

「더 크게」에서 「더 가치 있게」로 - 저성장 시대, 성장의 질을 묻다

김성제 수석연구원, 경영연구센터 (sungjekim@posri.re.kr)

목차

1. 매출 중심 경영은 기본적으로 '확장의 철학'
2. '확장의 철학'에서 '선택의 철학'으로
3. '크게 하는 경영'에서 '잘하는 경영'으로
4. 무엇이 달라져야 하는가
5. 종합 : 경영의 핵심 질문이 바뀌고 있다

Executive Summary

- 저성장/공급과잉 환경에서는 '더 많이 생산하고 판매하는' 기존 외형 성장 방식의 유효성이 약화
 - 제조업은 '생산 확대 → 원가 절감 → 가격경쟁력 향상 → 시장점유율 확대'라는 규모의 경제를 기반으로 성장해 왔으나, 이는 지속적인 시장 성장을 전제로 한 방식
 - 저성장 환경에서는 매출 확대를 위해 가격/마진을 희생하거나 CAPEX/운전자본 부담이 증가하면서, 외형 성장이 기업가치 증가로 이어지지 않는 상황 발생
- 이에 경영의 중심도 '확장의 철학'에서 한정된 자원을 가치 있는 기회에 집중하는 '선택과 자원 배분의 철학'으로 전환
 - 신규 투자와 사업 확대뿐 아니라 저수익 사업의 축소/철수, 자본 회수와 재배분까지 주요 경영 의사결정으로 부상
 - 외형 성장 자체를 부정하기보다 경제성을 기준으로 성장 기회를 선별하고, 투입된 돈의 비용보다 더 많은 수익을 낼 수 있는 영역에 자원을 집중하는 것이 필요
- 경영관리 관점도 '매출 → Margin → ROIC → FCF → Value'로 확장하여 외형뿐 아니라 '성장의 질'을 함께 관리할 필요
 - 높은 마진을 창출하더라도 막대한 자본투자가 수반된다면 실질적인 가치 창출은 제한될 수 있어, 투입자본 대비 수익성과 성장의 효율성을 함께 고려할 필요
 - 결국 외형과 수익성을 넘어 투입자본 대비 지속적인 현금창출력까지 경영관리의 범위를 확장하는 것이 중요
- 경영진의 역할도 '사업 확대자'에서 '자본 배분자'로 확장하고, 조직의 의사결정 기준 역시 규모에서 경제성 중심으로 전환 필요
 - 사업의 확대/축소를 자본효율 관점에서 판단하고, 한정된 자본을 장기적으로 높은 수익이 기대되는 영역에 집중
 - 단, 자본효율 경영은 단순한 투자/R&D 축소가 아니라 '경제성 낮은 성장은 지양하되, 자본비용을 상회하는 성장은 적극 추진'하는 선택의 문제로 접근할 필요
- 저성장/공급과잉 시대에는 '더 크게'보다 '더 가치 있게' 성장해야 하며, 한정된 자본으로 지속 가능한 가치를 창출하는 것이 경영의 핵심

1. 매출 중심 경영은 기본적으로 '확장의 철학'

- 전통적으로 기업의 성장은 더 많이 생산하고, 더 많이 판매하며, 더 많은 시장을 확보하는 것으로 정의되어 왔음
 - 특히 제조업에서는 생산 규모 확대가 원가 절감과 가격 경쟁력 향상으로 이어지는 규모의 경제가 핵심 성장 논리로 작동
 - '생산 확대 → 고정비 분산/원가 절감 → 가격 경쟁력 상승 → 시장점유율 확대 → 추가 생산 확대'의 선순환 구조를 형성
 - 이에 따라 공장 증설, 생산량 확대, 수출 증가, 해외 진출 등이 자연스럽게 좋은 전략으로 인식
 - 철강 등 장치산업에서는 생산량(톤수), 매출액, 글로벌 생산순위 등이 기업 경쟁력과 성장성을 나타내는 대표 지표로 자리매김
 - 경영의 핵심 질문 역시 얼마나 더 생산하고 판매할 것인가에 집중
- 그러나 이러한 성장 방식에서는 시장이 지속 성장하고, 확대되는 공급을 추가 수요가 지속 흡수한다는 전제가 존재
 - 시장 수요가 지속 증가하는 환경에서는 생산 및 판매 확대가 규모의 경제를 통해 다시 경쟁력 향상으로 연결
 - 반면 저성장/공급과잉 시장에서는 판매 확대를 위해 가격 및 마진을 희생하거나 추가 CAPEX와 운전자본을 투입해야 하는 상황이 증가
- 따라서 저성장/공급과잉 시장에서는 과거의 '더 많이 팔수록 더 좋아진다'는 성장 공식이 더 이상 보편적으로 성립하기 어려움

