

[2026.3.10] 16기 현채연_P-CBO 부실 증가

커지는 P-CBO 부실...신보·기보는 속타고, 증권사는 이자 챙기고

(2026-02-25)

정책금융 보증여력이 금융기관 수익원으로 전용

중소기업은 담보금 몰수, 신보·기보는 '독박 손실' 위험

부실화된 프라이머리자산담보부채권(P-CBO)이 늘어나면서 신용보증기금(신보)과 기술보증기금(기보) 등 공적기금의 부담이 가중되고 있습니다. 그 속에서 자산 인수단인 증권사들과 금융기관 투자자들은 손실 부담 없이 이자 및 수수료를 챙기는 구조라, 정책금융의 보증 여력이 민간 금융기관의 수익원으로 쓰이고 있다는 지적이 나옵니다.

25일 최근 결산 보고서를 낸 몇몇 유동화전문회사(SPC)에 따르면, 기초자산 부실에 따른 상환 연체로 결손금이 누적되면서 후순위 채권투자자인 중소기업의 손실은 물론, 보증기관의 대위변제 위험이 커진 것으로 나타났습니다.

상황이 심각한 곳은 신보2022제12차유동화전문회사입니다. 최근 결손금이 154억원에 달해 후순위채(48억원) 규모의 3배가 넘는 손실을 기록 중입니다. 이 채권의 인수단은 신한금융투자, 하이투자증권, 대신증권, 우리종합금융, 유안타증권, IBK투자증권, 부국증권, 유진투자증권, 한양증권, 현대차증권 등입니다. 해당 유동화증권은 2024년 5월 원리금 회수 만기를 넘겼으나, 원금 1492억원 중 1343억원만 회수되는 등 연체가 지속되고 있습니다.

신보2022제24차유동화전문회사 역시 부실의 늪에 빠졌습니다. 한양증권, KB증권, 한국투자증권, IBK투자증권, 유안타증권, 하이투자증권이 인수단으로 참여한 이 회사는 최근 결산기에 122억원의 미처리결손금이 발생했습니다. 2024년 11월 만기 당시 원금 1506억원 중 107억원가량이 여전히 미회수 상태입니다.

신보2022제11차유동화전문회사도 비슷한 상황입니다. IBK투자증권, 유안타증권, 신한금융투자, 현대차증권, 부국증권, 우리종합금융, 하이투자증권, 한양증권, 유진투자증권, 대신증권 등이 인수단으로 참여한 이 회사는 최근 71억원의 결손금을 기록했습니다. 이는 후순위채 발행액(약 28억원)을 2.5배나 초과한 수치입니다. 2024년 5월 만기였던 원금 935억원 중 66억원이 현재까지 연체되고 있습니다.

그 밖에도 △2021기보제이차(메리츠증권, 현대차증권, IBK투자증권) 결손금 26억원 △2022기보제일차(한국투자증권, 현대차증권, IBK투자증권) 결손금 16억원 △신보2023제1차(코리아에셋투자증권, 우리종합금융, KB증권 등) 결손금 5억원 등 유동화전문회사들의 부실화가 광범위하게 확산되고 있습니다.

공적 보증 체계의 구조적 결함과 모럴 해저드

구조적으로 결손금이 후순위 채권 규모를 초과하면, 자금을 조달하기 위해 후순위 채권을 인수한 중소기업들은 자신들이 맡긴 담보금(원금)을 몰수당하게 됩니다. 또 신보와 기보는 선순위채권의 손실을 대부분 보전해 줘야 합니다.

신보의 대위변제

보증배수 : 신보는 보유한 자기자본(출연금 등)보다 훨씬 많은 금액을 보증해줌.

→ 보증 총액 한도 : 자기자본의 20배

P-CBO에서 대규모 결손이 발생해 신보가 대위변제(대신 갚음)를 하게 되면, 신보의 자기자본이 깎임.

→ 분모(자기자본)가 줄어들면 보증배수가 급격히 상승. 배수가 법정 한도에 가까워지면 신보는 신규 보증 중단 → 중소기업 전체의 신용 경색으로 이어질 가능성 존재.

