

「프로젝트 리츠의 구조적 특징과 PF 대출의 대체 가능성에 대한 실증적 고찰」

-금융구조도 설계와 정책방안, 3기 신도시 적용 검토를 중심으로-

단국대학교 도시계획 부동산학부
부동산학과

Team
RE: STRUCTURE

32227373 박태환
32223844 임지원

2025.06.15

1. 연구 배경 및 목적

1.1 연구 배경

최근 부동산 프로젝트 파이낸싱(Project Financing, PF)의 부실 이슈가 다시 주목받고 있다. PF는 개발사업에서 발생할 미래 수익을 담보로 자금을 조달하는 구조로, 부동산 경기 변동에 민감하게 반응하며, 사업주체, 금융기관, 보증기관, 투자자 등 다양한 이해관계자가 유기적으로 얽혀 있는 복합적인 금융 시스템의 핵심 연결고리로 기능한다.

2023년 이후 고금리 기조와 분양시장 침체가 지속되면서 PF 중에서도 브릿지론, 중순위 대출 등 고위험 영역을 중심으로 연체와 부실이 빠르게 확산되고 있다. 특히 저축은행 및 중소 캐피탈사를 중심으로 한 제2금융권이 이로 인해 직접적인 타격을 받고 있으며, 이는 공사 지연, 미착공 사업장의 증가, 자산 매각 실패 등의 사례로 이어지고 있다. 이러한 흐름은 금융 시스템 전반의 유동성 리스크 확대 가능성을 시사한다.

이와 같은 상황에서, 자본시장 기반의 투자 방식인 '프로젝트 리츠(Project REITs)'가 하나의 대안으로 주목받고 있다. 프로젝트 리츠는 금융기관의 차입이 아닌 공모나 기관투자자 유치를 통해 자금을 조달하며, 배당 중심의 수익 분배 구조를 통해 리스크를 분산할 수 있는 장점을 지닌다. 일부 민간 개발사업에서는 PF를 대체하거나 보완하기 위한 수단으로 프로젝트 리츠를 활용하는 사례가 나타나고 있다.

그러나 현재의 제도적 기반은 개발형 리츠의 활성화를 충분히 뒷받침하지 못하고 있으며, 실제 적용 사례 또한 제한적이다. 이에 따라 단순한 대안 제시를 넘어, 프로젝트 리츠가 기존 PF 구조를 구조적으로 대체할 수 있는지에 대한 타당성을 검토하고, 그 실질적 가능성을 실증적으로 분석하는 연구가 필요한 시점이다.

1.2 연구 목적

본 연구는 최근 부동산 프로젝트 파이낸싱(PF) 구조의 위험성과 회수 불확실성이 사회적 문제로 부각되는 가운데, 자본시장 기반의 대체 개발금융 수단으로 제안된 프로젝트 리츠(Project REITs)의 구조적 가능성을 검토하는 데 목적이 있다. 특히 2025년 5월 국회 본회의를 통과한 「부동산투자회사법」 개정안을 토대로, 새롭게 도입되는 프로젝트 리츠 제도의 법제도적 기반과 실제 작동 구조를 분석한다.

이 과정에서 기존 부동산 PF 구조와 프로젝트 리츠 간의 자금조달 방식, 리스크 분담 구조, 회수 메커니즘을 비교하고, 공공기관의 역할 및 민간 투자자의 참여 유인을 중심으로 구조적 차이를 검토한다. 또한 싱가포르, 케냐 등 해외 개발형 리츠 사례를 참고하여 국내 도입 가능성과 한계 요인을 도출하며, 하남 교산지구를 시뮬레이션 사례로 설정하여 프로젝트 리츠의 실제 적용 흐름을 재현해본다.

나아가 이 구조가 향후 3기 신도시 등 공공택지 기반 개발사업에 범용적으로 적용 가능한 안정적 금융모델로 기능할 수 있을지에 대한 제도적·시장적 조건을 종합적으로 고찰하고자 한다.

2. 기본 개념 및 구조 이해

2.1 부동산 PF 대출

부동산 프로젝트 파이낸싱(Project Financing, 이하 PF)은 시행사가 개발하는 부동산 사업의 미래 수익을 담보로 금융기관 등으로부터 자금을 조달하는 구조로, 일반적인 담보대출과 달리 사업 자체의 수익성과 위험성을 평가 기준으로 삼는다. 개발사업의 특성상 대규모 자금이 필요함에도 불구하고 시행사들은 자기자본 투입을 최소화하기 위해 특수목적법인(SPC)을 설립하고, 이를 통해 브릿지론, 본 PF 대출, 분양대금 유동화 등을 복합적으로 활용한다. 이러한 구조는 빠른 자금 조달이 가능하다는 장점이 있지만, 리스크가 사업자보다는 금융기관과 시공사에 집중된다는 구조적 한계를 내포하고 있다.

자금조달 흐름은 일반적으로 ▲초기 토지매입을 위한 고금리 단기 자금(브릿지론), ▲착공 이후 공사비 조달을 위한 본 PF 대출, ▲준공 이후의 분양대금 회수로 구성된다. 최근에는 레버리지 의존도가 심화되며, 평균 자기자본 비율은 3~5% 수준으로 파악되고 있다. 이러한 고레버리지 구조는 경기 불확실성에 매우 취약하며, 최근 금리 상승과 지방 중심의 분양 부진이 겹치면서 PF 시장 전반에 연체율 급증 현상이 나타나고 있다.

2024년 상반기 기준, 브릿지론 연체율은 20%를 초과하고 있으며, 토지담보대출 연체율 또한 18% 이상에 달한다. 특히 저축은행과 캐피탈사 등 제2금융권은 전체 익스포저의 절반 이상이 PF에 집중돼 있어, 연체율 급등에 따른 실질 손실 위험이 현실화되고 있다. 저축은행의 기업대출 연체율은 12.8%로, 부동산 시장 침체와 맞물려 시스템 리스크로 전이될 가능성이 제기되고 있다.

