

(주)대우의 해외교환사채 발행

최 운 열*
강 중 만**

.....

(주)대우는 기존의 주식관련 해외증권도 발행하여 왔지만 1996년에 국내 최초로 "해외교환사채" 를 발행하였다. 교환사채는 회사가 보유중인 타회사 주식으로 교환할 수 있는 권리가 부여된 채권으로 채권의 금리가 낮으며 보유중인 주식을 효과적으로 이용할 수 있다는 이점이 있다. 또한 과도하게 지분율이 높은 경우에 보유주식을 증권시장에서 처분하는 것보다 높은 가격으로 처분할 수 있다는 이점도 있다. 대우 그룹은 1995년말 현재 부채비율이 498%로서 재무구조가 다른 그룹에 비해 취약하다, 그리고 (주)대우는 대우그룹의 모회사로서 자본총계 1,462십억원보다 많은 계열기업의 주식 1,477십억원을 보유하고 있다. 따라서 대우는 보유중인 계열기업 주식을 이용하여 세계화전략에 따른 해외투자에 소요되는 자금을 보다 좋은 조건으로 조달하고자 해외교환사채를 발행하였다. 1996년에 해외교환사채를 발행하여 조달한 107백만 스위스 프랑은 말레이시아와 중국 등의 해외건설과 해외투자에 사용될 예정이며, 금리는 연 0.125%이고 만기는 5년이 넘는다. 해외증권 발행 시에는 금리와 함께 통화의 선택도 실질적인 금리부담에 영향을 주므로 중요하다. 1995년에서 1996년까지 기간 중 스위스 프랑의 시장금리는 연 3-6%로서 국내금리 11-16%에 비해 낮으며, 스위스 프랑의 환율도 1990년 이후에는 비교적 안정세를 보이고 있으며 특히 1995년과 1996년에는 변화폭이 매우 작았다. 따라서 스위스 프랑화로 자금을 조달하는 것은 금리부담이 작으며 환율위험도 낮은 것으로 평가된다.

.....

1. 대우그룹

대우그룹은 1967년 김우중 회장에 의해 설립된 섬유 및 봉제품 수출업체인 대우실업(주)에 기원을 두고 있다. 대우그룹은 창업이후 한국경제의 성장정책에 부응하여 급

* 서강대학교 경영대학 교수

** 한국증권연구원 연구위원

격히 성장하였고 1995년에는 매출액이 51.2십억불을 초과하고 자산이 63.6십억불에 달하는 한국의 4번째 재벌그룹이 되었다.

대우그룹의 성장은 한국경제의 성장과 축을 같이 하고 있다. 1960년대에 섬유업체로 시작하여 1970년대에는 중화학공업에 진출하였고, 1980년대에는 정부의 경제계획에 발맞추어 그 활동범위를 자동차, 조선, 가전 및 통신산업으로 확대하였다. 오늘날 대우그룹은 무역, 자동차, 중장비 및 조선, 전자 및 통신, 건설 및 호텔, 금융서비스 등 6개 부문을 주축으로 25개 국내기업과 277개 해외지점에서 191,000명 이상의 종업원이 근무하는 세계적인 기업집단이다. 그리고 1996년에는 포춘잡지에 의해 세계 500대 기업중 34번째 기업으로 선정되었다.

대우그룹은 1993년부터 해외시장에 보다 역점을 두는 '세계경영'을 시작하였다. 김우중 회장은 "세계경영은 한 그룹의 사업전략이 아니다. 해외에서 대한민국을 대표하는 세계화 활동이 될 수 있도록 노력하자"며 국내시장을 넘어선 세계시장을 목표로 한 폭넓은 경영활동을 펴고 있다.

국내기업과 해외기업을 결속함으로써 "대우기술을 통한 대우의 세계화(Daewoo Globalization Through Daewoo Technology)" 전략은 2000년까지 그룹 매출액을 177십억불로 증가시키고 150개 이상 국가에 650개의 거점확보를 목표로 하고 있다. 현재 해외지점과 현지법인이 393개임에 비추어 볼 때 2000년까지 650개 해외거점의 확보목표는 적극적인 세계화 전략을 대변하고 있다. 전세계에 걸친 650개 거점은 430개 판매법인, 130개 제조공장, 20개 기술 및 디자인 연구센터, 그리고 세계무역을 위한 70개 지점을 포함한다.

대우그룹은 세계경영 목표에 따라 해외시장 진출에 매우 적극적이다. 다른 재벌그룹에 비해 대우그룹은 특히 동유럽과 국가연합 등에 발빠르게 진출하고 있다. 헝가리에서는 1989년에 대우은행을 설립하고, 부다페스트 증권거래소 설립과 함께 현지법인인 대우증권도 설립하였다. 폴란드의 국영자동차 회사인 FSO를 1996년 3월에 정식으로 인수하고, 우즈베키스탄에 중앙아시아 최초의 자동차 공장을 1996년 7월에 준공함으로써 동유럽과 구소련을 중심으로 한 자동차 산업의 세계화에도 착수하고 있다. 특히 유럽시장에서 공격적인 마케팅 전략은 예상외의 성과를 거두고 있어 미국 등 선진국의 유수한 자동차 회사도 경쟁상대로서 대우의 해외진출 전략을 경계하고 있다.

(주)대우는 대우그룹의 지주회사이며 대우그룹의 무역을 총괄하는 종합무역상사 겸 건설회사로서 12,433명의 종업원을 거느리고 있다. (주)대우는 1975년에 정부에 의해 종합무역상사로 지정받았고, 1982년에는 대우개발을 합병하여 무역과 건설을 두 축으로 하고 있다. 또한 (주)대우는 대우그룹의 모회사로서 계열기업의 주식을 많이 보유하고 있으며 최근에는 대우그룹의 세계경영전략에 따라 해외투자업무에 박차를 가하고 있다.

대우중공업은 대우그룹이 인수한 1976년 당시 한국 최대규모의 디젤엔진, 차량 및

기계류 생산업체이었으나 1938년 설립이후 한 번도 이익을 내지 못한 경영이 매우 부실한 국영기업이었다. 그러나 대우그룹이 인수한 다음해부터 이익을 실현함으로써 김우중 회장은 경영자로서 명성을 얻게 되었다. 이러한 경험이 뒷받침되어 대우는 GM과 경쟁에서 승리하여 폴란드 최대의 자동차 공장인 FSO를 인수하였고, 향후 FSO 자동차 공장의 경영정상화를 달성함으로써 동구권 진출에 더욱 박차를 가할 것으로 기대된다.