- 대위변제금: 보증을 선 금액 중 신보가 대신 갚은 금액.
 - 2025년: 2조4362억원
 - 대위변제율: 2025년 3.8%(1-10월 기준) ← 2024년 3.8% ← 2023년 2.8%
→ 최근 10년 중 가장 높은 수치. 2016년(4.1%)(당시 한진해운 파산, STX조건해양 법 정관리 등) 이후 최고치
- 구상권 회수율: 대신 갚아준 이후 부실 기업의 자산을 팔아 돈을 얼마나 되찾았는지 파악할 수 있는 비율.
 - 2025년: 2.7%대
→ 최근 10년 내 가장 낮은 수치.

최근 대위변제율은 오르고, 회수율은 떨어짐. 내수부진과 고환율 원인.

*참고

(지역신용보증재단) 대위변제율: 2021년 1.01% → 2022년 1.10% → 2023년 3.87% → 2024년 5.66% → 2025년 5.07%

(지역신용보증재단) 회수율: 2022년 6~7% → 2023년 4.49% → 2024년 7.30% → 2025년 4.22%

⇒ 내수 부진 장기화로 소상공인 상환 능력이 한계에 달한 상황

반면, 인수단과 투자자들은 손실 위험 없이 이자와 수수료를 챙깁니다. 인수단인 증권사는 기초자산을 평가하고 편입하는 책임이 있으나, 사후에 구조적 부실이 발생해도 재무적 부담은 지지 않습니다.

특히 투자자로 참여한 금융기관들은 신보와 기보의 보증 덕분에 사실상 '무위험' 상태에서 일반 회사채 수준의 상대적으로 높은 이자를 챙긴다는 지적이 나옵니다.

전문가들은 “기초자산이 부실화되면 대부분의 손실을 공적 보증기관이 부담하는 구조적 결함이 있다”며 “선순위 전체에 대해 신용 보강을 해주는 구조는 정책금융기관의 보증 한도를 조기에 소진시켜, 결과적으로 지원받아야 할 다른 중소기업들의 기회를 뺏는 결과를 초래하고 있다”고 지적합니다.

박상인 서울대 행정대학원 교수는 “증권사들이 정책금융을 방패 삼아 사실상 무위험으로 수익을 챙기는 구조가 도덕적 해이를 심각하게 키우고 있다”며 “정책금융기관은 손실이 발생해도 결국 정부 재정으로 충당될 것이라는 인식 속에서 의사결정권자와 책임자가 분리되다 보니 구조적 해이가 반복된다”고 지적했습니다. 이어 “이러한 방식은 금융기관의 리스크 평가 능력을 저해하고 금융 발전 자체를 가로막는 행위”라고 강조했습니다.

박 교수는 또한 “정책금융은 긴급하게 어려움에 부딪친 중소기업을 일시적으로 지원할 때 사회적 편익이 크지만, 상시로 개입하면 지금과 같은 구조적 문제만 반복된다”며 “상시적 지원은 부작용을 키우고 결국 보이지 않는 재정 부실을 쌓는 원인이 되고, 게다가 지원 대상 기업을 제대로 선별하지 못할 경우 비효율과 부패가 개입될 소지도 커진다”고 우려했습니다.

심화 학습

1. P-CBO

P-CBO(Primary CBO) : 낮은 신용등급으로 인해 회사채 발행이 어려운 중소기업 대상, 이들의 회사채를 신용보증기금이 묶어(pooling) 보증을 제공함.

(→ P-CBO 기반으로 담보부증권(ABS) 발행해 자금 조달)

⇒ 공적금융기관의 신용보강 통해 낮은 신용도의 기업의 회사채 접근성 향상, 조달비용 감소

*일반적인 CBO와 차이

CBO : 금융기관이 보유한 채권(발행된 채권)을 유동화함.

P-CBO : 발행시장(Primary market)에서 신규 발행한 회사채를 기초로 함.