이러한 PF 구조는 금융기관과 보증기관, 시공사 간 복잡한 이해관계를 전제로 작동되며, 특히 시공사의 책임준공 보증이 전제되지 않으면 금융조달 자체가 불가능한 경우가 대부분이다. 그러나 이러한 보증 구조는 시공사의 재무건전성 악화, 시행사의 부실 등 연쇄적 위기로 이어질 가능성이 크며, 2023년 기준 국내 건설사 부도건수가 20건을 초과하며 그 우려가 현실화되기도 하였다.

법제도적으로 PF 구조는 「자산유동화법」, 「금융지주회사법」, 「신탁법」 등의 복합 규제체계 하에 있으며, PFV(SPC) 구조를 통해 대출이 실행된다. 그러나 현재 제도는 고위험 구조를 충분히 통제하지 못하며, 특히 중소 시행사 및 지방 사업장의 경우 보증 여력이나 회수 가능성 측면에서 구조적 취약성이 존재한다. 이와 같은 한계로 인해 PF 구조에 대한 비판과 함께, 이를 보완하거나 대체할 수 있는 제도적 수단에 대한 필요성이 제기되고 있다.

2.2 프로젝트 리츠

프로젝트 리츠(Project REITs)의 개념을 이해하기 위해서는 먼저 리츠(REITs, Real Estate Investment Trusts) 제도의 기본 구조를 살펴볼 필요가 있다. 리츠는 다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산 또는 부동산 관련 자산에 투자하고, 이로부터 발생한 임대수익이나 매각이익을 투자자에게 배당하는 간접 투자 수단이다. 우리나라에서는 2001년 「부동산투자회사법」 제정을 통해 제도적 기반이 마련되었으며, 이후 공모 리츠를 중심으로 시장이 형성되어 왔다.

기존의 일반 리츠는 대부분 완공된 오피스, 물류창고, 리테일, 임대주택 등 수익형 부동산을 매입하여 임대 수익을 창출하는 구조로 운영된다. 투자자는 부동산을 직접 보유하지 않고도 안정적인 수익을 배당 형태로 취득할 수 있으며, 특히 공모 리츠의 경우 상장 주식처럼 유동이 가능하다는 장점이 있다. 일반적으로 연 4~6% 수준의 배당수익률을 기대할 수 있고, 일정 수준의 시세 차이도 함께 발생하는 구조다.

그러나 일반 리츠는 원칙적으로 완공된 자산에 투자하기 때문에 개발 리스크를 부담하지 않으며, 이에 따라 개발단계에서의 수익 기회를 확보하기 어렵다는 한계가 존재한다. 이러한 구조적 한계를 보완하기 위해 등장한 형태가 프로젝트 리츠이다. 프로젝트 리츠는 특정 개발사업을 목적으로 설립되며, 개발 초기 단계부터 자본시장으로부터 자금을 유치하여 자산을 취득하고, 준공 후 매각 또는 임대 운영을 통해 수익을 실현하는 구조를 갖는다.

이 구조는 금융기관 차입에 의존하는 PF방식과 달리, 자본시장을 통한 자기자본 조달을 바탕으로 하며, 투자자 위험 분산 구조가 내재되어 있다는 점에서 구조적 차이가 있다. 특히 2023년 개정된 「부동산투자회사법」은 사전설립신고제를 도입하여 영업인가 없이도 개발사업 착수가 가능하도록 제도적 기반을 마련하였다.

프로젝트 리츠의 설립을 위해서는 자본금 50억 원 이상, 자산관리회사(AMC)의 지정, 자산보관기관 및 사무관리회사 계약 체결 등의 요건을 갖추어야 하며, 설립신고 이후 일정 요건 충족 시 공모 전환과 영업인가가 가능하다. 공모 전환 이후에는 전체 지분의 30% 이상을 공모해야 하며, 이는 설립일로부터 5년 이내에 이행되어야 한다.

자금 회수는 분양, 자산 매각, 임대 수익, 배당 등을 통해 이루어지며, 초과배당과 배당소득 분리과세 등 투자자 친화적 세제 혜택이 함께 제공된다. 공모 전환 이후에는 일반 투자자도 참여할 수 있는 구조로 확장된다.

프로젝트 리츠는 기존 PF 구조의 한계로 지적되는 고레버리지, 미분양 리스크, 금융기관 의존 등 문제를 일부 보완할 수 있는 자금조달 방식으로 평가된다. 자본시장 기반의 구조를 통해 위험 분산과 제도 기반의 투명성을 동시에 갖춘 구조로 기능할 수 있으며, 개발사업 전 단계에서의 투자 수단으로서 활용이 가능하다.

3. 구조적 비교 분석

개발사업을 위한 자금조달 방식으로 활용되는 PF(Project Financing) 대출과 프로젝트 리츠(Project REITs)는 사업 추진 구조 및 리스크 분산 방식에서 본질적인 차이를 보인다. 특히 2020년대 이후 부동산 경기 침체와 고금리 환경이 지속됨에 따라 PF 구조의 한계가 부각되었고, 이를 보완할 수 있는 구조로서 프로젝트 리츠가 주목받고 있다. 본 장에서는 자금조달 방식, 리스크 구조, 회수 구조를 중심으로 두 방식의 구조적 차이를 비교하고자 한다.

3.1 자금조달 방식 비교

부동산 PF는 고레버리지를 기반으로 사업 초기 단계에서부터 대출을 중심으로 자금을 조달한다. PF 구조는 일반적으로 시행사의 자기자본 비율이 3~4% 수준에 불과하며, 나머지 자금은 브릿지론(토지 매입 및 인허가 단계)과 본 PF(착공 이후 공사 단계)를 통해 조달된다. 이러한 구조는 차입금 의존도가 높고, 금융기관의 심사 및 보증을 통해 신용을 보완하는 방식으로 운영된다. 특히 대출 회수는 분양대금 유입에 크게 의존하며, 이는 결과적으로 분양률 및 금리에 따라 사업 안정성이 좌우된다는 취약점을 동반한다.

반면, 프로젝트 리츠는 자기자본 중심의 구조로, 자본시장에서 직접 투자자금을 유치하는 방식이다. AMC(자산관리회사)의 운용 아래 특정 개발사업을 위한 리츠가 설립되고, 초기에는 사모 형태로 출범하되, 개발이 완료되면 공모 전환을 통해 자금을 유동화할 수 있다. 부동산투자회사법상 프로젝트 리츠는 자기자본의 2배(특별결의 시 10배) 이내로 차입이 제한되며, PF 구조에 비해 레버리지가 낮고 자산운용의 투명성이 제도적으로 확보된다.