2. 해외증권

기업이 자본시장에서 자금을 조달하는 방법으로는 주식발행과 채권발행이 있다. 주식발행은 자기자본 조달방법으로서 기업의 재무구조를 건실하게 하지만, 기업의 미래 수익성 등에 관한 기업의 예측에 비해 현재 주가가 낮을 경우에는 자금조달 비용이 높게 된다. 채권은 금융기관 차입과 함께 대표적인 타인자본 조달 수단으로서 채권발행시 약정된 이자를 지불한다. 채권발행에 의한 자금조달은 채권발행시 자본조달 비용이 확정되는 이점이 있으나 발행기업의 금리부담이 작지 않다. 따라서 기업의 향후 수익 전망이 좋은 경우에는 채권과 주식의 이점을 함께 갖고 있는 혼성증권(Hybrid Securities)을 발행함으로써 기업은 자금조달비용을 절감할 수 있다. 전환사채, 신주인수권수권부 사채, 교환사채 등은 이러한 혼성증권의 대표적인 예다.

〈표 1〉 해외증권 발행상황

(단위: 백만불)

년 도	주식관련 해외증권			비주식관련 해외증권		계
	전환사채	신주인수권 부사채	주식예탁 증서	일반채권	금리변동 부채권	
1992	424	65	150	2,720	360	3,719
1993	538	50	328	4,295	409	5,620
1994	639	45	1,168	1,824	1,751	5,427
1995	752	213	1,310	4,415	2,768	9,457

우리나라의 국내금리가 국제금리에 비해 높으므로 기업은 해외자금 도입을 선호한다. 그러나 해외자금의 도입은 통화증발의 요인이므로 기업의 해외증권 발행을 통한 자금도입은 증권관리위원회의 「해외증권발행규정」에 의해 규제되고 있으며, 해외증권의 발행은 자금용도 등을 감안하여 선별적으로 허용되고 있다.

기업의 해외증권 발행을 통한 자금조달은 1990년대에 꾸준히 증가하여 1995년에 9,457백만불에 달하였다. 이 중에서 비주식관련 해외증권의 발행은 일반채권 4,415백만

불과 금리변동부 채권 2,768백만불로 전체 조달규모의 76%를 차지하고 있다. 그러나 1995년에 주식관련 해외증권으로 전환사채 752백만불, 신주인수권부 사채 213백만불, 주식예탁증서 1,310백만불이 발행되었으며, 주식관련 해외증권의 발행비중이 꾸준히 증가하고 있다(<표 1> 참조).

주식관련 해외증권은 주식투자와 직접 관련되므로 주식관련 해외증권의 발행은 증권시장의 발달과 밀접한 관계를 갖고 있다. 1980년대 하반기 이후 국내 증권시장이 급성장함에 따라 주식관련 해외증권의 발행이 시작되었다. 주식관련 해외증권의 발행은 1985년에 삼성전자가 발행한 전환사채 2천만불이 효시이며, 1985년 이후 1988년까지는 전환사채만이 발행되었다.

<표 2> 국내기업의 주식관련 해외증권 발행실적

(단위: 천달러)

연도	CB		BW		DR		계	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1985	1	20,000	-		-		1	20,000
1986	2	60,000	-		-		2	60,000
1987	1	30,000	-		-		1	30,000
1988	1	30,000	-		-		1	30,000
1989	-	-	1	50,000	-		1	50,000
1990	5	180,000	1	70,000	1	40,000	7	290,000
1991	15	594,500	3	270,000	2	200,000	20	1,064,500
1992	7	424,000	2	65,000	1	150,000	10	639,000
1993	11	538,000	1	50,000	3	328,000	15	916,000
1994	22	639,100	1	45,000	11	1,168,000	34	1,852,100
1995	40	751,500	3	213,000	9	1,310,000	52	2,274,500
1996. 1-7	19	598,900	-	-	4	410,000	23	981,900

〈표 3〉 대우그룹 해외증권 발행실적

발행회사	발행일	발행증권	금액	만기
대우중공업	86. 5. 23	CB	US\$ 4,000만	15년
대우통신	91. 6. 18	CB	US\$ 5,000만	15년
대우	91. 12. 9	BW	US\$ 15,000만	5년
대우	92. 9. 9	CB	SFr 4,500만	4년 3개월
대우전자	92. 11. 4	CB	US\$ 5,000만	15년
대우	93. 2. 24	CB	SFr 7,500만	4년 10개월
대우전자	93. 5. 18	CB	US\$ 7,000만	15년
대우	93. 11. 8	CB	US\$ 5,000만	15년
대우	94. 3. 7	CB	US\$ 7,500만	10년
오리온전기	94. 7. 28	CB	US\$ 5,050만	15년
대우전자	94. 9. 13	CB	SFr 5,000만	5년
대우	95. 3. 29	CB	SFr 5,000만	5년
대우전자	95. 3. 30	CB	SFr 5,000만	5년
대우정밀	95. 6. 9	CB	SFr 1,500만	5년

그러나 국내기업의 대외신인도가 제고되어 신주인수권부 사채는 1989년에 삼미특수강이 5천만불을 최초로 발행하고, 주식예탁증서는 1990년에 삼성물산이 4천만불을 최초로 발행하였다. 1990년 이후에는 국내 증권시장의 침체 등의 영향으로 기업의 국내자금 조달이 어려워져 해외증권 발행이 활기를 띠게 되었고, 1995년에는 52건 2,275백만불의 발행실적을 이루게 되었다. 대우그룹도 1986년 대우중공업의 전환사채 4천만불 발행을 기점으로 대우, 대우전자, 대우통신, 대우정밀, 오리온전기 등이 해외투자 자금이나 시설재 구입자금에 충당하기 위하여 해외증권을 발행하였다(<표2>와 <표3> 참조).

1) 해외전환사채(Convertible Bond)

전환사채는 사채와 주식의 양면적인 성격을 갖춘 대표적인 주식연계채권(Equity Linked Securities)이며 해외전환사채는 외국인 투자자를 대상으로 해외에서 발행되는 전환사채이다. 일반적으로 회사채는 일정기간마다 이자를 지급하고 만기시에 원금을 상환하지만, 전환사채는 이러한 회사채의 특성에 부가하여 만기전에 미리 정해진 조건

에 따라 채권의 소지자에게 보유한 사채를 주식으로 전환시킬 수 있는 권리가 부여된 채권이다. 그러므로 전환사채의 가치는 채권으로서 가치와 주식으로서 가치의 합으로서 나타낼 수 있으며, 일반사채와 달리 전환사채는 사채발행시 이자율, 만기와 함께 전환가격도 결정되어야 한다.

발행회사 측면에서 해외전환사채 발행의 이점은 다음과 같다.

첫째, 장기자금의 조달이 가능하다. 국내에서 발행되는 채권의 만기는 대체로 3년이지만 국제금융시장에서 발행되고 있는 해외전환사채의 만기는 통상 15년이다. 따라서 발행기업은 최소한 15년간 사채원금을 상환하여야 하는 부담없이 장기자금을 이용할 수 있다.

둘째, 낮은 금리로 자금조달이 가능하다. 주식전환권을 부여한 대가로 해외전환사채는 연 0.25% 내외의 매우 낮은 금리로 발행되고 있다.