- 보증 및 유동화 프로세스

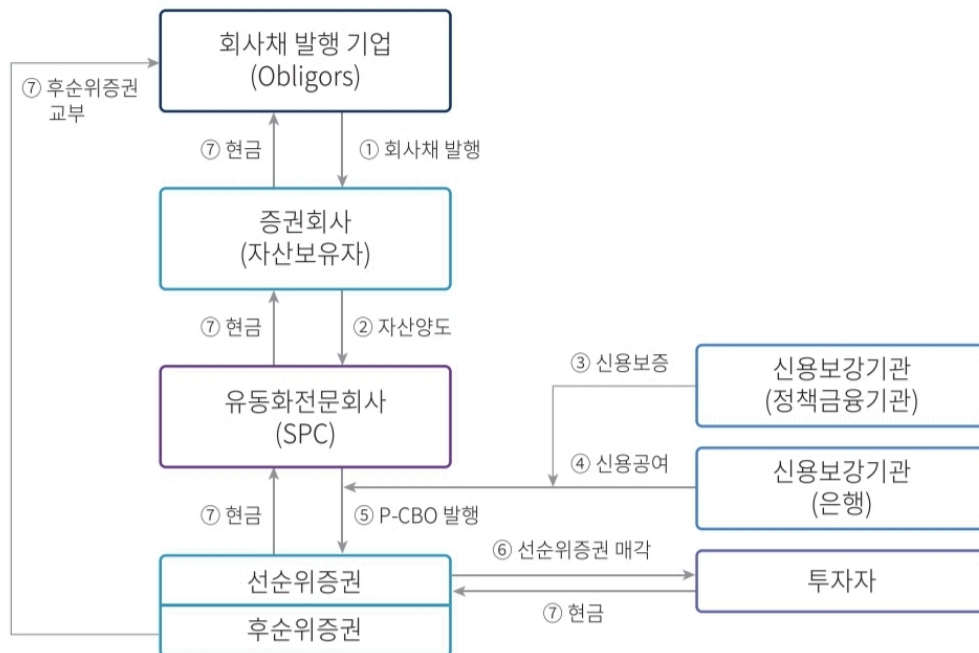
SPC 설립: 자산유동화법에 따라 SPC 설립. SPC는 신탁은행으로부터 채권들을 넘겨받음.

신보의 신용보강: 신보는 SPC가 발행할 선순위 채권에 대해 지급보증 함. (신보법 및 자산유동화법 근거)

증권 발행 및 매각: SPC는 보증을 바탕으로 AAA 등급의 ABS(자산유동화증권-P-CBO)를 발행하여 증권사를 통해 시장에 매각.

자금 전달: 투자자로부터 받은 돈이 SPC → 신탁 → 중소기업 순으로 전달.

<그림 II-1> P-CBO 구조



2. 신탁계정 작동 원리

신탁계정 설정 (Asset Pool 형성): 자금이 필요한 중소기업들이 발행한 회사채를 신탁은행에 맡김. 이때 신탁계정을 통해 자산이 기업의 파산 위험으로부터 절연됨.

→ SPC 자리에 신탁계정이 들어온 셈.

*SPC 대신 신탁계정 사용 이유

기존: SPC(종이회사)를 세우고 ABS를 발행하는 복잡한 과정에서 수수료가 많이 나감.

신규: SPC 대신 신보 내 신탁계정에서 직접 특수채를 발행해 비용 절감 가능.

• 결손금 발생 상황에서의 신탁계정

손실의 흡수 (신탁의 하부 구조): 채무 불이행이 발생하면 신탁계정 내에 쌓인 후순위채(중소기업 담보금)가 가장 먼저 상각됨.

신탁의 우선순위 정산:

신탁 계약에 따라 회수된 원리금은 1순위 - 선순위 투자자 이자/원금, 2순위 - SPC 운영 비용, 3순위 - 후순위채권자(중소기업) 순으로 배분.

신보의 등판: 신탁 자산이 선순위 원리금을 갚기에 부족해지면(결손금 상황) 신보가 신탁계정의 구멍을 메우기 위해 보증 채무를 이행.

