 말에는 되도록 선박 구매를 자제한다. 꼭 필요한 경우에는 중고선 매입을 통해 고정비용을 최소화하고 선박 수명을 연장한다. 왜냐하면 이 시기에는 신조가가 급등하고, 고정비 상승에 따른 위험 부담이 증가하기 때문이다. 이와 동시에 건조 기간이 길어지기 때문에 현금을 벌어들일 수 있는 기회가 상실된다. 이 경우에 중고선을 믹스하는 것이 위험 부담을 완충시키는 역할을 한다. 반면 경기 하강 기간에는 신조가는 하락하고, 따라서 고정비도 하락한다. 이와 더불어 건조 기간도 단축되는 이 점이 있다. 이는 신조선 발주의 유리한 조건을 제공해 장기투자의 기회가 창출된다. 그리스 선주들은 이러한 전략을 잘 활용하는 것으로 판단된다.

역발상 전략 이외에 그리스 선주들의 성공 전략은 차별화 전략과 비용우위 전략으로

나눌 수 있다. 먼저 차별화 전략을 보면, 그리스 선주들은 혁신적인 배를 경쟁사보다 먼저 수용했다. 예를 들어, 오나시스와 니아코스는 선박 운용 비용을 절감하기 위해 유조선시장에서 수퍼 탱커를 처음 도입했다(Theotokas & Harlaftis, 2009). 일반적으로 선주들은 크고 빠른 유조선을 선호하고, 따라서 이 산업에서의 혁신은 이 선호도에 의해 영향을 받았다(Perunovic & Vidic-Perunovic, 2012). 특히 규모가 큰 선박을 경쟁사보다 먼저 수용한 해운사들의 차별적 경쟁우위 구축 가능성은 경험적으로 검증되었다(Greve, 2009). 그리스 선주들의 차별화 전략은 혁신적인 경영방식의 수용 및 실행에서도 나타난다. 전술한 바와 같이 장기 용선 계약을 담보로 금융기관으로부터 대출을 받아 선박을 공격적으로 구매하는 새로운 사업모델도 그리스 선주들에 의해 시작되었다. 1950년대 중반, 많은 그리스 선주들이 이 방식을 채택했다고 한다(Jones & Gomopoulos, 2008).

그리스 선주들은 선박 운용비용의 절감에도 매우 적극적이었다. 운항 선박의 해외이적(flagging-out)을 통해 운용비용을 절감하는 사업방안도 고안했다. 그리스 국기를 달고 운항할 경우 그리스 정부의 규제로부터 자유로울 수 없다. 예를 들어 일정 수준의 그리스 선원을 고용해야 한다. 그러나 그리스 선원들은 제3국 선원 대비 높은 임금과 복지 비용을 지불해야 하는 단점이 있다. 반면에, 조세 피난처로 해외이적을 한 해운사는 이러한 높은 비용을 줄일 수 있을 뿐만 아니라 세금 감면 혜택도 누릴 수 있다. 따라서 그리스 선사들은 선박의 해외이적을 통해 이러한 규제로부터 유연성을 확보했다. 1981년에는 그리스 선박들 중 77.8%가 그리스 국기를 달았으나 1987년에는 44.2%로 대폭 감소했다. 이후 이러한 비용 절감 전략은 해운산업에 광범위하게 퍼졌다. 세계 10대 선사의 운항 선박 해외이적 비중은 1970년대 19.4%에서 2000년 77%로 대폭 증가했다(Theotokas & Harlaftis, 2009).

IV. 실패 사례

해운산업에서 실패하는 기업들의 보편적인 이유는 경기변동에 효과적으로 대응하지 못하기 때문이다. 실패한 기업들은 호황기 말에 분위기에 휩쓸려 과잉 투자를 하고, 불황기에는 실적 부진과 자금 조달의 어려움으로 성장의 기회를 포착하지 못한다. 뿐만

아니라 심한 경우 퇴출 절차를 밟게 된다. 스톱포드(Stopford, 1990)는 해운산업에서 수요와 공급의 균형이 잘 유지되지 못하는 이유를 장기 추세 예측의 어려움보다는 해운사들의 과도한 단기적 성향 때문으로 보았다. 그는 “기업이 불황기에 생존할 수 있는가는 호황기에 무엇을 했는가에 달려 있다.”라고 했다(Lloyd’s List, 2012f). 일본에서 ‘경영의 신’으로 불리는 이나모리 가즈오 회장은 “수주가 늘고 매출이 확대돼 회사가 발전하는 시기야말로 합리화를 도모하고 고수익의 기업체질을 갖출 수 있는 천재일우의 기회”라고 했다. 그리고 그는 “하지만 대부분의 경영자는 이런 호황기에 불필요하게 경비를 낭비하고 과도한 설비 투자를 하는 등 방만한 경영에 빠지게 된다.”라고 말했다(최인환, 2012: 52).