셋째, 주식전환시 할증발행으로서 주식매각 수입의 증대를 기할 수 있다. 상장기업이 국내에서 유상증자를 할 경우에 신주의 매각가격은 시가에 비해 30%정도 낮게 책정되고 있다. 그러나 해외전환사채 발행시 주식의 전환가격은 시가에 비해 높게 결정되므로 주식발행시 매각수입의 증대효과를 얻을 수 있다.¹⁾

넷째, 기업의 재무구조를 개선할 수 있다. 해외전환사채가 주식으로 전환되면 기업의 부채는 감소하고 자기자본은 증가하여 기업의 재무구조가 개선된다.

다섯째, 기업의 대외이미지가 개선되고 국제금융시장에서 신용도가 제고된다. 해외증권을 외국인 투자자에게 판매하기 위해서는 발행기업에 관한 많은 정보를 제공하여야 한다. 따라서 해외증권을 발행하게 되면 국내는 물론 해외에서도 많은 홍보효과를 얻을 수 있다. 또한 이러한 홍보효과를 뒷받침으로 하여 발행기업은 대외신용도를 제고시켜 추후에 일반사채나 주식에탁증서 등 다양한 해외증권을 발행하여 자금을 조달할 수 있다.

그러나 발행기업 측면에서 해외전환사채의 발행은 다음과 같은 단점이 있다.

첫째, 해외전환사채의 발행절차가 복잡하다. 국내 전환사채 발행에 비해 해외전환사채 발행시에는 해외 자본시장의 기준에 맞는 사업설명서(Prospectus)를 작성하여야 하고 해외 Roadshow를 개최하는 등 발행절차가 번잡하다. 또한 외화로 표시된 전환사채를 원화표시 주식으로 전환하는 경우에 전환업무가 복잡하다.

둘째, 기존주주의 지분율이 저하된다. 전환사채가 주식으로 전환될 때에는 신주를 발행하여 교부하게 된다. 따라서 기존 주주의 지분율이 낮아지고 기존 경영진이 갖고 있는 경영권이 침해될 우려가 있다.

1) 전환가격은 전환사채의 주식전환시 주식 1주를 살 수 있는 가격이다.

2) 해외신주인수권부 사채(Bond with Warranty)

신주인수권부 사채는 사채발행후 일정기간 동안 미리 약정된 행사가격에 의해 신주를 인수할 수 있는 권리가 사채소지자에게 부여된 사채를 말한다. 신주인수권이 행사 되면 발행회사는 신주를 발행해야 한다는 측면에서 신주인수권부 사채는 전환사채와 유사하지만, 신주인수권이 행사된 후에도 채권이 만기까지 유통된다는 점에서 상이하다. 따라서 신주인수권은 콜 옵션의 일종이고 신주인수권부 사채는 사채에 주식을 인수할 수 있는 콜 옵션이 첨가된 것이다.

신주인수권부 사채는 분리형과 비분리형으로 구분할 수 있다. 분리형은 신주인수권과 사채권이 각각 별도의 유가증권으로 분리된 형태이다. 신주인수권은 사채권과 별도로 거래되며 신주인수권 증권만을 제시함으로써 신주인수권이 행사된다. 비분리형에서는 사채권과 신주인수권이 동일한 유가증권에 표시되어 사채권과 신주인수권의 분리 양도가 불가능하다. 따라서 사채권을 소지한 자만이 신주인수권을 행사할 수 있다. 우리나라에서는 상법에 의해 두가지 형태의 발행이 모두 허용되고 있으나 국내시장에서는 비분리형이 일반적이고, 해외시장에서는 분리형이 보편화되어 있다.

주식대금의 납입형태에 따라 신주인수권부 사채는 현금불입형과 대용납입형으로 나눌 수 있다. 현금불입형에서는 신주의 인수대금을 현금으로 납입하여야 하지만, 대용납입형에서는 신주의 인수대금을 사채의 상환자금으로 납입이 가능하다. 상법은 현금불입형과 대용납입형의 발행을 모두 허용하고 있으나 해외시장에서는 현금불입형이 일반적이다.

발행회사 측면에서 해외 신주인수권부 사채 발행의 이점은 해외 전환사채 발행의 이점과 유사하다. 다만 해외 신주인수권부 사채의 만기는 통상 5~7년으로 해외전환사채에 비해 단기이다.

해외신주인수권부 사채 발행의 단점도 해외전환사채의 경우와 유사하다. 다만 신주인수권은 일종의 옵션으로서 행사기간의 종료 시기에 신주인수권의 행사가 집중되어 주가 하락요인으로 작용할 소지가 있으며 해외전환사채에 비해 금리가 약간 높다.

3) 주식예탁증서(Depository Receipt)

주식예탁증서는 국내증시에 상장되어 있는 주식이나 채권의 외국인 투자자간 매매 거래를 쉽게 하기 위하여 고안된 유가증권 대체증서이다. 국내주식(‘원주식’)은 예탁은행에 의해 국내 예탁기관에 예탁되고, 예탁은행이 발행한 주식예탁증서가 외국인간 매매거래에서 이용된다. 따라서 주식예탁증서는 원주식과 동일한 권리를 가진 유가증권으로서 원주식 1주 또는 10주에 대하여 주식예탁증서 1단위가 발행된다.

주식예탁증서 대신에 주식예탁주권(Depository Share)이 발행되기도 한다. 주식예탁

주권은 원주식과 상호전환이 가능한 구체적 증권이라는 점에서 전환권리를 표시하는 주식예탁증서와 차이가 있다. 그러나 실질적인 내용에 차이가 없어 실무적으로는 혼용되고 있다.

주식예탁증서는 국제간 주식거래의 편의와 비용을 절감하기 위하여 개발되었다. 국내투자자가 해외주식에 투자하고자 하는 경우에는 외국증권회사에게 매매에 수반된 수수료를 지급하여야 하며, 주식보관에 따른 비용도 부담하게 된다. 뿐만 아니라 취득한 주식을 직접 보관하고자 하는 경우에는 운송료와 보험료 등 보관비용을 부담하여야 하고 운송보관에 따른 번잡함을 감수하여야 한다. 또한 기업의 사업보고서 등 결산자료가 상장된 국가의 언어로 발간되고 배당금도 상장된 국가의 통화로 지급되므로 해외투자시 어려움이 따른다. 이러한 불편함을 제거함으로써 외국인의 주식투자를 유치하기 위하여 주식예탁증서가 개발되었다.

주식예탁증서는 기명식 또는 무기명식으로 발행되고 있다. 기명식은 미국과 아시아 지역에서 주로 발행되고 무기명식은 주로 유럽지역에서 발행되고 있다. 또한 주식예탁증서는 발행지역에 따라 ADR(American Depositary Receipt), EDR (European Depositary Receipt), GDR(Global Depositary Receipt) 등으로 구분된다.