- 기대효과

- ① 기업의 이자 부담 완화

가장 큰 목적은 중소기업 금융 비용의 감소. 신보가 직접 발행하는 증권은 국가가 설립한 공공기관의 특수채 지위를 갖게 됨. 시장에서 국채나 통안채에 가까운 낮은 금리로 소화 가능.

유동화증권이 회사채에서 특수채로 변경되고, 증권 발행 과정에서 증권사·은행 등이 맡던 업무를 신보가 직접 수행

→ 각종 수수료 부담이 줄며 기업의 금리부담이 약 50bp(0.5%p) 감소할 전망.

1조5000억원의 유동화증권이 신탁방식으로 발행될 경우 3년 만기 도래시까지 연 75억원, 총 225억원의 기업 비용 절감 효과가 발생.

- ② 구조 단순화를 통한 비용 절감

증권사들만 이익이라는 비판에 대한 대응 방안.

SPC 방식은 주관사, 수탁은행, 자산관리자 등 여러 금융기관이 중간 과정에서 각각 수수료를 챙김. 신탁 방식은 신보가 주도적으로 통제하므로 불필요한 비용 절감.

- ③ 시장 안정화 기능 강화 (직접 매입 근거)

개정안 : 시장이 불안해 증권이 안 팔릴 경우 신보가 직접 자기 증권을 매입할 수 있는 근거가 신설.

→ 채권 시장 경색 시 중소기업 자금 조달이 끊기지 않도록 하는 안전장치 역할.

- 우려점

- ① 손실 독박 구조의 심화

금리가 낮아진다는 것은 투자자 입장에서는 수익률이 떨어진다는 의미. 만약 기초자산(기업)의 부실율이 여전하다면, 낮은 금리만큼 민간 투자자의 참여가 위축 가능

→ 결국 신보의 보증 책임(리스크) 비중이 더 커질 수 있음.

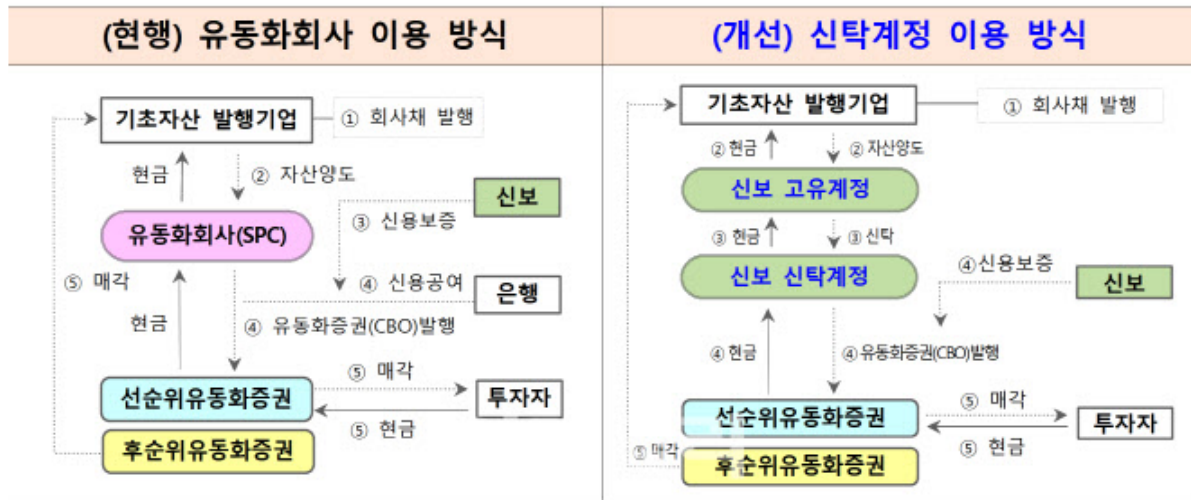
- ② 신탁계정의 투명성

SPC 방식은 각 회차별로 회계가 독립되어 부실 규모를 파악하기 용이.

신보 내부의 신탁계정으로 통합 관리될 경우 자칫 부실이 신보 본체의 재무 건전성과 섞여 보일 위험이 있음 → 엄격한 분리 회계가 필수적.