국내 해운업체들은 경기변동에 대한 대응 전략이 매우 미흡한 것으로 판단된다. 2008년 금융위기 이후 많은 국내 해운업체들은 침체의 늪에서 벗어나지 못하고 있으며, 한계에 다다른 하위권 해운사의 퇴출과 인수합병이 현재 진행되고 있다. 한 해운업계 관계자는 “운용자금은커녕 이자비용도 내지 못하는 해운사가 속출하고 있다”며 “채권단인 은행이 대손상각비가 높아지는 것을 우려해 구조조정을 진행하지 못하는 실정”이라고 밝혔다(더벨, 2013).

국내 벌크선시장에서 1위업체인 STX팬오션의 경우를 살펴보자. 2011년 3분기에 STX팬오션은 약 3,500만 달러의 적자를 기록했고, 2012년 3분기에는 약 8,800만 달러의 적자를 기록했다. 『로이드 리스트(Lloyd’s List)』의 보도에 의하면 2012년 12월 현재 STX팬오션은 40척의 신규 선박을 주문한 것으로 나타났다(Lloyd’s List, 2012e). 이러한 대규모 선박 발주는 투자 부담을 초래했다. 2012년 9월 말 기준 STX팬오션의 총차입금은 4조 1,600억 원이고, 선박투자 규모는 약 23억 8,500만 달러다. 앞으로 집행이 예정된 투자금액만 14억 3,900만 달러에 달한다(한국경제, 2012).

STX팬오션의 재무구조 악화는 업황 부진에 미리 대비하지 못한 과잉투자에서 비롯되었다고 볼 수 있다. 로이드 인텔리전스의 선박 증가 자료를 분석한 결과 이 점이 어느 정도 명확해진다. 호황기 말이었던 2007년 이후부터 2012년까지 STX팬오션에서 순수하게 증가된 선박 수는 16척이었고, 주문 후 취소된 선박 수는 18척이었다. 주문을 취소하더라도 이미 지급된 선수금을 회수할 수 없기 때문에 기업의 자금은 고갈될 수밖에 없다. 호황기 말에 주문한 선박은 가격이 비싸기 때문에 재무구조 악화에 기여했을 것으로 추정된다. 반면 그리스 선주들은 엄청난 호황을 누리던 2006년과 2007년에 이

리한 분위기에 휩쓸리지 않았다고 한다(Lloyd's List, 2012c). 이러한 버블에 본능적으로 대응할 수 있는 질적 역량이 그리스 해운산업 성공의 핵심으로 간주된다. 전술한 바와 같이 코스타마레는 이 기간에 선박을 추가하지 않고 유동성을 관리한 것으로 분석되었다.

해운업황이 극심하게 부진해진 2012년 STX팬오션은 신조 투자로부터 발생한 차입금에 대한 이자 비용을 감당하기 어렵게 되어 결국 매물로 나오게 되었다. STX 관계자는 “조선과 해운 사업 모두 글로벌 경기가 살아야 회복될 수 있는데 경기 회복이 불투명해지며 더 이상 버틸 수 있는 유동성이 부족해져 결국 STX팬오션 매각에 나서게 됐다.”라고 말했다(한국경제매거진, 2012). 이러한 점에서 업황이 부진해지기 이전에 축적한 여유자금을 가지고 최근에 낮은 가격에 선대 확충의 기회를 포착하고 있는 그리스 선주 코스타마레와 극명하게 대비가 된다(New York Times, 2012).

60년 이상의 해운사업 경험을 보유하고, 현재 국내 1위 해운사인 한진해운조차도 실적 부진과 이자 비용 조달로 고전하고 있기는 마찬가지다. 현재 재무 상태로 볼 때, 역발상 전략을 고려할 수 있는 상황은 아닌 것으로 판단된다. 600%가 넘는 부채비율을 기록하면서 열악한 재무구조 상태가 계속되고 있다. 이에 따라 한진해운은 주채권은행과 재무구조 개선 약정을 맺어 구조조정을 진행하고 있다.