ADR은 주로 미국의 증권거래소나 장외시장 등에서 거래되는 주식예탁증서로서, ADR의 발행과 유통은 미국 증권관리위원회의 엄격한 규제를 받는다. 미국시장은 시장 규모나 거래량 면에서 세계 최대이므로 ADR의 시장성은 타지역 발행의 주식예탁증서에 비해 우월하다. 그러나 증권관리위원회에 의한 엄격한 규제를 준수하기 위한 비용을 부담하여야 한다. 사모발행시에는 미국 증권관리위원회의 엄격한 규제를 피할 수 있으나 투자자가 일정한 자격을 갖춘 기관투자자로 제한되어 시장성이 부족하다.

EDR은 유럽시장에서 발행되고 유통되는 주식예탁증서이다. EDR은 과거에 일본기업들이 주로 발행하였으나 최근에는 GDR 발행의 증가와 함께 EDR의 발행실적이 없어 시장이 크게 위축되고 있다.

GDR은 미국시장과 유럽시장 등에서 동시에 발행되는 주식예탁증서이다. 미국시장과 유럽시장 등에서 동시에 발행함으로써 주식예탁증서에 대한 수요를 유발하여 시장성을 높일 수 있다. 현재 대부분의 국내기업들은 GDR방식에 의한 주식예탁증서를 발행하고 있다.

4) 해외 교환사채(Exchangeable Bond)

교환사채는 회사가 자산으로 보유하고 있는 타회사 발행주식을 대상으로 하여 주식과 교환할 수 있는 권리가 부여된 채권이다. 교환사채를 발행한 회사는 보유중인 주식을 이용하여 자금을 조달할 수 있다. 교환사채의 투자자는 교환사채 발행회사의 채권의 원리금 상환능력과 함께 교환대상 주식의 가격상승 가능성을 종합적으로 판단하여

투자하게 된다.

교환사채는 회사가 보유중인 주식을 효과적으로 이용한 자금조달 방법이다. 그러나 보유중인 유가증권을 이용한 자금조달로서는 보유 유가증권을 직접 매각하는 방법도 있으므로 교환사채의 발행은 빈번히 이용되는 자금조달 방법은 아니다. 교환사채를 발행하여 자금을 조달하는 경우에 발행회사는 보유주식의 처분과 교환사채 발행의 이점을 비교 분석하여 기업정책 또는 재무정책적인 측면에서 이익이 되는 방법을 선택해야 한다.

우리나라의 경우에는 1989년 5월 선경이 유공의 보통주를 대상으로 200억원의 3년 만기 교환사채를 발행하였고, 1994년 이후에는 일신방직 등이 한국이동통신 보통주를 대상으로 하여 교환사채를 발행한 실적이 있다. 국제금융시장에서는 네델란드의 Alcan Finances가 1988년에 1억5천만불의 만기 15년의 해외교환사채를 발행하였고, 대만의 President사는 1994년에 만기 7년의 해외교환사채를 사채이자율 0%로서 1억불 발행했다. 우리나라의 경우에는 국내 최초로 1996년 11월에 (주)대우가 보유중인 대우중공업 주식을 대상으로 해외교환사채를 발행하였다(<표4>와 <표5> 참조).

국제금융시장에서 발행되는 해외교환사채의 만기는 대체로 3~5년으로 다른 해외증권에 비해 만기가 짧고, 이자율은 고정금리가 일반적이다. 그리고 발행시 교환가격은 다른 해외증권과 마찬가지로 주식전환에 대한 옵션가치를 반영하여 할증 발행되고 있다. 교환사채의 만기가 비교적 짧은 것은 주식의 가격변동성이 채권의 가격변동성에 비해 높다는 점과 교환사채의 교환대상인 주식이 발행회사가 보유한 타회사의 주식이므로 발행회사가 장기간 주식보유에 따른 위험을 회피하고자 하는 요인 등에 기인한다.

해외교환사채의 발행은 다음과 같은 면에서 유리한 점이 있다. 국제금융시장에서 신용도가 높아 해외증권을 발행하여 자금을 조달할 수 있는 회사가 외국인투자 한도의 제한으로 인하여 발행회사 주식을 대상으로 전환사채나 신주인수권부 사채 또는 주식예탁증서의 발행이 어렵거나, 타회사 주식을 과도하게 많이 보유한 경우에는 해외교환사채를 발행하여 효과적으로 자금을 조달할 수 있다. 또한 공정거래법 개정에 의해 타사 출자한도가 당해법인 순자산의 40%에서 25%로 축소되어, 재벌그룹에 속한 회사가 과도하게 보유한 계열기업 주식을 처분하고자 할 때에 주식을 국내 증권시장에서 처분하면 주가하락으로 적정가격을 받지 못하게 된다. 이런 경우에 1998년 3월까지 타법인 출자한도를 25%로 조정하기 위한 방법으로 해외 교환사채를 발행할 수도 있다.

〈표 4〉 국내 교환사채 발행 실적

(단위:백만원)

발행회사	발행일	사채이율	만 기	금 액	보증여부	교환대상 주식
선 경	89. 5. 26	6%	3년	20,000	보 증	유공
일신방직(주)	94. 3. 3	3%	3년	5,000	무 보 증	한국이동통신
경인전자(주)	94. 7. 11	1%	3년 5개월	3,000	보 증	한국이동통신
쌍용제지(주)	96. 4. 6	-	3년 9개월	4,012	보 증	한국이동통신
(주)영원무역	96. 4. 22	-	3년	5,300	무 보 증	한국이동통신
일신방직(주)	96. 7. 6	-	3년	5,000	보 증	한국이동통신
(주)계몽사	96. 7. 27	-	3년	10,000	보 증	한국이동통신
(주)화신	96. 7. 27	-	3년	9,900	무 보 증	한국이동통신

〈표 5〉 해외 교환사채 발행 실적

발행일	발행자	발행국가	교환주식	만기 (년)	금액 (백만)	사채이 율(%)	상장거래 소
88. 6.29	Alcan Finances BV	Netherlands	Nippon Light Metal	15	US\$150	4.00	Luxembourg
91. 4.30	Federation of Malaysia	Malaysia	Telekom Malaysia Berhad	10	US\$190	6.00	London
92. 3.30	Sakura Holdings SCA	Luxembourg	Mitsui Taiyo Kobe Bank	3	¥100,00	6.75	
93. 4.16	Thai Petrochemical Industry Ltd.	Cayman Islands	TPI Polene	5	Sfr.70	3.50	Private Placement
94. 7.22	President Enterprises Corp.	Taiwan	Ton Yi Industrial	7	US\$100	0.00	Luxembourg PORTAL
94. 10.4	PT Eka Gunatama Mandiri	Indonesia	PT Mulia Industrindo	3	US\$40	4.00	London

3. (주)대우의 해외교환사채 발행

1) (주)대우의 해외교환사채 발행 배경

우리나라 기업은 자금조달면에서 금융기관 차입 의존도가 높다. 1995년에 주식이나 채권 등 기업의 신용을 바탕으로 자본시장에서 자금을 직접 조달한 비중은 35.7%이고 금융기관 차입비중은 40.2%이다. 그러나 주식이나 채권을 발행하여 자금을 조달하는 직접금융의 비중은 1991년 이후 1995년까지 꾸준히 증가하였다. 1995년에 회사채를 발행하여 자금조달한 비중은 14.5%이고 주식을 발행하여 자금조달한 비중은 13.1%이다 (<표6> 참조).