구분	기존 SPC 방식 (Indirect)	신규 신탁계정 방식 (Direct)
발행 주체	별도 설립된 SPC (서류상 회사)	신용보증기금 (신탁계정)
증권 성격	일반 회사채 (ABS)	특수채 (신보 직접 발행)

구분	기존 SPC 방식 (Indirect)	신규 신탁계정 방식 (Direct)
비용 구조	업무수탁, 자산관리 등 외부 수수료 발생	내부 신탁계정 처리로 수수료 절감
금리 수준	상대적으로 높음	특수채 지위 인정으로 약 0.5%p 인하



사례 - 기사

신보, P-CBO 직접 첫 발행...2조원 규모 'AI 우대보증' 신설

(2026-01-12)

ABCEDF 산업 영위기업 등 지원...지역 성장엔진 분야 우대보증도

신용보증기금이 올해부터 채권담보부증권(P-CBO)을 직접 발행해 기업의 금융 부담을 낮추기로 했다.

또 인공지능(AI) 등 성장산업에 우대보증을 지원하며 생산적 금융을 확대할 계획이다.

생산적 금융 : 실제 경제를 성장시킬 수 있는 생산적 분야(기업, 기술, 혁신)로 자금이 흘러가게 만드는 금융 정책 기조

12일 금융권에 따르면 신보는 이런 내용의 업무계획을 오는 13일 금융위원회에 보고할 예정이다.

신보는 올해 P-CBO 첫 발행을 위해 업무 프로세스를 구축하고 발행조직을 신설하는 등 조치를 준비한다.

P-CBO는 신용등급이 낮은 기업들의 회사채를 한 데 묶은 뒤 신보가 선순위채권을 전액 지급보증해서 이들 기업이 회사채를 발행할 수 있도록 하는 기업지원·시장안정 제도다.

신보는 상반기 내 최초 발행을 목표로 하고 있다. 연간 7천500억원 범위에서 P-CBO를 발행할 예정이다.

또 특수채 지위에 맞게 기준금리를 국고채금리로 변경하고, 소수 기관투자자에 한정됐던 투자자 군을 은행, 증권사 등으로 확대한다.

기업의 자금 수요에 맞춰 팩토링 대상 채권을 향후 발생 예정인 매출채권으로 확대하는 '장래채권 팩토링'도 도입할 예정이다.

장래채권 팩토링 : 앞으로 생길 매출을 담보로 신보에서 미리 자금을 받는 것

(장래채권 : 매출채권과 차이점은 계약서상으로만 체결되어 실제로 판매되지 않음. 장부에 매출채권으로 인식되기 전 단계)

(팩토링 : 매출채권을 금융기관에 즉시 팔아서 현금으로 바꾸는 것)

생산적 금융을 확대하기 위해 '인공지능(AI) 첨단산업 우대보증'도 신규로 도입한다.

첨단산업 영위 기업이 낮은 금융비용으로 적시에 자금을 확보할 수 있도록 2조원 규모의 우대보증 제도를 신설하는 것이다.

'ABCDEF 산업'(인공지능, 바이오·헬스케어, 콘텐츠·문화, 방위·항공우주, 에너지, 제조업), 국가 첨단전략산업법 및 조세특례제한법 등 전략기술산업에 운전자금 10억원, 시설자금 최대 200억원을 보증한다.

보증료율은 최대 0.7%p 차감하고, 보증 비율은 95%로 한다. *(보통 85~90% 수준)*

이외에도 '딥테크 맞춤형 보증 프로그램'을 신규로 도입해 최장 8년간 최대 70억원을 지원한다.

현재는 최장 3년간 최대 10억원을 지원하고 있다.

또 부실 특례 제도를 도입해 재난·재해 피해로 일시적 경영 위기를 겪는 기업에 대한 부실 처리를 유보하고 정상화를 지원하는 제도적 장치도 신규로 마련한다.

→ 일시적 위기 기업을 즉시 부실 처리하지 않고 유보함으로써 통계상의 부실은 관리하되 실질적인 기업 구제는 강화

지역을 대표하는 미래 전략산업을 육성하기 위해 초광역 권역별로 성장엔진 산업으로 선정된 분야에 우대보증을 지원한다.