2. '확장의 철학'에서 '선택의 철학'으로

- 수요 성장이 둔화되고 공급과잉이 구조화된 산업에서는 매출 기회 자체보다 그 매출을 얻기 위해 투입해야 하는 자본과 기대수익을 함께 판단해야 함
 - 예를 들어 1조원의 신규 매출 기회가 있더라도 낮은 가격을 제시해야 하고,

대규모 CAPEX가 필요하며, 운전자본 부담이 크고 차별화 가능성도 낮다면 해당 매출 기회를 포기하는 것이 오히려 경제적으로 합리적인 선택일 수 있음

□ 이에 따라 경영의 본질도 사업 확대에서 자원배분(Resource Allocation)의 문제로 변화

- '무엇을 더 할 것인가' 뿐 아니라 '무엇을 하지 않을 것인가'에 대한 고민이 중요
- 한정된 자본/인력/경영자원을 어떤 고객, 제품, 사업, 지역에 투입하고 어디에서 회수할 것인가가 핵심 의사결정 사안으로 부상

□ 결국 저성장 시대의 경영은 '가능한 모든 기회를 잡는 경영'에서 '가치 있는 기회를 선별하는 경영'으로 전환

- 성장을 부정하는 것이 아니라 자본비용을 충분히 상회하는 성장에 자원을 집중하는 것
- 즉, 확대나 축소냐의 문제가 아니라 어떠한 성장을 선택할 것인가의 문제로 귀결

3. '크게 하는 경영'에서 '잘하는 경영'으로

□ 기업의 성과를 바라보는 관점 역시 '규모/수익성' 중심에서 '자본효율/현금창출/기업가치'까지 확대할 필요

- 경영관리 지표는 매출 성장 → 수익성(영업이익률) → 자본효율성(ROIC) → 현금창출력(FCF) → 기업가치(Value)까지 연계하여 성과를 바라볼 필요가 있음

- 매출 중심 : 얼마나 많이 판매했는가?
- 수익성 중심(영업이익률) : 판매를 통해 얼마나 남겼는가?
- 자본효율성 중심(ROIC) : 그 이익을 얻기 위해 얼마나 많은 자본을 투입했는가?

* ROIC(Return on Invested Capital, 투자자본수익률) : 세후영업이익 ÷ 투자자본 x 100

- 현금창출력 중심(FCF) : 투자까지 감안한 후 실제 회사에 얼마나 많은 현금이 남았는가?

* FCF(Free Cash Flow, 잉여현금흐름) : 영업활동현금흐름 - CAPEX(자본적 지출)

- 기업가치 중심(Value) : 이러한 현금창출력을 장기간 유지/성장시킬 수 있는가?

* 기업가치(Enterprise value) : 미래 FCF를 WACC(가중평균자본비용)으로 할인한 현재가치의 합

□ 경영관리 지표 관점이 확장될수록 단순한 외형 성장보다 성장의 질(Quality of Growth)을 함께 평가

- 높은 영업이익률도 중요하지만 이를 창출하기 위해 막대한 자본을 지속 투입해야 한다면 경제적 가치는 제한될 수 있음
- 반대로 이익률은 상대적으로 낮더라도 적은 자본으로 지속적인 현금을 창출할 수 있다면 우수한 사업이 될 수 있음

□ 이는 워런 버핏이 지속적으로 강조해 온 자본수익률과 재투자 가능성의 관점과도 연결

- 좋은 사업은 단순히 높은 마진을 내는 사업이 아니라 투입자본 대비 높은 수익을 창출하고, 추가 투자에서도 높은 수익성을 유지할 수 있는 사업
 - Berkshire Hathaway의 섬유사업은 경쟁력 유지를 위해 지속적인 CAPEX가 필요했으나, 경쟁사 역시 동일한 투자를 반복하면서 원가절감 효과가 가격 하락으로 전이되고 산업 전체의 수익률은 낮은 수준에 머무름
 - 이는 투자를 통해 사업을 유지하는 것과 경제적 가치를 창출하는 것은 별개의 문제이며, 지속적인 자본투자에도 낮은 수익률에 머무는 사업은 장기적으로 좋은 사업이 되기 어렵다는 점을 보여줌
- 결국 사업 규모와 마진의 확대/유지도 중요하나, 투입 자본 대비 수익성(Return on Capital)과 자본효율적 성장(Capital-efficient Growth)도 함께 고려할 필요
 - 아래와 같이 A/B 사업의 단순 비교에서도 영업이익/영업이익률만 보면 A가 우수해 보이나, 자본 투여 측면까지 보면 B가 합리적인 선택일 수 있음