〈표 6〉 민간기업의 자금조달 구성

(단위: %)

구 분	1991	1992	1993	1994	1995
직 접 금 융	31.2	31.2	33.3	33.6	35.7
회 사 채	(14.4)	(13.6)	(13.8)	(14.1)	(14.5)
기 업 어 음	(3.8)	(4.6)	(6.4)	(6.2)	(8.1)
주 식	(13.0)	(13.0)	(13.1)	(13.3)	(13.1)
간 접 금 융	41.4	41.6	40.6	41.4	40.2
기 타	5.7	6.0	3.7	4.0	4.5
해 외 차 입	21.6	21.1	22.4	21.1	19.6

상장기업이 주식이나 채권을 발행하여 조달한 자금은 시설자금보다는 주로 운영자금으로 사용되고 있다. <표7>에서 볼 수 있듯이 1995년에 유상증자를 통해 조달한 자금은 5,584십억원이고 이 중에서 시설자금으로 사용된 자금은 2,102십억원으로 37.6%이고, 운영자금으로 사용된 자금은 3,482십억원으로 62.4%를 점하고 있다. 1995년에는 회사채를 발행하여 조달한 자금 23,581십억원 중 59%인 13,931십억원이 운영자금으로 사용되었다.

〈표 7〉 상장기업의 직접금융 자금조달 및 용도

(단위: 십억원)

년 도	주 식(유상증자)			회 사 채			
	시설자금	운영자금	계	시설자금	운영자금	차환자금	계
1992	1,284	427	1,711	4,580	2,004	4,553	11,137
1993	1,539	1,250	2,789	4,126	3,675	7,798	15,599
1994	1,194	4,185	5,379	2,406	11,897	5,730	20,033
1995	2,102	3,482	5,584	4,300	13,931	5,350	23,581

대우그룹은 4대 그룹에 속하지만 급격한 성장을 위한 외부자금의 차입규모가 커서 다른 그룹에 비해 재무구조가 취약하다. 대우그룹의 모회사인 (주)대우의 1995년말 현재 부채총계는 7,281십억원으로 자본총계의 4.98배에 달하고 있다. 또한 (주)대우는 대우그룹의 지주회사로서 계열기업의 주식을 많이 보유하고 있다. 1995년말 현재 관계회사 주식 보유액은 1,477십억원으로 자본총계 1,462십억원보다 많다. 부채는 1994년에 비해 1995년에 급격히 증가하였다. 1994년 부채총계는 5,690십억원이었으나 1995년에는 7,281십억원으로 증가하였다. 매출액은 10,529십억원에서 15,025십억원으로 42.7% 증가하였지만 매출총이익의 증가는 21.6%에 그쳤다. 부채증가로 인한 지급이자의 증가로 1995년도 경상이익은 1994년에 비해 감소하였다(<표 8>과 <표 9> 참조).

〈표 8〉 (주)대우의 대차대조표 요약

(단위: 십억원)

계 정 과 목	1991	1992	1993	1994	1995
유동자산	3,093	4,160	4,601	4,638	6,014
투자및기타자산	1,455	1,675	1,674	1,977	2,190
관계회사주식	1,042	1,111	1,126	1,292	1,477
고정자산	274	319	375	490	528
자산총계	4,836	6,173	6,663	7,117	8,743
유동부채	2,624	3,573	3,522	3,595	4,827
고정부채	1,028	1,350	1,761	2,095	2,454

계 정 과 목	1991	1992	1993	1994	1995
사 채	423	416	645	738	916
장기차입금	459	553	827	1,114	1,209
부채총계	3,652	4,923	5,283	5,690	7,281
자 본 금	410	440	520	539	565
자본총계	1,184	1,250	1,380	1,426	1,462
부채와자본총계	4,836	6,173	6,663	7,117	8,743

〈표 9〉 (주)대우의 손익계산서 요약

(단위: 십억원)

계 정 과 목	1991	1992	1993	1994	1995
순 매 출 액	6,938	8,151	9,534	10,529	15,025
매 출 총 이 익	517	715	831	885	1,076
영 업 이 익	262	367	490	497	510
영 업 외 수 익	173	173	171	237	278
영 업 외 비 용	419	498	587	636	736
경 상 이 익	16	41	75	99	52
당 기 순 이 익	30	40	49	48	60

(주)대우는 세계경영에 필요한 외화자금의 자금조달 비용을 절감하기 위하여 해외 시장 차입비중이 국내 타기업에 비해 높으며, 국내기업으로서는 비교적 다양한 자금조달방법을 이용하고 있다(<표 10>). 1991년 이후 해마다 해외전환사채(CB) 또는 해외신주인수권부사채(BW) 등 해외증권을 발행하여 US\$27,500만과 SFr.17,000만의 자금을 조달하였다. 해외자금 조달시에는 원화환율의 절하에 따른 환차손의 위험은 있지만 해외금리가 국내금리에 비해 매우 낮은 점을 감안할 때 해외투자를 위한 해외자금 차입은 기업의 지급이자 부담을 경감할 수 있는 방법이다. 또한 CB와 BW가 주식으로 전환된다면 부채가 줄고 자기자본이 증가하여 취약한 (주)대우의 재무구조를 개선하는 효과도 기대할 수 있다.

〈표 10〉 (주)대우의 해외증권 발행내역

종 류	금 액	금 리	발 행 일	만 기
BW	US\$ 15,000만	5.5 %	91. 12. 9	5년
CB	SFr. 4,500	4.5 %	92. 9. 9	5년
CB	SFr. 7,500	3.25%	93. 2. 24	5년
CB	US\$ 5,000	0.25%	93. 11. 8	15년
CB	US\$ 7,500	0%	94. 3. 7	10년
CB	SFr. 5,000	0.375%	95. 3. 29	5년

(주)대우는 세계화 전략에 따라 해외투자를 증가시키고 있다. 그러나 해외투자에 소요되는 자금의 국내 금융기관 차입은 부채비율을 더욱 악화시키고 자금조달 비용이 높을 뿐만 아니라 환차손의 위험도 있으므로 해외자금 조달의 필요성이 높다. 특히 (주)대우는 대우그룹의 지주회사로서 계열기업 주식을 많이 갖고 있으며, 대우중공업(주)의 주식은 발행주식의 36.71%인 135백만주를 보유하고 있다. 따라서 (주)대우는 공정거래법 개정에 의해 대우중공업(주)에 대한 지분율을 낮추기 위하여 보유주식을 일부 처분해야 한다(<표 11>).