이미 주문된 많은 신조선들이 해운산업에 투입될 예정인데, 이는 운임과 중고선 가격 하락을 더욱 압박할 것이고, 결과적으로 노후선 해체를 촉진시킬 것으로 클락슨(Clarkson)은 예측했다. 해운업계의 한 관계자는 “배로 나르는 화물량은 한정돼 있는데 최근 몇 년 동안 발주한 선박이 올해까지 많이 쏟아져나와 공급과잉이 심화될 것으로 보인다”며, “미국과 중국 경제가 나아진다고 해도 그 속도가 더딜 가능성도 있다.”라고 말했다(매일방송, 2013). 실제로 2012년에는 사상 최대의 선박 건조 물량을 기록했고(Lloyd's List, 2012f), 노후선 해체는 전년 대비 36%씩이나 증가되었다(Lloyd's List, 2013a). 그럼에도 불구하고 2013년에는 신규 선박 공급이 수요 증가를 앞지른 것으로 예측되어 어려운 국내 해운사들의 전망을 여전히 불투명하게 하고 있다. 최근 대한해운 인수 기회에 대해 한진해운은 참여를 꺼리는 분위기다. 한진해운 관계자는 “해외경기가 어려울 것이란 전망이고, 당분간은 긴축 경영 기조를 유지할 수밖에 없는 만큼 입찰 참가는 힘들 것이다.”라고 말했다(중앙일보, 2013).

2008년 금융위기 이후 실패 사례는 해운사에만 국한되는 것은 아니다. 선박금융을

담당하는 많은 금융업체들도 호황기에 과잉대출로 인해 발생한 부실로 어려움을 겪고 있다. “그리스가 무분별하고 방만한 국가재정을 운영했다고 비판해 온 독일이 자국 금융사들의 무분별했던 선박금융 관련 부실에 대해 눈감고 있는 사실은 아이러니다.”라고 『뉴욕타임즈』는 지적했다(New York Times, 2012). 독일의 10대 은행들은 980억 유로를 해운산업에 대출했는데, 이 규모는 2012년 기준으로 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 포르투갈, 스페인 등 국가들의 국채에 잠겨 있는 액수의 두 배가 넘는다고 한다.

선박금융산업에서 구체적 실패 사례를 살펴보자. 세계 최대 선박금융사인 HSH 노드뱅크(HSH Nordbank)는 부실의 골이 깊어지자 2008~09년 독일 정부의 구제금융을 지원받게 되었다. 지원 조건으로 이 금융사는 2011년 190억 유로였던 선박금융 포트폴리오를 2014년까지 150억 유로로 감축시키기로 했다(Lloyd's List, 2012a). HSH 노드뱅크는 독일 해운산업이 구조조정을 통해 현존하는 해운사들 중 10% 미만만 궁극적으로 사업 활동을 영위할 수 있을 것으로 예측했다(Lloyd's List, 2011a). 이는 독일의 선박금융 업체들의 부실이 더 늘어난다는 것으로 해석될 수 있다.

독일의 2위 은행이면서 동시에 선박금융에서 세계 3대 금융업체인 코메르츠은행(Commerzbank)도 2008년 금융위기 이전에 선박금융 분야 과잉 대출로 인해 부실을 키웠다. 이 은행의 선박금융 자금 규모는 약 280억 달러로 알려져 있다(Bloomberg, 2012). 이 은행도 2008~09년에 독일 정부의 구제금융을 지원받게 되었다. 이 은행은 2012년 1분기에도 약 2.1억 유로를 악성 부채로 처리해 대손상각했는데, 이 중 1.8억 유로가 선박금융 및 상용 부동산 대출에서 발생했다고 한다. 결국, 2012년 6월 코메르츠은행은 선박금융 사업에서 철수하기로 결정했다.