구분	A사업	B사업
매출	5조원	5조원
영업이익	1조원	0.4조원

영업이익률	20%	8%
투입자본	10조원	1조원
영업이익/투입자본	10%	40%

□ 특히 회계상 이익과 경제적 가치 창출을 구분할 필요

- 회계상 이익이 발생하더라도 경쟁력 유지를 위해 이익의 대부분을 CAPEX로 지속 재투자해야 한다면 기업이 자유롭게 활용할 수 있는 현금창출력은 제한적
- 투자 대비 충분한 수익을 확보하지 못하면 장기적으로 사업 유지/성장을 위한 재투자 여력까지 약화될 수 있음
 - 예를 들어 회사가 사업을 위해 사용하는 자금은 주주의 투자금이나 차입금 등으로 조달되며, 이러한 자본에는 기대수익/이자라는 비용이 수반
 - 회사가 100억원을 투자할 때 자본조달에 요구되는 평균 비용(수익률)을 WACC라 하며, WACC가 8%라면 최소 8억원 수준의 수익 창출이 요구
 - 한편 투입된 자본으로 얼마의 수익을 벌었는지를 나타내는 지표가 ROIC로, 100억원을 투자해 5억원(세후영업이익)을 창출했다면 ROIC는 5% 수준
 - 즉, $ROIC > WACC$ 이면 가치 창출, $ROIC < WACC$ 이면 가치 훼손으로 볼 수 있음
 - 특히 $ROIC < WACC$ 인 사업에 추가 투자를 지속하면 자본비용에 미달하는 수익이 누적되고, CAPEX 등 현금 유출도 증가하여 FCF 악화 및 기업가치 훼손 확대

□ 결국 보다 차원 높은 경영은 '얼마나 많이 파는가'보다 '투입된 자본으로 얼마나 많은 현금을 지속 창출하는가'를 관리하는 것

- 기업 경영의 질문은 단순히 '수익이 얼마나 확대되었는가'에서, 투입 자본의 비용과 수익성을 고려한 가치창출 관점으로 확장할 필요
 - ① 자본 투입 → ② 자본비용은 얼마인가?(WACC) → ③ 투입한 자본으로 얼마나 버는가?(ROIC) → ④ $ROIC > WACC$? → Yes: 재투자를 통한 성장 확대 / No: 추가 투자 억제 및 자본 회수·재배분 → ⑤ 장기적 FCF 창출 및 기업가치 제고

4. 무엇이 달라져야 하는가

- ① 경영진 : 사업 확대자에서 'Capital Allocator(자본 배분자)'로 확장
 - 매출 중심 경영에서 경영진의 주요 역할은 상당 부분 사업의 확대에 집중
 - 공장 증설 → 생산 확대 → 판매 확대 → 해외 진출 → 신규 사업 진출의 반복
 - 새로운 사업과 투자를 만들어내는 것이 경영성으로 인식되기 쉬움
 - 반면 자본효율 중심 경영에서 경영진의 핵심 역할은 Capital Allocator, 즉 자본 배분자로 변화
 - 어디에 투자할 것인가?
 - 어디에는 투자하지 않을 것인가?
 - 어떤 사업을 확대하고 어떤 사업을 축소 또는 철수할 것인가?
 - 어떤 고객/제품/매출은 전략적으로 포기할 것인가?
 - 즉, '투자를 결정하는 능력'뿐 아니라 '투자하지 않을 것을 결정하는 능력'까지 경영의 핵심 역량으로 인식할 필요
- ② 경영관리 : 매출 KPI에서 '경제성 규율' 중심으로
 - 매출 중심 KPI는 조직의 행동을 자연스럽게 일단 수주하고, 일단 투자하는 방향으로 유도할 가능성
 - 영업조직은 매출 목표 달성을 위해 저마진 사업도 수주
 - 투자조직은 신규 투자를 추진해야 성과 창출 가능
 - 조직 역시 사업/조직을 축소하는 것보다 새롭게 만드는 것을 성과로 평가하기 쉬움
 - 수익성과 자본효율 중심 경영은 고객/제품/투자/사업을 경제성 관점에서 선별하는 규율을 조직 내부에 형성
 - 단순히 재무 KPI 몇 개를 변경하는 것이 아니라 의사결정 기준 자체를 '규모'에서 '가치 창출'로 전환하는 것
 - 다만 자본효율을 지나치게 단기적으로 적용할 경우 '투자 축소 → R&D 축소 →