〈표 11〉 대우중공업(주)의 주요주주 명세

주 주 명	지 분 율(%)
(주) 대우	36.71
보험회사	2.26
은행 및 금융기관	18.10
증권회사	0.89
기타 기관	18.68
개 인	19.08
외 국 인	4.27

그런데 교환사채의 교환대상인 대우중공업(주)의 주가는 증시침체 등으로 인하여 현재 매우 낮은 수준이다. <표 12>에서 1991년의 연중 최저가가 15,500원이었으나

1996년의 연중 최고가는 9,100원에 불과하다. 평균가격을 기준으로 할 때 최근의 주가는 1991년의 1/3에 불과하다. 이러한 가격수준은 1991년 이후 1996년까지 주식배당, 유상증자, 무상증자 등을 감안하여도 매우 낮은 수준이다. 대우중공업(주)과 대우조선의 합병이 주가하락에 미친 영향을 감안하여도(<표 13>) 현재 주가는 증시침체 등의 영향으로 저평가된 것으로 판단된다. 또한 (주)대우가 보유한 주식을 처분하는 경우에 매각 규모가 매우 크므로 국내처분시 주가의 하락요인으로 작용할 것이다.

〈표 12〉 대우중공업(주)의 주가주이

기 간	주 당 가 격			종합주가지수	
	고 가	저 가	평 균	고 가	저 가
1991	23,700	15,500	18,989	771.58	579.11
1992	19,000	7,360	11,757	704.94	456.59
1993	20,300	10,100	13,595	880.35	602.30
1994	17,900	10,700	13,576	1,145.01	853.91
1995	13,000	7,910	9,972	1,029.83	840.24
1996. 1	8,450	7,650	8,104	888.85	842.72
1996. 2	8,450	7,630	7,980	890.68	852.83
1996. 3	8,050	7,410	7,733	874.16	838.87
1996. 4	9,100	7,500	8,239	985.03	869.17
1996. 5	8,900	7,500	8,046	986.84	894.29
1996. 6	7,950	6,600	7,202	913.25	817.43
1996. 7	7,200	5,900	6,454	858.79	804.55
1996. 8	6,600	5,950	6,209	837.99	753.35
1996. 9	6,430	5,500	6,028	803.04	759.35

일반적으로 해외증권 발행시에는 금리와 환율위험을 동시에 검토하여야 한다. 1995년에서 1996년까지 기간중 스위스 프랑화의 시장금리는 3~6%로서 동 기간의 국내 시장금리 11~16%에 비해 훨씬 낮다. 환율은 1989년 이후 급등하였으나 1995년과 1996년에는 비교적 변화폭이 작아 안정세를 보이고 있다(<그림 1>, <그림 2>, <표 14>).

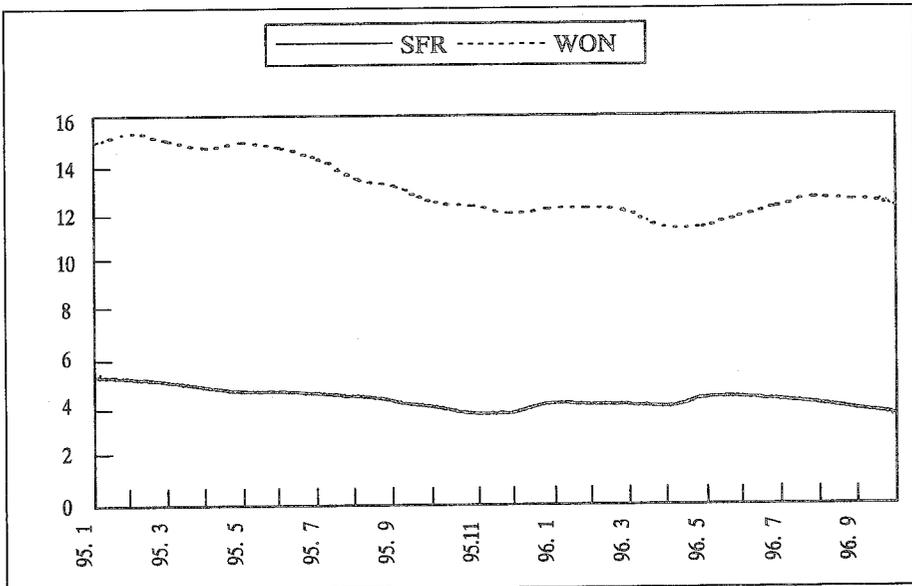
〈표 13〉 대우중공업(주)의 발행주식 현황

일 자	구 분	발행주식수	발행후 주식수
1991. 2.25	주식 배 당	2,344천주	49,579천주
1992. 1.10	유 상 증 자	6,548	57,569
1992. 2.28	주식 배 당	2,533	60,103
1993. 7.21	무 상 증 자	30,691	92,393
1994. 2.28	주식 배 당	1,521	94,451
1994	합 병	271,593	367,453

주: 발행후 주식수의 기간별 차이는 전환사채의 주식전환에 기인한다.

이러한 추세가 당분간 지속된다면 스위스 프랑화로 자금을 조달하는 것이 자금조달 비용을 절감한다는 측면에서 유리하다. 특히 1996년 10월 현재 스위스 프랑화의 금리가 연 3.61%로서 국내 금리 연 12.11%에 비해 8.50% 낮으며, 1990년 이후 환율도 비교적 안정적이어서 전체적인 자금조달비용의 부담이 저렴하다.

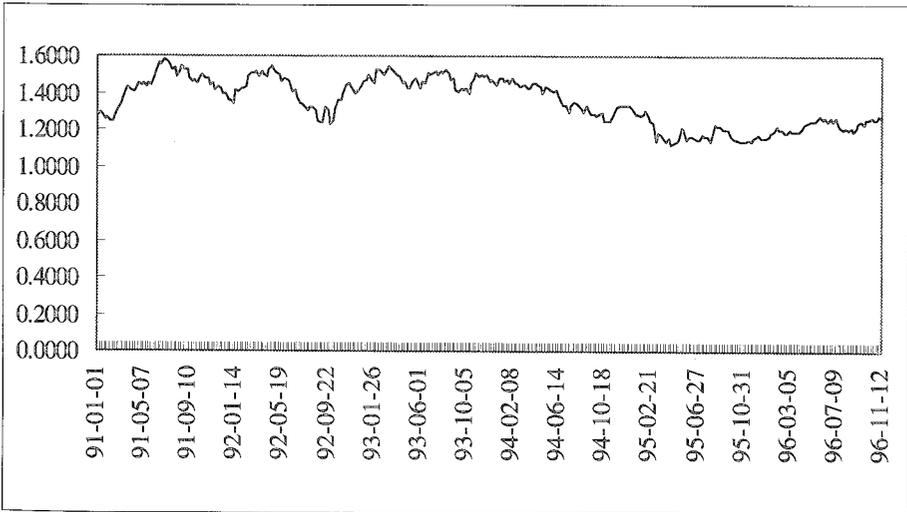
〈그림 1〉 금리변동 추이



또한 자금의 가용성 면에서 스위스 금융시장은 우리나라에 대하여 다른 국제금융시장에 비해 비교적 호의적이다. 따라서 미국이나 다른 국제 금융시장에서 자금을 조달하는 것보다 유리한 조건으로 자금차입이 용이하다.