유럽의 많은 금융사들이 유럽 재정위기로 선박금융에서 한 발 물러서게 됨에 따라 “유동성 고갈로 어려움을 겪고 있는 해운산업에 중국의 은행들이 물고를 터주기를 해운업 관계자들은 기대하고 있다”고 한다(Lloyd's List, 2013b). 어떤 산업전문가들은 그동안 유럽에 집중되었던 선박금융이 점진적으로 중국으로 이동할 것이라는 조심스런 전망을 한다. 중국 정부에서는 대도시에 신조 건조를 지원하기 위한 금융허브를 구축하고 있다. 하지만 현재로서는 중국이 선박금융의 중심 축으로 부상하기에는 여러 가지 제약이 있는 것으로 전문가들은 지적한다.

V. 역발상 전략의 핵심 요소

성공/실패 사례의 비교분석을 통해 그리스 선주들이 지속적으로 성장할 수 있었던 핵심 포인트는 경기변동에 효과적으로 대응하는 역발상 전략임을 알 수 있었다. 이 장에서는 역발상 전략을 좀 더 체계적으로 정리하고자 한다. 이 전략의 핵심 요소는 크게 세 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 호경기 말 분위기에 휩쓸리지 않고 과잉투자를 절제하는 것이다. 투자가 이미 집행된 경우에는 현금을 확보할 수 있는 기회를 마련해 경기 하강에 미리 대비하는 것이 중요하다. 해운업황이 부진해질 경우 신조 투자로부터 발생한 차입금에 대한 이자 비용을 감당하는 것이 생존의 관건이 될 수 있기 때문이다. 현금을 확보하는 한 가지 방법은 경기가 하강하기 전에 건조 중인 선박의 일부를 인도 시기 이전에 매각하는 것이다. 실제로 그리스 선주들은 이런 방식으로 신조선 일부를 매매해 선제적으로 여유자금을 확보한다. 이러한 여유자금은 이자 비용을 감당하는 것 이외에도 선가 폭락 시 낮은 가격에 선대 확충의 기회를 제공한다.

두 번째 핵심 요소는 중고선과 신조선의 적절한 배합을 통해 유연성을 확보해 경기변동의 충격을 완화하는 것이다. 전략적 유연성을 논의하기에 앞서 중고선과 신조선 구매 및 활용의 장점과 단점을 비교해 보자.

먼저 신조선의 장단점을 검토해 보자. 신조선을 통한 선대 확충의 장점은 중고선 대비 기술적 우위를 확보하고 그에 따른 유지비용 절감에 있다. 그러나 신조선은 고위험을 부담해야 하는 단점이 있다. 첫째, 높은 고정비용이 발생하기 때문에 장기간 이자 비용을 감당해야 한다. 둘째, 발주 이후 인도 시기까지 긴 시간 차로 불확실성이 발생한다. 인도 시점에서 경기가 갑자기 하강할 경우 선가 및 운임이 폭락하고, 선박 건조로부터 발생한 금융 부담이 치명적인 위기로 돌변할 수 있다. 스톱포드(Stopford, 2009)는 “선박 구입 시 고정비용이 높은 경우, 운임이 급락하면 사업 활동으로 발생한 이자 및 기타 금융비용을 감당하기 어렵게 되고, 결과적으로 자산 동결의 위험에 노출된다.”라고 지적했다. 셋째, 발주 시기와 인도 시기의 긴 시간차로 인해 현금을 벌 수 있는 기회 손실도 발생한다.

중고선을 통한 선대 확충의 장점은 고정비용 최소화와 이에 따른 초기 투자 부담 경

감에 있다. 중고선을 잔존가치보다 조금 높은 수준에 구매했을 경우, 고정비용이 최소화되고, 이는 특히 경기가 하강하는 시기에 효과적이다. 예를 들어 운임비용이 폭락할 경우, 선박 운용비용이 운임으로 벌어들이는 수익보다 높을 수 있는데, 구입가가 낮기 때문에 이런 경우 폐선 처리를 해도 손해가 크지 않다. 만약 중고선 운용을 통해 충분한 현금을 회수했다면 손해가 없을 수도 있다. 중고선 확충 전략의 또 다른 장점은 발주 시기와 인도 시기의 시간 차로 발생하는 불확실성이 없다는 점이다. 중고선의 경우 선박 구매와 동시에 사업에 투입할 수 있기 때문에 경기 상승기의 절호의 기회를 포착해 수익을 벌어들일 수 있다. 즉, 기회손실을 최소화할 수 있다. 그러나 중고선 활용의 단점이 없는 것은 아니다. 가장 큰 단점은 중고선의 기술적 낙후성과 그에 따른 높은 유지비용이다.