또한 프로젝트 리츠는 금융기관의 신용보강 없이도 자체 사업성에 기반한 투자유치가 가능하다는 점에서 PF 구조 대비 자금조달의 경로와 성격이 다르며, 투자자 구성의 다양성 확보 또한 용이하다.

3.2 리스크 구조 비교

PF 구조의 가장 큰 특징은 리스크 집중과 전이 가능성이다. 고레버리지를 전제로 하는 PF는 금융기관·건설사·시행사 간 연쇄보증을 기반으로 하기 때문에, 분양 실패나 금리 급등 등 외생변수 발생 시 하나의 축이 무너질 경우 전체 사업구조가 무너지는 도미노 효과가 발생할 수 있다. 특히 브릿지론과 중순위 대출의 부실화는 저축은행, 증권사, 캐피탈사 등 2금융권의 건전성 악화로 직결되며, 실제로 2023~2024년간 연체율 상승 및 BIS 비율 하락 사례가 이를 뒷받침한다.

이에 비해 프로젝트 리츠는 구조적으로 리스크를 다수의 투자자와 시장 참여자에게 분산시키는 메커니즘을 갖춘다. 투자자는 지분 형태로 참여하며, AMC는 자산 취득, 개발, 운영 등 전 과정에 대해 관리 책임을 지며 외부 감사와 감독을 병행한다. 또한, 공모 전환 이후 일반 투자자 보호 장치(지분 분산, 투자보고서 제출 등)가 적용되어 제도적 감시 체계가 작동하는 구조다.

결과적으로 PF는 위험 집중형, 프로젝트 리츠는 위험 분산형 구조로 정의할 수 있으며, 이는 최근 금융기관의 리스크 회피 움직임과도 관련이 깊다.

3.3 회수 구조 비교

PF 구조에서 자금 회수는 분양 수익을 통한 원리금 상환을 중심으로 이루어진다. 선분양 관행에 따라 수분양자의 계약금과 중도금은 본 PF의 상환 재원이 되며, 만약 분양률이 미달되거나 분양가 자체가 시장에서 수용되지 않을 경우, 금융기관은 연체 또는 손실로 이어질 수 있다. 특히 선순위-중순위-후순위 구조에서는 투자자 간 손실 분담이 계층화되어 있어, 중·후순위 투자자의 손실 가능성이 매우 높다.

프로젝트 리츠는 자산 매각, 임대수익 배당, 공모 전환 등의 방식으로 투자금을 회수하며, 분양 실패에 따른 단일 리스크에 노출되지 않는다는 점이 구조적 차이를 만든다. 또한 프로젝트 리츠는 준공 후 영업인가를 통해 임대운영으로 전환할 수 있고, 초과배당과 배당소득 분리과세 등 세제상 인센티브를 활용할 수 있어 투자자 수익률의 안정성을 제고할 수 있다.

회수 구조상 PF는 유동성 확보 시점이 외생 변수에 의해 좌우되며, 프로젝트 리츠는 자산 매각, 임대수익 배당, 공모 전환 등 다양한 회수 수단이 제도적으로 마련되어 있어, 회수 방식의 선택과 구조 설계에 있어 상대적으로 높은 유연성을 가진다.

4.1 해외 사례 분석 - 싱가포르 CapitaLand Ascendas REIT 사례

싱가포르 CapitaLand는 자회사 CapitaLand Development(CLD)와 상장 리츠인 Ascendas REIT(CLAR)를 통해 Singapore Science Park 내 1 Science Park Drive 부지의 재개발을 공동으로 추진하였다. 이 프로젝트는 기존 R&D 오피스를 철거하고, 생명과학·바이오·ICT 기업을 위한 최첨단 R&D 및 오피스 복합단지를 건설하는 사업으로, 2025년 3월에 임시사용승인(TOP)을 획득하고, 같은 해 4월부터 본격적인 입주가 시작되었다. 개발 면적은 약 116,200㎡이며, 15층과 9층 규모의 Grade A 복합건물 2개동으로 구성된다.



<사진 1> 싱가포르 Science Park Drive 사업 조감도

이 사업의 가장 중요한 특징은 토지의 ‘현물출자’를 통한 리츠 편입과 개발-운영의 통합 구조에 있다. CLD는 보유 중인 부지를 Ascendas REIT에 현물출자하여 자산을 리츠에 편입하고, Ascendas REIT는 이를 기반으로 유상증자, 내부 자본조달, 장기 금융차입을 조합해 개발자금을 마련하였다. 이를 통해 외부 PF 대출에 의존하지 않고, 리츠가 개발 초기 단계부터 사업에 직접 참여하는 구조를 실현하였다. 이러한 통합형 개발-운영 모델은 한국의 위탁관리형 리츠 제도와는 달리, 리츠 자체가 개발·운영의 주체로 기능한다는 점에서 구별된다.

개발이 완료된 이후, Ascendas REIT는 자산을 직접 소유·운영하며, 임대수익을 배당 형태로 투자자에게 환원한다. 2025년 4월 기준 사전임대율은 95% 이상에 달하고 있으며, 다국적 제약·생명과학·기술 기업들이 주요 임차인으로 참여하고 있다. 또한, 이 프로젝트는 싱가포르 Green Mark Platinum 인증과 WELL Gold 인증을 동시에 획득하여, 친환경성과 지속가능성까지 확보하였다.

이러한 리츠 구조는 싱가포르의 세제 기반에도 크게 의존한다. 싱가포르 국세청(IRAS)은 세금 투명성 제도를 통해 요건을 충족한 리츠에는 리츠 자체에 과세하지 않고, 투자자 수준에서 배당소득에만 과세를 부과한다. 또한, 자산 매각으로 인한 자본이득은 비과세 대상으로 분류되어 실질적인 과세 이연 효과도 인정된다. 이처럼 현물출자 기반의 개발 참여와 세제 인센티브가 결합된 구조는, 싱가포르를 개발형 리츠의 글로벌 허브로 자리매김하게 하는 제도적 토대를 제공하고 있다.