동남권에서는 조선·해양, 자동차, 우주항공 등이, 호남권에서는 AI, 미래모빌리티, 재생에너지 등이 그 대상이 될 것으로 보인다.

지역 맞춤형 금융서비스를 제공하기 위해 지역 여건에 부합하는 특화조직도 신설할 예정이다.

신보는 올해 신용보증 총량을 76조5천억원, 중점정책공급을 61조원으로 각각 잡아 지난해보다 9천억원, 2조원 늘렸다.

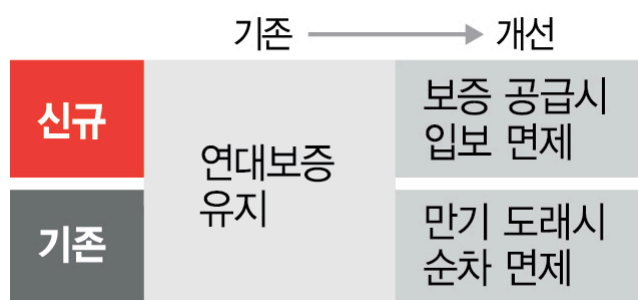
재정건전성은 일반보증부실률 4.5% 이내, 일반보증 운용배수를 12.5배 이내로 관리할 예정이다. *(법적 한도 20배보다 훨씬 보수적)*

장점:

AI, 반도체 같은 첨단 산업은 제품 개발부터 납품까지 시간이 오래 걸려 자금 공급의 유동성 제공.
부동산 같은 담보가 없어도 우량한 거래처와의 납품 계약서만 있으면 자금 조달 가능.
대출이 아니라 채권을 매각하는 방식이라 기업의 재무제표상 부채로 잡히지 않아 신용도 관리에 유리

3. 연대보증 점차 폐지

유동화보증 연대보증 폐지 방안



자료: 김상훈 국민의힘 의원실

그동안 P-CBO는 정책금융 중 거의 유일하게 연대보증의 사각지대로 남아 있었음.

- 배경: 2018년 정부는 기업인의 재기 지원을 위해 정책금융 연대보증을 원칙적으로 폐지했으나, P-CBO는 '투기등급 회사채'라는 위험성 때문에 예외적으로 경영진의 연대보증을 유지해옴.
- 변화: 2026년부터는 신규 발행 시 연대보증 전면 미구속, 기존 보증은 만기 시 순차 면제.
- 의미: 기업이 도산했을 때 대표이사 개인이 신용불량자가 되는 가능성 없앴. → 실패 시에도 재도전할 수 있는 환경을 조성.

(징벌적 보증에서 생산적 보증으로의 전환)

4. 부실 특례 제도 및 팩토링 확대

단순히 돈을 빌려주는 것을 넘어, 위기 상황에서의 '버티기'와 '사전 자금 조달' 기능을 강화합니다.

도입 제도	주요 내용	기대 효과
부실 특례 제도	재해/재난 시 이자 연체·폐업에도 즉시 부실 처리 유보	일시적 외부 충격으로 인한 '흑자 도산' 방지

도입 제도	주요 내용	기대 효과
매출계약서 팩토링	납품 전 '계약서'만으로도 자금 선지급 (기존은 납품 후 채권만 가능)	생산 단계에서의 자금 갈증 해소 (운전 자금 적기 공급)

결론

장점 : 신탁 방식과의 시너지

신탁 방식으로 전환하면서 절감되는 0.5%p의 금리 혜택과 연대보증 폐지가 결합되면 중소기업 입장에서는 비용과 심리적 부담이 동시에 낮아짐.

단점 : 리스크 관리의 난제

최근 P-CBO 부실로 신보의 손실이 확대.

여기서 연대보증까지 폐지하면 신보의 회수 가능 금액(구상권)은 더 줄어들

⇒ 신보는 이제 개인에게 책임을 묻는 방식이 아니라 기업 선별 고도화와 신탁 직접 발행을 통한 비용 절감으로 손실분을 메워야 함.