중고선과 신조선을 어떻게 효과적으로 활용할 것인가는 고정비용과 변동비용을 시간에 따라 어떻게 관리할 것인가의 문제로 요약될 수 있다. 결국 타이밍의 문제다. 신조가가 급등하는 시기에 건조 기간 지연 및 고정비 상승은 위험 부담을 높인다. 신조선 위주로 선박 포트폴리오 전략을 수립할 경우, 전술한 치명적 위기가 발생하면 해운사이에 고스란히 노출된다. 선박 포트폴리오의 일부를 중고선으로 확충할 경우, 이러한 치명적인 위기 상황에 선제적으로 대응할 수 있다. 호황기에 운임이 높은 기간 동안 신속한 선대 확충을 통해 현금 흐름을 높여 여유자금 확보에도 기여한다.

반면 경기 하강 기간에는 신조가 하락으로 인해 선대 확충 관련 고정비도 하락하게 된다. 이와 더불어 건조 기간도 단축되어 신조선 발주의 유리한 조건을 제공한다. 그러나 이 시기에는 차입이 어려워지기 때문에 현금을 보유한 업체만이 기회를 포착할 수 있다. 이 시기에 현금 보유는 역발상 전략이 효과를 보기 위한 선결 조건이다.

경기변동의 충격을 완화하는 세 번째 핵심 요소는 장기 운송 계약의 비중을 일정 부분 유지하는 것이다. 이러한 계약은 경기 방어적 효과를 가져온다. 이러한 효과는 경기변동이 심한 DRAM 반도체산업에서도 관찰되었다(이제호, 2013). 이 산업에서는 2007년 이후 공급과잉으로 인해 제품 가격이 폭락했다. 2008년 금융위기 후폭풍으로 공급과잉이 심화되면서 삼성전자의 경쟁사들은 생존을 위협하는 적자로 시달렸고, 일부는 견디지 못해 파산했다. 그러나 삼성전자는 2008년 4분기 및 2009년 1분기를 제외하고는 흑자 기초를 유지했다. 삼성전자가 경쟁사 대비 균계일학의 성과를 유지할 수 있었던 것은 경기변동의 충격을 완충시키는 제품군을 30~40% 확보한 것이 경기 방어적 효

과를 발휘했기 때문으로 분석되었다. 해운산업의 경우 경기 방어적 효과가 유효하기 위해서는 초우량 에너지회사와 같은 건조한 재무구조를 갖춘 고객과 장기 운송 계약을 맺는 것이 중요하다. 왜냐하면 계약을 체결한 업체가 파산하면 그 부담을 해운사가 떠안게 될 수 있기 때문이다. 이는 거래상대방 위험(counterparty risk)이라 불리는데, 이 위험까지 세심하게 미리 고려하는 것이 장기 전략 수립에서 성공의 열쇠가 된다.

VI. 결론

이 연구는 반세기 이상 지속적으로 성장한 그리스 선주들의 성공 요인에 대해 분석했다. 그리스의 열악한 내수시장에도 불구하고 세계 유조선 및 벌크선시장에서 1위 자리를 달성할 수 있었던 성공의 비결 중에 하나는 역발상 전략임이 밝혀졌다.

역발상 전략이 해운산업에서 생존 및 장기 성장에 중요한 이유는 경기의 변동성이 심하기 때문이다. 경기변동에 효과적으로 대응해 왔던 그리스 선주들의 역발상 전략을 분석해 본 결과, 호황기 말에 분위기에 휩쓸리지 않고 선대 확장 투자를 절제하거나 적절히 선박 매매를 통해 유동성을 미리 확보해, 다가올 경기 하강의 충격과 절호의 성장 기회를 선제적으로 준비하는 장기적 안목을 볼 수 있었다. 이는 주식투자의 귀재 워렌 버핏의 장기투자 전략과도 맥을 같이 한다. 그리고 경기순환에 따라 중고선과 신조선의 적절한 믹스를 통한 유연성을 유지하는 것도 그들의 대응 전략의 일부임을 알 수 있었다.