4.2 해외 사례 분석- 케냐 Acorn Holdings D-REIT / I-REIT 사례

케냐의 민간 개발사 Acorn Holdings는 나이로비 중심 대학가 인근에서 중산층 대학생 대상 기숙사 개발사업을 수행하였다. 해당 사업은 학생 주거 인프라가 부족한 환경에서 안정적이고 양질의 거주공간을 공급하기 위해 기획되었으며, 동시에 수익형 부동산 자산으로 운용되기 위해 리츠(REITs)를 활용한 2단계 구조를 채택하였다.

케냐 자본시장청(CMA)의 「부동산투자신탁 규정(2013)」에 따르면, 단일 리츠가 개발과 운용을 동시에 수행하는 것이 금지되어 있다.

8. Types of real estate investment trust schemes

A real estate investment trust scheme may, be structured as a **D-REIT** or an **I-REIT** in accordance with these Regulations.

<사진 2> 케냐 자본시장법

이에 따라 Acorn Holdings는 사업 초기에는 개발 전용 리츠(D-REIT)를 설립하여 토지 매입 및 건설 자금을 기관투자자 중심으로 조달하였다. 개발이 완료된 이후, 해당 자산은 운영 전용 리츠(I-REIT)로 이전되어 상장되었고, 일반 투자자들에게 배당수익을 제공하는 방식으로 운용되고 있다.

Acorn의 개발 자산은 총 8개 이상의 기숙사로 구성되며, 전체 침대 수는 약 7,000개에 달한다. 이들 자산은 국제금융공사(IFC)의 EDGE 인증을 획득하였으며, 에너지 효율성과 지속가능성을 갖춘 사회기반시설로 분류된다. 현재는 5개 이상의 기숙사가 상업적으로 운영 중이며, 평균 입주율은 90%를 초과한다. 케냐 최초의 리츠 상장이었던 I-REIT는 2021년 나이로비 증권거래소에 상장되었으며, 개발도상국 내에서 리츠 기반 사회 인프라 개발의 가능성을 보여주는 사례로 주목받고 있다.

해당 구조는 PF 대출 없이도 민간 투자와 공공 기금 유치를 기반으로 프로젝트의 재무적 지속 가능성을 확보할 수 있도록 설계되었다. 다만 법적으로 D-REIT와 I-REIT를 반드시 분리해야 하는 규제는 유연성 측면에서 한계를

가지며, 하나의 법인에서 일괄 수행이 불가능하다는 점은 제도 효율성 측면에서 논의의 여지를 남긴다. 그럼에도 불구하고 Acorn Holdings는 이원화된 리츠 구조를 통해 케냐 자본시장에서 사회적 가치와 수익성을 동시에 확보한 실험적 모델을 제시하였다.

4.3 해외 사례의 시사점

싱가포르의 Ascendas REIT와 케냐의 Acorn D-REIT는 전통적 프로젝트 파이낸싱(PF)을 대체하는 새로운 개발금융 구조를 성공적으로 실현한 대표 사례로 평가된다. 양 사례는 모두 초기 단계부터 차입 레버리지에 의존하지 않고, 자기자본을 중심으로 개발 자금을 조달했다는 점에서 주목할 만하다. Ascendas REIT는 공모증자와 장기회사채를 결합한 하이브리드 조달전략을 구사하였고, Acorn은 개발금융공사(DFC)와 다자개발은행 자금을 혼합하는 블렌디드 파이낸스 구조를 통해 초기 자금을 확보하였다. 이는 SPV 설립과 담보 설정을 전제로 하는 기존 PF의 전제가 개발사업의 필요조건이 아님을 실증적으로 보여준다.

이들 사례에서 특히 주목할 점은 자산의 보유와 운영 기능을 리츠 내부에 통합시켰다는 것이다. CapitaLand 그룹은 개발·시공·자산관리·운영까지 아우르는 수직적 밸류체인을 형성하고 있으며, Acorn 역시 브랜드 관리부터 시설운영까지 일원화된 시스템을 구축해 리츠의 지속적 수익 창출을 가능케 했다. 이러한 수직통합 구조는 자산을 일시적으로 처분해 수익을 회수하는 PF 방식과 달리, 장기적으로 안정적인 임대수익을 창출하는 비즈니스 모델을 가능케 한다.

또한, 공적 금융기관의 역할도 중요하게 작용했다. DFC의 선순위 투자와 GuarantCo의 보증참여는 Acorn 프로젝트의 초기 리스크를 완화시켰고, 이를 통해 민간자본이 보다 안정적으로 유입될 수 있었다. 이러한 구조는 국내 상황에서 주택도시기금, 신용보증기금, 산업은행 등 정책금융기관의 역할을 재정립할 필요성을 시사한다.

Acorn의 D-REIT과 I-REIT의 이원화 구조는 리스크 수준이 다른 투자자를 분리해 수용하는 전략으로, 투자자 기반의 다변화를 가능케 했다. 이는 모든 투자자가 동일한 리스크를 공유하는 PF 방식의 한계를 극복하고, 맞춤형 위험-수익 구조를 설계할 수 있는 점에서 중요한 금융공학적 진전으로 평가된다.

무엇보다 이들 사례는 PF 구조의 구조적 리스크—예컨대 만기집중, 담보 설정, 연쇄보증 등—를 근본적으로 회피할 수 있었으며, 자기자본 중심의 영구 자본 구조를 통해 유동성과 안정성을 동시에 확보하였다. 그러나 이러한 구조가 국내에서 곧바로 구현되기 위해서는 일정한 제약 조건이 존재한다. 한국은 아직 CapitaLand나 Acorn과 같은 수직계열 개발그룹이 부족하며, 공공의 보증 역할이나 장기 민간투자 기반 역시 미성숙 단계에 있다.

따라서 해외 사례는 단순히 모범사례로서 의미를 넘어서, 프로젝트 리츠가 기존 PF와는 근본적으로 다른 구조를 설계할 수 있다는 점에서 제도적 전환의 가능성과 이를 위한 구조적 조건을 함께 시사한다.