따라서 스위스 프랑화로 스위스 금융시장에서 해외투자자금을 조달하는 것이 국내 금융시장에서 조달하는 것보다 유리하다. 또한 자금의 조달과 운용이 모두 해외에서 이루어 지므로 외화자금의 차입이 원화자금의 차입 또는 국내에서 주식을 매각하는 것보다 환율변동위험을 감소시킬 수 있는 방법이다.

<그림 2> 달러 대비 스위스 프랑화 환율 변동 추이



해외시장에서 자금을 조달하는 방법으로는 사채, CB, BW, DR 등의 발행이 있다. 그런데 (주)대우는 보유중인 주식을 처분해야 하는 입장이므로, 해외교환사채를 발행하는 것은 세계화 경영에 필요한 자금의 효율적인 조달과 초과 보유중인 주식의 효과적인 처분방법으로서 일석이조의 효과를 거둘 수 있는 방법이다.

교환사채 발행에 의한 자금조달과 조달한 자금의 해외투자에 따라 단기적으로는 (주)대우의 자산과 부채가 증가하나, 교환사채에 부여된 교환권리가 행사되면 자산의 감소와 부채의 감소가 이루어져 장기적으로는 자산 항목의 조정만이 나타나게 된다. 따라서 해외자금조달이 재무구조에 미치는 악영향은 방지할 수 있다.

〈표 14〉 스위스 프랑 대 원화 환율

년 도	최 고 치	최 저 치	기 간 말
1989	458.55	371.79	441.10
1990	573.65	430.48	562.32
1991	585.01	459.94	560.86
1992	641.47	502.78	538.34
1993	585.87	510.82	545.46
1994	645.14	541.08	601.83
1995	689.53	598.43	671.61
1996. 1~9	688.75	614.98	653.30

2) 해외교환사채 발행조건

가. 발행금액 및 자금용도

발행금액은 107백만 스위스 프랑이고, 발행에 의해 조달된 자금은 다음과 같이 해외 건설의 운영자금과 해외투자에 사용될 계획이다.

- 말레이시아 통신공사 건물 신축 운영자금 : 8.7백만불
- 불가리아 호텔 구입자금 : 20백만불
- 푸에토리코 자동차 판매회사 설립 : 4.5백만불
- 중국 상해 용강구 프로젝트 : 28.8백만불
- 중국 길린 호텔 : 16백만불
- 중국 상해 운송회사 : 5.4백만불

우리나라에서는 기업이 해외 외화차입금의 국내유입을 제한하고 있으므로, 해외교환사채 발행에 의해 조달한 자금은 모두 해외투자에 사용할 계획이다. (주)대우의 입장에서는 세계화에 필요한 자금을 해외에서 저렴하게 조달함으로써 해외투자를 활성화 하고 기업의 수익성을 높일 수 있다.

나. 이자율과 지급일

교환사채의 이자율은 연 0.125%로 하고 이자지급일은 매년 12월 31일로 한다. 이자기산일은 1996년 11월 11일이며 최초 이자지급일은 1997년 12월 31일이다. 이자계산시

1개월은 30일이고 1년은 360일이다.

다. 사채매입대금 납입일

1996년 11월 11일

라. 만기 및 중도상환

교환사채의 만기일은 2001년 12월 31일이다. 중도 상환되거나 주식으로 교환되지 아니한 교환사채에 대해서는 만기일인 2001년 12월 31일에 액면금액의 121.375%가 원금 및 이자로서 지급된다.

발행회사는 1998년 6월 30일 이후에 대우중공업(주) 주식의 주가가 1개월 이상의 기간동안 교환가격의 140%이상을 유지하는 경우에는 사채의 조기상환을 청구할 수 있다. 조기상환시 원금에 대한 상환비율은 다음과 같으며 조기상환시 경과이자도 원금과 함께 지급된다.

1998년 6월 30일 이후 : 102%

1999년 6월 30일 이후 : 101.5%

2000년 6월 30일 이후 : 101%

2001년 6월 30일 이후 : 100.5%

또한 발행회사 및 계열회사는 언제라도 발행된 교환사채를 시장에서 매입할 수 있으며, 매입후 매입사실을 지급은행에게 통보하여야 한다.

이러한 조기상환 옵션(콜 옵션)을 발행회사가 보유함으로써 교환사채의 주식교환을 촉진할 수 있어 (주)대우는 과도하게 보유한 대우중공업(주)에 대한 지분율을 빨리 낮출 수 있다.

마. 발행형태

교환사채는 50,000 스위스 프랑(CHF50,000)을 최소 단위로 한 Permanent Global Certificate로서 발행된다. Global Certificate는 채권의 발행금액 전부를 표시하는 1장의 유가증권을 지칭한다. 바. 발행절차

해외교환사채 발행에 관한 이사회 결의가 있은 후 발행등기를 완료하기 까지에는 약 2개월이 소요된다. 발행에 관한 이사회 결의는 즉시 이를 증권거래소를 통해 일반 투자자에게 공시하여야 한다.

해외증권의 발행을 위해서는 우선 해외투자자에게 발행기업에 관한 정보 등을 제공할 수 있는 조사보고서(Research Paper)를 작성하여야 한다. 그리고 발행금액과 발행조건 등에 관한 사항을 규정한 사업설명서(Prospectus)와 각종 계약서(Agreement)를 준비하여야 한다. 또한 교환사채를 인수할 인수단(Syndication)을 구성하고, 지급대행 은행을 지정

하여 발행관련 업무, 사채대금의 납부, 이자지급과 원금상환 업무 등을 대행하도록 한다. (주)대우의 해외교환사채 발행과 관련된 일정은 <부록 1>에 요약 정리되었다.

사. 주간사기관과 인수기관

스위스 은행(Swiss Bank Corporation)과 대우증권은 주간사 기관으로서 교환사채 발행에 관한 업무를 담당한다. Syndication에 참여한 인수기관은 31개 금융기관으로서 인수기관 이름과 인수내역은 <부록 2>에 기재되어 있다.

아. 지급대행기관(Paying Agent)

스위스 은행은 지급대행기관으로서 교환사채의 발행 및 상환과 관련된 금전 지급업무를 담당한다.