반면, 현재 고통을 겪고 있는 국내 해운사들을 살펴본 결과, 호황기 말 선박에 과잉 투자를 감행했고, 경기변동에 유연하게 대응하는 전략적 기민성을 관찰하기 어려웠다. 경기변동이 이 산업에 일반적인 특성임을 감안할 때 업계에서 같은 실수를 반복하는 점은 참으로 안타까운 일이다. 따라서 왜 이런 실수가 이 산업에서 반복되는지에 대한 체계적 연구가 향후 중요한 연구과제가 될 수 있을 것이다. 테오토크스와 할라프티스(Theotokas & Harlaftis, 2009)는 해운산업에서는 단기적 성향을 절제하고 장기적 경쟁우위 확보를 추구하는 경우는 일반적으로 관찰하기 쉽지 않다고 주장했다. 장기적 경쟁우위를 확보하는 것이 기업의 흥망성쇠에 매우 중요함에도 불구하고, 왜 이런 단기적 성향이 지배적으로 나타나는지를 분석한다면 해운업계에서 이와 같은 실수가 반복되는

원인을 파악할 수 있는 실마리를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

이 연구의 이론적 시사점은 다음과 같다. 경기변동에 대한 대응 전략은 기업의 생존에 매우 중요한 요소로 판단된다. 이는 해운산업에 국한되는 것만은 아닌 것으로 생각된다. 예를 들면 반도체산업, 건설산업, 석유화학산업 등에서도 경기주기가 뚜렷하게 나타나는 것으로 알려져 있다. 하지만 기존 전략문헌에는 이러한 경기변동 대응 전략에 대한 연구가 매우 미흡하다. 향후 경기변동에 따른 성과에 대한 연구를 다양한 산업에 확대하는 것이 필요할 것 같다. 이들 산업과 해운산업 대응 전략의 공통점을 분석해 일반화하고, 여러 산업에 적용될 수 있는 이론적 틀을 구축하는 것이 중요한 향후 연구과제라고 판단된다. 지브라(Gibrat) 이후 경제학에서는 기업성장 주제와 관련해 반세기 이상 연구가 진행되었다(Nelson & Winter, 1982; Sutton, 1997). 그러나 경기변동 요인을 기업 성장과 접목시킨 이론 개발은 미미한 것 같다. 이 요인을 반영해 체계적인 기업 성장 이론을 개발할 수 있다면 이론적으로나 실무적으로 큰 결실을 맺을 것으로 생각된다.

그리스 선주들의 역발상 전략에 대한 분석은 국내 해운산업에 의미 있는 실무적 시사점을 제시할 수 있을 것으로 생각된다. 2008년 금융위기 이후 국내 해운사들이 어려움을 겪고 있는 근본적인 이유는 이러한 역발상 전략에 대한 사고틀의 부재에 기인하는 것 같다. 2012년 현재 대한민국은 세계 7위 무역 강국으로 부상했다. 이러한 내수기반을 바탕으로 국내 해운산업도 세계적인 경쟁력을 갖출 수 있는 기초 여건이 조성되었다. 이 연구에서 정리된 역발상 전략을 벤치마킹한다면 향후 해운산업의 국제 경쟁력을 제고하는 데 큰 도움이 될 것으로 판단된다.

해운산업의 국제 경쟁력 확보는 가치사슬의 후방산업인 조선 및 철강산업에도 유의미한 파급효과를 초래한다. 조선산업과 철강산업은 지난 10년간 중국의 맹렬한 추격의 대상이 되어 왔다. 이 연구의 결과는 국내 해운사 및 관련 가치사슬에 속한 기업들이 어떻게 국제경쟁력을 확보할 것인가에 대한 기본적 틀을 제시할 수 있을 것으로 생각된다.

참고문헌

더벨, 위기의 해운업계 2013년 판도는?, 『더벨』, 2013. 1. 3.