5.1 국내 제도 도입 현황과 구조적 작동 조건

이러한 구조적 가능성은 국내에서도 제도적 기반을 통해 점차 제도화되고 있다. 2025년 「부동산투자회사법」 개정을 통해 도입된 프로젝트 리츠 제도는, 기존 위탁관리형 또는 개발형 리츠와는 달리 개발 초기 단계부터 영업인가 없이 설립신고만으로 사업 착수가 가능하도록 절차를 간소화하였다.

특히, 공모의무 및 주식분산 요건을 개발·안정화 단계에서는 유예하고, 준공 후 5년 내 공모 전환만 의무화함으로써 초기 단계의 자율성과 유연성을 확보하였다. 이는 앞서 언급한 해외 사례의 자기자본 중심 개발모델과 구조적으로 일정 부분 궤를 같이하는 제도 설계라 할 수 있다.

그러나 이러한 제도적 진전이 실질적으로 PF를 완전히 대체하는 구조로 기능하기 위해서는 다음과 같은 구조적 전제가 충족되어야 한다.

첫째, CapitaLand 사례에서 확인되었듯, 자산을 개발·보유·운영까지 일괄 수행하기 위해서는 AMC, 자산보관기관, 시공능력 등을 내재한 수직통합형 개발주체의 존재가 필수적이다. 하지만 국내 부동산 개발 생태계는 여전히 시행·시공·운영이 분절되어 있으며, 통합형 밸류체인을 내재한 사업주체는 극히 제한적이다.

둘째, Acorn D-REIT 사례에서 확인되었듯이, 개발 초기의 리스크를 분산하기 위한 공공기관 또는 정책금융기관의 참여와 보증장치가 제도적으로 뒷받침되어야 한다. 국내에는 HUG, 캠프, 신용보증기금 등 공공금융기관이 존재하나, 이들의 개발단계 리스크 분담 역할은 법제화되어 있지 않으며, 프로젝트 리츠가 민간자본을 유치하기 위한 신뢰 기반 역시 충분히 구축되어 있지 않다.

셋째, 투자 기반의 미성숙도 또한 제약 요인으로 작용한다. 국내 리츠 시장은 여전히 공모 중심의 제한된 구조에 머물고 있으며, 기관투자자의 장기투자 유인이 약하고, 일반 투자자는 개발단계 리스크에 대한 수용력이 낮아

사모단계 참여가 현실적으로 어렵다. 특히 자기자본 중심 개발을 전제로 하는 프로젝트 리츠에 있어 이러한 투자 기반의 미성숙은 자금조달의 구조적 한계로 이어진다.

이러한 여건들을 고려할 때, 넷째로, 프로젝트 리츠는 당분간 PF와 병행되는 하이브리드형 구조로 기능할 가능성이 높다. 실제로 국내의 일부 개발형 리츠는 PF 대출과 자기자본을 병행하여 자금을 조달하고 있으며, 이는 프로젝트 리츠 또한 법적으로 허용된 차입 여력을 활용해 선순위 금융기관 자금과 사모 자기자본을 결합하는 방식으로 현실적 운영모델을 구성할 수 있음을 의미한다. 특히 토지매입과 건축비가 과중한 대규모 개발사업에서는 자기자본만으로는 사업비를 충당하기 어려우며, 이는 제도의 도입 목적과 현실 간의 간극을 보여주는 대목이다.

결과적으로, 프로젝트 리츠는 제도적으로 PF 구조의 한계를 완화할 수 있는 가능성을 갖고 있으나, 단기적으로는 PF의 대체제라기보다는 하이브리드 모델로 기능할 것으로 예상된다. 궁극적 구조 전환을 위해서는 수직계열화된 개발주체의 등장, 공공금융기관의 제도적 참여, 투자자 기반의 고도화가 병행되어야 할 것이다.

6. 하남 교산지구 적용 시나리오

6.1 하남 교산지구 개요

하남 교산지구는 국토교통부가 지정한 3기 신도시 중 수도권 동남권의 핵심 입지에 해당하며, 서울 강동구와 인접한 위치에 자리하고 있다. 전체 면적은 약 6.37km²(193만 평)로, 약 3만3천 가구의 주택 공급이 예정되어 있다. 이 지역은 서울과의 생활권 연계성, 우수한 광역교통 접근성, 자족기능 확보 측면에서 정책적·시장적으로 높은 관심을 받고 있다.

2025년 5월 기준 국토교통부는 “역세권 공공택지를 프로젝트 리츠에 우선 공급하겠다”는 방침을 공식화했으며, 이는 단기 개발·매각 구조가 아닌 운영책임형 장기 보유 개발모델을 장려하는 제도 전환의 일환이다. 정부는 “좋은 땅을 줄 테니 끝까지 책임지고 운영하라”는 조건을 전제로, 광역교통망과 자족기능이 확보된 지역부터 시범적으로 적용하겠다고 밝혔다. 이러한 조건을 충족하는 대표적 권역이 바로 하남 교산지구이다.

교산지구는 중심부에 지하철 3호선 송파하남선 연장선이 예정되어 있고, 기존 5호선 하남검단산역, 중부고속도로, 서울외곽순환고속도로, 올림픽대로 등과 인접해 대중교통과 도로교통 모두에서 우수한 입지로 평가된다. 특히 3호선 연장은 현재 기본계획 수립 단계에 있으며, 2032년 개통을 목표로 추진되고 있어, 개통 시 강남권과의 접근성이 대폭 개선될 것으로 기대된다.

또한 교산지구는 자족기능용지 비중이 전체 면적의 약 10.8%에 달하며, 중심상업지구 및 복합개발이 가능한 부지가 포함되어 있다. 이는 오피스, 상업시설, 임대주택, 생활SOC 등 다양한 리츠 자산 구성이 가능하다는 점에서 유연성이 크고, 단순한 주택 공급지를 넘어 직주근접 복합도시로서 프로젝트 리츠가 실질적으로 작동할 수 있는 구조적 기반을 제공한다.