신규사업 위축 → 미래 성장동력 훼손'이라는 또 다른 함정에 빠질 가능성

- 단기 이익률과 FCF를 높이기 위해 미래 투자를 희생한다면 장기 기업가치는 오히려 훼손
- 따라서 핵심 원칙은 '성장을 하지 않는다'가 아니라 '경제성이 낮은 성장을 하지 않는다'는 것
 - 수익성 없는 성장은 사양하되, 장기적으로 자본비용을 상회하는 성장은 적극 추진하는 방향성 정립이 중요
 - 즉, 확대와 축소 어느 한쪽을 지향하는 것이 아닌 장기적 자본효율 관점에서 최적의 선택을 반복하는 것이 핵심

『기업 사례 : 3M - 매출 성장을 기업가치로 전환하는 '경영의 질' 관리』

□ 3M은 최근 중기 경영목표를 단순 매출/영업이익 성장이 아닌 성장/수익성/주당가치/현금창출을 결합한 지표 체계로 제시

○ 2025년 Investor day를 통해 2026~2027 중기 목표로 다음을 제시

- 성장(Organic Sales Growth) : 거시경제 성장률을 상회하는 매출 성장
- 수익성(Operating margin) : 영업이익률 개선('27년까지 영업이익률 목표 25%)
- 주당순이익(EPS(Earning per Share)) : 지속 성장(연평균 한자리 수대 이상 성장)
- Cash : FCF 전환율 100% 이상(조정 FCF/조정 순이익 기반의 자체 지표)

□ 이는 매출 → 이익 → 주주가치 → 현금을 함께 관리함으로써 외형 성장이 실제 기업가치 증가로 연결되는지를 관리하려는 접근

○ 단순히 '얼마나 성장했는가'가 아니라 '얼마나 좋은 방식으로 성장했는가'를 관리하는 체계로 볼 수 있음

□ 실제 성과 역시 매출 성장보다 수익성과 현금창출력 개선에 초점

○ 제한적인 매출 증가에도 불구하고 영업이익률, EPS 및 현금창출력 개선을 병행하며 외형보다 성장의 질을 개선하는 방향을 추진

- 실제 '25년 매출은 2.1% 성장, 영업이익률은 2%포인트 상승(23.4%), EPS는 10% 증가 등 이익의 질 측면에서 개선

□ 3M 사례의 핵심은 '성장 포기'가 아니라, 매출 성장이 Margin/EPS/Cash로 전환되는지를 동시에 관리한다는데 있음

5. 종합 : 경영의 핵심 질문이 바뀌고 있다

□ 성장 시대의 경영이 '얼마나 더 크게 만들 것인가'의 문제였다면, 저성장

시대의 경영은 '한정된 자본을 어디에 배분할 것인가'의 문제로 변화

- 이에 경영관리 역시 매출/Margin 중심에서 ROIC/FCF/Value까지 관점을 확대하고, 외형 성장보다 '성장의 질'을 관리하는 것이 중요
- 결국 좋은 경영은 성장을 포기하는 것이 아니라, 자본비용을 상회하는 성장에 선택적으로 투자하고 이를 지속 가능한 현금창출과 기업가치로 연결하는 것

[참고 자료]

[보고서/논문]

McKinsey & Company, How to Choose Between Growth and ROIC, 2007

McKinsey & Company, Which Metrics Really Drive Total Returns to Shareholders?, 2021

3M, 3M Provides Medium-Term Financial Outlook at 2025 Investor Day, 2025

Berkshire Hathaway, Chairman's Letter to Shareholders – 1985, 1986

Berkshire Hathaway, 2022 Annual Report – Chairman's Letter, 2023

Tim Koller, Value 기업가치란 무엇인가, 2011

[언론기사]

한국경제, 기업가치 제고 핵심은 자본배분...ROE·CoE 기준 경영 필요, 2026

한국경제, 저성장 시대, 기업을 살리는 자본 재배치 전략, 2026

한국경제, 日, 기업의 경영자원 배분을 묻는다, 2026

더벨, 29조 투자 앞두고 자본배분 원칙 재정립, 2026

머니투데이, 「100년 기업의 조건」, 2026