- 매일방송, 집중관찰: 한진해운. 매일방송, 2013. 1. 14.
- 연합뉴스, 日, 엘피다 도산에 충격? ‘한국에 패배’, 『연합뉴스』, 2012. 2. 28.
- 이제호, 『진화경제학의 재발견 - 사회과학 명저 재발견 4』, 서울: 서울대학교출판문화원, 2013.
- 중앙일보, 대한해운 어디로 - CJ, SK, 외국계 물밑 5파전, 『중앙일보』. 2013. 1. 15.
- 최인환, 『일본기업 재발견』, 서울: 중앙경제평론사, 2012.
- 한국경제, STX, 10조 차입부담 - 불가피한 선택, 『한국경제』, 2012. 12. 12.
- 한국경제매거진, 강덕수 STX 회장 특단 조치 왜? 팬오션 매각 협상 - 사업 재편 나서, 『한국경제매거진』, 2012. 12. 21.
- Bloomberg, Commerzbank U-Turn on ship finance shows crisis escalation fears, *Bloomberg*, January 27, 2012.
- Greve, H., Bigger and safer: the diffusion of competitive advantage, *Strategic Management Journal*, 30, pp. 1-23, 2009.
- Jones, G. & Gomopoulos P., *Aristotle Onassis and the Greek shipping industry*, Boston: Harvard Business Publishing, 2008.
- Lloyd's List, Financing woes continue to dog German owners, *Lloyd's List*, December 22, 2011, 2011a.
- Lloyd's List, A year of extremes for dry bulk market, *Lloyd's List*, December 22, 2011, 2011b.
- Lloyd's List, Lenders shy away from shipping loans, *Lloyd's List*, February 23, 2012, 2012a.
- Lloyd's List, Appetite for acquisitions despite market turmoil, *Lloyd's List*, October, 11, 2012, 2012b.
- Lloyd's List, Competitive Greeks show their mettle, *Lloyd's List*, October 11, 2012, 2012c.
- Lloyd's List, German shipowners front new rescue call, *Lloyd's List*, November 23, 2012, 2012d.
- Lloyd's List, STX confirms talks to sell Pan Ocean, *Lloyd's List*, December, 12, 2012, 2012e.

- Lloyd's List, Forced sales, limited finance and oversupply face shipping in 2013, *Lloyd's List*, December 20, 2012, 2012f.
- Lloyd's List, Shipbreakers make bullish start to new year, *Lloyd's List*, January 7, 2013, 2013a.
- Lloyd's List, China faces a long march to become a top ship financier, *Lloyd's List*, January 8, 2013, 2013b.
- Lloyd's List, Costamare buys post-panamax as earnings beat expectations, *Lloyd's List*, January 24, 2013, 2013c.
- Long, J. B. & Plosser, C. I., Real business cycles, *Journal of Political Economy*, 1, pp. 39-69, 1983.
- Nelson, R. R. & Winter, S. G., *An evolutionary theory of economic change*, Cambridge, Mass: The Belknap Press of Harvard University Press, 1982.
- New York Times, Global shipping industry's troubles are threat for biggest German banks, *The New York Times*, December 4, 2012.
- Perunovic, Z. & Vidic-Perunovic, J., Environmental regulation and innovation dynamics in the oil tanker industry, *California Management Review*, 55(1), pp. 130-148, 2012.
- Stopford, M., Challenges and pitfalls of maritime forecasting in corporate environment, In S. P. Stradenes, A. S. Svendsen and T. Wegerland (eds.), *Shipping strategies and bulk shipping in the 1990s. Proceedings from the international shipping seminar, Bergen 6-8 August 1989*. Bergen: Center for International Business, 1990.
- Stopford, M., *Maritime Economics*, London: Rutledge, 2009.
- Sutton, J., Gibrat's Legacy, *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 40-59, 1997.
- Theotokas, I., *Organizational and managerial patterns of Greek-owned shipping companies, 1969-1990 (Doctoral dissertation)*, University of Piraeus, 1997.
- Theotokas, I. & Harlaftis, G., *Leadership in World Shipping: Greek Family Firms in International Business*, London: Palgrave Macmillan, 2009.
- Zarnowitz, V., Recent work on business cycles in historical perspective: a review of theories and evidence, *Journal of Economic Literature*, 23, pp. 523-580, 1985.

Business Cycles and Greek Ship-owners' Contrarian Strategy

Chai, Dominic Heesang*

Lee, Jeho*

We examine the success factors of Greek ship-owners who enjoyed sustained growth over a half century. Greece became number one in both the dry bulk and tanker markets despite its weak domestic demand for shipping services. We find that their success lies in the adoption of a contrarian strategy. It involves building a cushion against shocks from a market downturn by obtaining liquidity in advance through selling their vessels. It also includes maintaining strategic flexibility by building a balanced portfolio of new and used vessels. We observe that unlike those Greek ship-owners, many Korean maritime shipping firms, which currently suffer from the economic downturn after the 2008 financial crisis, have not implemented the contrarian strategy.

Keywords: Strategy, Business Cycles, Firm Growth, Shipping Industry

*Professor of Graduate School of Business, Seoul National University