무엇보다 교산지구는 다른 3기 신도시와 비교해 지구계획 수립과 보상 절차가 상당 부분 진척되어 있어 사업 지연 리스크가 낮고, 실증 실험지로서의 실현 가능성 또한 높다는 점에서 주목된다. 앞서 언급한 정부 방침대로, 역세권·공공택지·운영책임형 개발이라는 세 가지 조건을 동시에 충족하는 하남 교산지구는 프로젝트 리츠 시범 적용 대상지로서 입지적·제도적 타당성을 모두 갖춘 사례로 평가된다.

6.2 현장 실사 및 리스크 분석

본 장에서는 교산지구 내 프로젝트 리츠 적용 가능성을 실증적으로 검토하기 위해 수행된 현장 실사 결과를 바탕으로, 사업 진행 실태 및 위험요소를 종합적으로 분석한다. 답사 대상지는 하남 교산공공주택지구 전반과 교산동 건물지 유적, 신덕풍역 공사지를 포함하며, 현장 관찰과 주민 인터뷰를 통해 정성적 자료를 보완하였다.

(1) 하남 교산공공주택지구: 철거 및 보상 실태



<사진 3,4> 교산 지구 내 철거 현장

교산지구 내 공공주택지구는 토지보상이 상당 부분 완료되어 실제 철거 작업이 활발히 진행되고 있었다. 현장에서 확인된 일부 창고 및 건물 외벽에는 붉은 스프레이로 "철거예정"이라는 문구와 필지번호가 표시되어 있었으며, 내부는 이미 비어 있고 외부에는 비닐 자재와 폐자재가 산재해 있어 물리적 이전이 가시적으로 진행 중임을 알 수 있었다.

또한, 도로 인근에는 "기보상자분들은 즉시 구역 외 이전"을 요청하는 현수막이 게시되어 있었으며, 이는 행정적으로도 이전 절차가 적극 추진 중임을 시사한다. 이러한 상황은 토지 확보와 철거 리스크가 대부분 해소되었으며, 프로젝트 리즈와 같은 제도적 실험이 가능한 기초 인프라가 갖추어진 것으로 평가된다.

(2) 교산동 건물지 유적: 문화재 리스크 및 현장 정황



<사진 5,6 교산동 건물지 유적지>

다음으로 방문한 교산동 건물지 유적지는 문화재청 등록지로 알려져 있어, 개발과정에서의 잠재적 리스크 요소로 주목되었다. 현장 접근은 불가능했으나, 인근 주민과의 인터뷰를 통해 "유적지 일부는 이미 정리되었고, 개발이 예정되어 있다"는 진술을 확보하였다. 이는 보존보다는 정비 후 개발로의 방향 전환이 이루어졌음을 시사하며, 일반적인 유적 보존 원칙과는 상이한 양상이기도 하다.

다만, 인터뷰 중 한 고령 주민은 "살던 땅을 뺏기고 쫓기듯 이주하는 기분"이라며, "고향이 사라져 마음이 허하다"고 토로했다. 이는 급속한 도시개발이 지역공동체의 정서적·사회적 기반을 붕괴시킬 수 있음을 상기시키며, 제도 설계 시 물리적 토지 이전뿐만 아니라 주민의 삶의 질과 정주 환경의 연속성 보장이 함께 논의되어야 함을 시사한다. 즉, 본 사업은 단순한 자산 편입의 문제를 넘어 지역의 기억과 감정을 보존하는 방식으로 기획될 필요가 있다.

(3) 신덕풍역 공사지구: 공정 진행 여부



<사진 7 신덕풍역 공사지 (예정)>

마지막으로 확인한 신덕풍역 공사지는 민간인 출입 통제 구역으로, 내부 관찰은 제한되었다. 그러나 인근 도로에는 각종 중장비와 차량의 이동이 빈번하게 이루어지고 있었으며, 현장 경계에는 ‘출입금지’ 안내와 보안 장비가 배치되어 있었다.

이러한 정황은 외형상 공사 지연설과 달리, 실제로는 착공이 진행 중이거나 재개 단계일 가능성을 내포하며, 토목 기반 조성 측면에서 일정 부분 진척되고 있을 가능성을 뒷받침한다.

다만, 프로젝트 리츠 적용 시 이와 같은 공정 불확실성 및 정보 비대칭은 실질적인 자산가치 평가에 변수로 작용할 수 있다.

6.3 종합 평가

하남 교산지구는 토지 보상 및 철거가 활발히 진행 중이며, 제도적 요건을 충족한 상태로 프로젝트 리츠의 시범 도입지로 적합하다. 문화재 유적지 또한 정리 후 개발이 진행 중인 것으로 확인되어, 보존 리스크는 비교적 낮은 편이다. 다만, 주민 인터뷰를 통해 원주민의 정주 기반 상실에 따른 정서적 손실이 확인되었으며, 향후 사회적 지속가능성 확보가 과제로 남는다. 신덕풍역 공사도 일부 진행 중으로, 향후 인프라 확장 가능성을 뒷받침한다. 전반적으로 법적·물리적 기반은 양호하나, 정서적·절차적 리스크 대응이 병행되어야 할 것이다.

7. 프로젝트 리츠의 금융 구조 모델

7.1 프로젝트 리츠의 혼합형 참여 금융구조

본 장에서는 하남 교산지구와 같은 공공택지 기반 개발사업에 적용 가능한 프로젝트 리츠의 기본 금융 구조를 도식화하고, 각 구성요소별 역할과 흐름을 설명한다. 해당 구조는 공공과 민간이 자산과 자금을 함께 출자하며, 리츠가 개발부터 운영까지 일괄 수행하는 통합형 사업모델이다. 아래에 제시된 구조는 정책 제도, 투자자 기반, 자산 운영의 실무 흐름 등을 고려한 대표적 모델로 제시된다. 이는 하남 교산지구를 사례로 시뮬레이션하였으나, 3기 신도시 전반에 걸쳐 범용적으로 적용 가능한 구조로 설계되었다.

프로젝트 리츠의 혼합형 참여 구조는 다음과 같은 순서로 진행된다. 먼저 공공기관(LH 등)이 현물출자 또는 택지 공급의 방식으로 자산을 제공하며, 하남 교산지구는 이미 토지보상이 완료되어 선제적인 리스크가 제거된 상태다. 이후 자산관리회사(AMC)가 주도하여 프로젝트 리츠를 설립하고, 개발과 운영을 통합 수행하는 구조로 전개된다. 이는 개발 수익이 아닌 장기 임대 운영을 전제로 하며, 준공 이후까지 동일 주체가 자산을 직접 관리하게 된다.