자. 교환청구

교환사채 소지자는 1996년 12월 11일 이후 2001년 12월 10일까지 기간 중 또는 발행회사가 조기상환 청구를 한 경우에는 교환사채의 대우중공업(주)의 보통주식으로 교환을 청구할 수 있다. 교환시 최초 전환가격은 1996년 10월 29일의 한국 증권거래소에서 거래된 종가에 30%를 할증한 주당 7,904원이고 적용환율은 스위스 1프랑당 658.58원이다.

다음에 열거된 경우에는 교환에 적용되는 교환비율이 조정되며, 적용환율은 1998년 10월 28일에 조정된다. 주식으로 교환시 채권의 발생이자 는 지급되지 않으며 교환된 주식의 당해연도 배당금은 전액이 지급된다.

- (1) 주식배당 및 무상증자시
- (2) 보통주의 분할, 병합 및 재분류시
- (3) 시장가격 이하로 신주를 기존 주주에게 배정하는 유상증자 및 신주인수권 발행시
- (4) 시장가격 이하로 기존주주에게 기타 유가증권 등을 배당하는 경우
- (5) 시장가격 이하로 보통주로 전환 또는 교환할 수 있는 유가증권을 발행하는 경우
- (6) 시장가격 이하로 보통주 또는 보통주를 취득할 수 있는 권리나 신주인수권 증서 등을 발행하는 경우

차. 담보조건

발행될 교환사채는 무담보 사채로서 후순위 채권에 우선하여 채무변제권을 갖는다. 본 교환사채에 대해서는 'Negative Clause'와 'Pari Passu' 조항이 적용된다. Negative Clause는 본 교환사채가 완전히 상환되기 전에 발행회사는 해외증권 발행시 담보 등을 제공할 수 없다는 제약조건이다. Pari Passu조항은 추후 차입시 만약 담보가 제공될 경우에는 동등한 담보 또는 지급대행기관인 스위스은행이 인정하는 기타 담보가 본 교환

사채 소지자에게도 제공된다는 조건이다.

이러한 담보조건은 발행회사의 신용에 의해 유가증권을 발행하는 경우에 국제금융 시장에서 일반적으로 요구되는 사항이다. 즉, 유가증권을 신규로 발행하는 경우에 회사의 신용 이외에 물적인 담보가 제공되지 아니하지만, 추후에 발행회사가 다시 국제금융시장에서 자금을 차입하는 경우에도 담보를 제공할 수 없다는 조건을 명시하는 것이다.

카. 주식의 위탁

발행회사는 교환사채 소지자의 교환 요구시 교환할 수 있는 대우중공업(주) 주식을 교환사채 대금 납입일 이전에 증권예탁원에 신탁하여야 한다. 신탁된 주식의 위탁자는 (주)대우로 하며 수탁자는 증권예탁원이고 수익자는 스위스은행으로 한다.

타. 교환사채 매각 제한

교환사채의 매각은 한국, 미국 및 미국인, 영국으로 제한된다.

〈부록 1〉 (주)대우 SFR EB 발행 주요일정

일 자	주 요 일 정
10월 2일 (수)	1차이사회 결의 및 거래소 공시
10월 3일 (목)	Research Paper 준비 착수
10월 4일 (금)	국내 변호사 선정 영문감사보고서, 국내신용평가등급 준비, Mandate 발급
10월 7일 (월)	Kick-Off Meeting Prospectus 작성 착수
10월 8일 (화)	정관/등기부등본 번역 착수 지정거래외국환은행/ 납입계좌개설 준비
10월 9일 (수)	Due Diligence Meeting
10월11일 (금)	1st Draft Agreement/Prospectus 송부 및 검토
10월12일 (토)	1st Draft of Research paper 완료
10월14일 (월)	Comments on 1st Draft Agreement & Prospectus
10월17일 (목)	2nd Draft Agreement & Prospectus 송부 및 검토 Draft Standing Agent Agreement/Operational Manual 송부
10월18일 (금)	Comments on 2nd Draft Agreement/ Prospectus/ Standing Agent Agreement/ Operational Manual/ Final Research Paper 완료
10월22일 (화)	Syndication 구성 및 Pre-pricing Meeting
10월23일 (수)	재경원 외화증권발행신고(접수후 7일 이내 수리)
10월24일 (목)	Final Prospectus & Agreement 최종 확정
10월28일 (월)	외국인 취득한도 초과확인 의뢰(증권감독원) (대우중공업의 교환사채 발행동의서 첨부 제출)
10월29일 (화)	Pricing (10:00) & Launch (13:00) 2차 이사회결의 및 거래소 공시
10월30일 (수)	중소기업발전채권 매입(재경원 신고수리후 7일 이내)
11월 4일 (월)	Signing (12:00)
11월 6일 (수)	납입은행 및 Account 통보 재경원 외화증권발행보고서 증권감독원 해외증권발행 계약체결 결과보고 증권업협회 발행계약 체결보고
11월 8일 (금)	Closing Documents 준비, Legal Opinion 발송
11월11일 (월)	Closing (납입)
11월25일 (월)	교환사채 발행등기

〈부록 2〉 인수기관 및 인수금액

인 수 기 관	인 수 금 액
Swiss Bank Corporation	CHF 51,900,000
Daewoo Securities Co., Ltd.	43,600,000
Bank Julius Baer & Co. AG	1,250,000
Banque Baring Brothers (Suisse) S. A.	1,250,000
Citibank (Switzerland)	1,250,000
D.E. Shaw Securities International	1,250,000
Deutsche Bank (Schweiz) AG	1,250,000
KDB Bank (Schweiz) AG	1,000,000
Korea Exchange Bank (Schweiz) AG	400,000
Bankers Trust International Plc	200,000
Bank von Ernst & Cie AG	200,000
Dongsuh Securities Co., Ltd.	200,000
Dresdner Bank (Schweiz) AG	200,000
LG Securities Co., Ltd.	200,000
Nikko Bank (Switzerland) Ltd.	200,000
Nippon Credit Bank (Schweiz) AG	200,000
Rabobank (Schweiz) AG ¹	200,000
SsangYong Securities Europe Limited	200,000
Sunkyong Securities Limited	200,000
Yasuda Trust and Banking (Switzerland) Ltd.	200,000
Bank J. Vontobel & Co. AG	150,000
Bank of Tokyo-Mitsubishi (Switzerland) Ltd.	150,000
Barclays de Zoete Wedd Limited	150,000
Clariden Bank	150,000
Fuji Bank (Schweiz) AG	150,000
Jefferies International Limited	150,000
J. Henry Schroder Bank AG	150,000
Lloyds Bank Plc Geneva Branch	150,000
Nomura Bank (Switzerland) Ltd.	150,000
Societe Generale Bank & Trust	150,000
Union Bancaire Privee	150,000
합 계	CHF 107,000,000