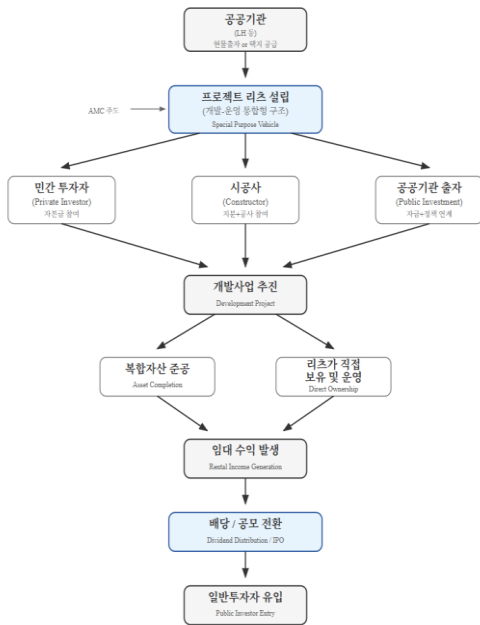
프로젝트 리츠는 민간 투자자(기관투자자 등), 시공사(지분참여 및 책임준공), 공공기관(정책 목적 및 자금 보완) 등 3자 출자 구조로 자본금을 조성하며, 위험 분산 및 이해관계 조정을 위한 복합적인 출자 체계를 갖춘다. 이후 설계, 인허가, 착공 등 개발단계가 추진되며, 교산지구는 이미 행정절차가 대부분 완료되어 실질적인 착공이 가능하다.

준공이 완료되면 프로젝트 리츠는 복합자산(상업, 오피스, 임대주택 등)을 직접 보유·운영하며, 장기 사용가치를 기반으로 한 임대 수익을 창출한다. 이는 단기 매각형 PF 구조와 달리, 정주성과 커뮤니티 형성을 전제로 한 임대형 구조로 기능한다.

임대 수익이 발생한 이후, 일정 시점에 공모 전환이 이루어진다. 「부동산투자회사법」에 따라 사용승인을 받은 후 영업인가를 득한 날로부터 5년 이내에 전체 발행주식의 30% 이상을 일반청약 방식으로 공모해야 하며, 공모

이후에는 주식 분산 의무와 공시 의무가 적용된다. 마지막 단계에서는 일반 투자자의 유입이 가능해지며, 유동성 확보와 수익 분배 구조가 확대된다. 이는 공공-민간-일반 투자자가 단계별로 참여하는 구조로, 프로젝트 리츠의 안정적인 운영을 위한 기반이 된다.

해당 구조는 AMC 운용기준의 정비, 공공기관의 보증 및 참여 도구 마련, 정주성 기반 자산 설계, 정책금융기관의 선제적 투자 등과 결합되어야 안정적으로 작동할 수 있다. 또한 대기업 스폰서 리츠와의 연계를 통해 사후 유동화 또는 재투자 플랫폼으로의 기능도 가능하다.



<그림 1> 프로젝트 리츠의 금융구조도

8. 정책적 시사점 및 제언

8.1 제도 실행을 위한 핵심 조건

프로젝트 리츠 제도는 단순한 법 개정만으로 완성되지 않으며, 실행력을 담보할 수 있는 제도적·시장적 인프라 구축이 병행되어야 한다. 첫째, 자산관리회사(AMC)의 전문성과 책임성을 강화할 수 있는 운용기준 정비가 필요하다. 도시재생 리츠 사례에서도 AMC의 개발관리 능력 차이가 사업 성공에 결정적 영향을 미쳤으며, 프로젝트 리츠에서는 이러한 역할이 더욱 중대하다.

둘째, 공공의 참여 방식이 구조화되어야 한다. 현재 LH 또는 지방공사가 참여하는 현물자 출방식은 프로젝트 리츠의 제도적 유연성을 제공하지만, 보증, 우선매입권, 자산관리 지원 등의 수단까지 제도화될 필요가 있다. 특히 도시재생 리츠와 달리, 프로젝트 리츠는 개발 단계 리스크를 내포하므로 공공보증과 조기공시 요건 면제 등 차별적 설계가 요청된다.

8.2 정주전략과 앵커기업 유치

프로젝트 리츠는 단순한 금융구조가 아니라, 사람이 거주하고 일하며 지역 경제가 지속가능하게 작동하는 공간구조를 기반으로 설계되어야 한다. 교산지구 역시 주택공급지에 그칠 것이 아니라, 정주·산업·교육이 통합된 자족형 클러스터 모델로서 개발되어야 하며, 이는 리츠 수익 안정성의 핵심 전제다.

국토교통부와 LH는 교산지구 내 약 3만㎡ 규모의 AI 혁신클러스터 조성 계획을 발표하였고, 포항공대·카네기멜론대 등 글로벌 교육기관이 입주를 확정된 상태다. 그러나 아직 앵커기업 유치는 부재하며, 프로젝트 리츠가 실제로 기능하기 위해선 대기업의 전략적 입주가 반드시 병행되어야 한다.

특히 데이터센터, AI 연구시설 등 고부가가치 기반시설은 종종 지역사회에서 ‘님비’(NIMBY)로 간주되지만, 이는 전환되어야 한다. 고급 인재와 산업이 유입되며 지역을 활성화시키는 ‘핼피’(PIMFY, Please In My Front Yard) 전략적 수용시설로 재인식될 필요가 있다. 판교테크노밸리는 66만㎡(약 20만 평)의 협소한 부지에서 연간 167조 원 이상의 매출을 창출하는 대표적 고밀도 혁신 클러스터다.

교산지구 역시 이와 같은 집적성과 고부가가치 유인을 기반으로 한 테크노벨리형 정주 전략이 선행되어야만, 프로젝트 리즈가 수익성과 사회적 수용성을 동시에 확보할 수 있다. 이는 이후 스폰서 리즈 편입과 민간자본 유입을 연결하는 실질적 인프라이자, 도시개발의 새로운 철학적 방향을 제시한다.

8.3 스폰서 리즈 연계와 투자 기반 강화

국내 리즈 시장은 아직까지 공모 중심의 제한된 구조에 머물러 있으며, 투자자 기반도 제도 초기 수준에 머물고 있다. 이를 타개하기 위해 기존의 접근을 넘어 대기업 중심의 스폰서 리즈 전략과 프로젝트 리즈 제도를 유기적으로 연계할 필요가 있다.

최근 고금리·고조달비용 환경에서 대기업들은 신규 개발사업에 직접 나서기보다는 보유자산을 리즈에 편입하거나, 외부 자산을 리즈 플랫폼을 통해 장부 내 유동화하는 방향으로 전략을 수정하고 있다. 이때, 프로젝트 리즈는 국가의 제도적 뒷받침 아래, 대기업이 위험부담 없이 자산을 사전 개발·운영 후 자사 스폰서 리즈에 흡수할 수 있는 완충 플랫폼으로 기능할 수 있다.

즉, 정주성과 자족성 확보를 위해 대한항공·LG 등과 같은 앵커 기업의 유치가 필수적인 현 시점에서, 프로젝트 리즈를 활용한 “개발 → 임대운영 → 스폰서리즈 편입” 경로에 대해 세제 혜택, 공모요건 유예, 회계상 처리 완화 등 강력한 인센티브를 부여할 필요가 있다.

도시재생 리즈가 지역 기반 금융기관(신협, 농협, 지방은행 등)을 일부 유치한 전례가 있다면, 프로젝트 리즈는 보다 대형 민간 자산운용 주체(정책금융기관 + 대기업 스폰서)의 전략적 도구로 기능할 수 있어야 한다. 특히 산업은행, 주택도시보증금 등 정책금융기관이 선제적으로 투자자로 참여함으로써 민간 스폰서의 리스크를 분산하고 신뢰를 형성하는 구조가 필수적이다.

9. 결론

본 연구는 프로젝트 리즈 제도의 제도적 틀과 시장 내 적용 가능성을 분석하고, 교산지구를 사례로 하여 그 실증적 구현 조건을 검토하였다. 기존의 프로젝트 파이낸싱(PF)이 단기 차입 중심의 고위험 구조를 내포한다면, 프로젝트 리즈는 자기자본 기반의 개발과 장기 보유·운용을 통해 자산의 내재가치를 수익화하는 구조로 기능할 수 있다. 이러한 구조는 단순한 금융수단의 대체를 넘어, 공공성과 수익성의 접점을 재정의하는 새로운 개발 플랫폼으로서의 의미를 지닌다.

그러나 제도의 형식적 도입만으로는 실질적 작동을 담보하기 어렵다. AMC의 개발역량과 공공의 전략적 참여, 산업기반 유치와 정주성 확보, 스폰서 리즈를 통한 민간자본 유입 등 시장·공간·제도 간 다층적 연계구조의 정합성이 확보되어야 비로소 프로젝트 리즈는 현실적 대안으로 기능할 수 있다. 특히 교산지구와 같은 대규모 공공택지에서의 실험은, 프로젝트 리즈가 공간 전략과 자산 운용 전략을 통합할 수 있는지 여부를 가늠할 수 있는 중요한 테스트베드로 평가될 수 있다.

본 연구의 시사점은 단순히 새로운 제도의 정책화를 주장하는 데 그치지 않는다. 프로젝트 리즈는 궁극적으로 도시개발의 목적이 부채 회수나 자산 매각이 아닌, 지속 가능한 도시공간의 설계와 운용이라는 점에서 도시계획과 금융 사이의 구조적 접점을 재설계하는 실험이다. 향후 본 제도의 성공적 안착을 위해서는, 이러한 통합적 관점에서의 후속 연구와 정책 실험이 병행되어야 할 것이다.

참고문헌

법무법인 세종. (2024). 프로젝트 리츠 제도 도입과 시사점.

국토교통부. (2023). 부동산투자회사법 개정안 설명자료.

한국부동산원. (2023). 리츠 시장 현황 및 향후 제도개선 방향.딜로이트 안진. (2023). 국내 부동산 PF 시장의 리스크 분석과 대응방안.

삼정KPMG. (2022). ESG 기반 부동산 개발 및 리츠 활용 방안.

NH투자증권. (2023). 부동산 금융 환경 변화와 REITs의 대응 전략.

Ascendas REIT. (2022). Annual Report & Portfolio Overview.

Acorn Holdings. (2021). Acorn D-REIT Structure and Case Study.

한국감정원. (2024). 부동산 리츠 운영 현황 자료.

금융감독원. (2023). 자본시장리포트 – 리츠와 대체투자.

Capital Markets Authority (Kenya). (2023). The Capital Markets (Real Estate Investment Trusts) (Collective Investment Schemes) Regulations: Legal Notice No. 116 of 2013 (Revised 2023). National Council for Law Reporting.

Monetary Authority of Singapore. (2009). The Capital Markets (Real Estate Investment Trusts) (Collective Investment Schemes) Regulations. Singapore: MAS.

국토교통부. (2025). 「부동산투자회사법 개정안의 국회 국토교통위 통과와 프로젝트 리츠 도입의 기대효과」. 국토교통위원회 브리핑, 2025년 4월.

김앤장 법률사무소. (2023). 「부동산투자회사법 개정안 주요 내용 및 프로젝트 리츠 도입에 따른 기대효과」. SHIN & KIM Newsletter, 2023년 11월.

정준호 외. (2020). 「도시재생사업에서 리츠의 활용 방안」. 국토연구원 도시재생연구센터 정책보고서.

삼성증권 대체투자팀. (2025). 「프로젝트 리츠 도입, PF시장의 저자본/고보증 관행 혁신의 과정」. Samsung Securities Sector Update, 2025년 5월 23일.

조동현. (2025.05.01). 프로젝트 리츠법 법사위 통과...‘PF 부실 구원투수’ 될까. 매일경제.

박동준. (2025.05.22). 리츠 책임개발로 PF 문제 해결...‘프로젝트 리츠’ 안착할까. 머니투데이방송(MTN)