JIPYONG NEWSLETTER
법무법인 지평 뉴스레터
JIPYONG
2016년 5월 제57호

▌최신 판례 ▐

[금융/증권] 델타헤지에 따른 주식대량매도 행위를 자본시장법상 시세조정행위 내지 부정거래행위로 판단하는 기준

배성진 변호사 | 신은진 변호사

1. 사실관계

(1) A증권사가 2007년 8월 31일경 원고들에게 발행한 이 사건 ELS(주가연계증권, Equity Linked Securities)는 ○○은행 보통주(이하 '이 사건 주식')와 ○○전자 보통주를 기초자산으로 하고, 만기(2009년 8월 31일) 전 6개월 마다 자동조기상환 기회가 부여되는 상품이었음.

(2) 이 사건 ELS의 수익구조는, 투자자에게 수익금이 조기상환되지 않고 만기에 도달한 경우, ① 두 기초자산의 기준일인 2009년 8월 26일(이하 '이 사건 기준일')의 종가가 모두 최초기준가격의 75% 이상이면(이하 '수익 만기상환조건') 투자자에게 원금 및 28.6%의 투자수익이 지급되고, ② 만기까지 한 종목이라도 최초기준가격의 60% 미만으로 하락한 적이 있고, 한 종목이라도 기준일 종가가 최초기준가격의 75% 미만이면 투자자가 원금 손실을 떠안게 되어 있음.

(3) A증권사는 이 사건 ELS의 조기상환조건 또는 수익 만기상환조건이 충족될 경우 투자자에게 수익금을 지급해야 하는 위험을 회피하려는 목적에서, 피고와 사이에 이 사건 ELS와 동일한 구조의 '주식연계 달러화 스와프계약'(USD Swap relating to Shares)을 체결하였음.

(4) 조기상환조건은 성취되지 않았고, 이 사건 기준일 무렵 ○○전자 보통주 가격은 최초기준가격의 75%를 훨씬 웃돌았던 반면, 이 사건 주식 가격은 최초기준가격의 75% 수준인 54,740원(이하 '이 사건 기준가격') 부근에서 등락을 반복하고 있었음.

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

(5) 피고는 이 사건 주식의 매도와 매수를 반복해 오다가 이 사건 기준일에 ① 접속매매시간대 중 이 사건 주식의 가격이 상대적으로 낮았던 오전에는 8,182주만을 직전 체결가인 53,500원에 매도한 반면, 이 사건 주식의 가격이 상승하여 이 사건 기준가격을 약간 밑돌거나 넘어선 오후에는 14회에 걸쳐 합계 106,032주를 매도하였으며, ② 단일가매매시간대인 14:50:00부터 15:00:00까지는 계열사가 아닌 ○○증권 서울지점을 통하여 시장가매도주문 방식으로 두 번에 걸쳐 합계 128,000주를 매도하였음(이하 포괄하여 '이 사건 주식매도행위').

(6) 위 단일가매매시간대의 주식매도는 모두 이 사건 주식의 예상체결가격이 54,800원으로 이 사건 기준가격을 근소하게 넘어선 시점에 이루어졌는데, 예상체결가격은 ① 14:55:19 96,000주를 매도함으로써 53,600원으로, ② 14:58:47 32,000주를 매도함으로써 54,500원으로 각 하락하였음. 이 사건 기준일 당시 피고의 이 사건 주식에 관한 매도관여율은 장중 7.24%, 종가시간대에는 46.9%였고, 직전가 대비 저가주문 비율은 장중 16%, 종가시간대에는 46%였음.

(7) 이 사건 주식 종가는 기준가격에 40원 못 미치는 54,700원으로 결정되었고, 피고는 ○○증권사에 약 66억 원만을 지급하였으며(수익 만기상환조건이 충족되었다면 지급하였을 금액은 약 113억 원), ○○증권사도 원고들을 비롯한 투자자에게 같은 금액만을 지급함. 결국 투자자인 원고들이 원금 손실을 부담함.

2. 당사자들의 주장 및 관련 규정

(1) 원고들은 피고의 이 사건 주식매도행위가 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(2013. 5. 28. 법률 제11845호로 개정되기 전의 것, 이하 '자본시장법') 제176조 제4항 제3호에 위반되는 시세조종행위에 해당하거나 같은 법 제178조 제1항 제1호의 사기적 부정거래에 해당하므로, 자본시장법 제179조 또는 민법 제750조에 따른 손해배상책임이 성립한다고 주장하며 소를 제기하였습니다. 손해액은 이 사건 ELS의 만기상환조건이 충족되었을 경우 원고들이 받을 수 있었던 돈과 실제 수령한 돈의 차액을 주장하였습니다.

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

(2) 이에 대해 피고는 이 사건 주식매도행위는 금융기법인 '델타헤지(delta hedge)[1]'를 활용하여 ELS의 기초자산을 거래한 정당한 주식거래행위로, 기초자산의 주가변동에서 야기되는 위험을 적절하게 관리한 것에 해당하고, 피고에게 시세를 변동시킬 의도가 없었으므로, 자본시장법상 시세조종행위나 부정거래행위, 민법상 불법행위에 해당하지 않는다고 주장하였습니다. 피고는 델타헤지 원리에 따를 경우 헤지를 위하여 보유하고 있던 기초자산의 가치가 ELS가치와 정확하게 상쇄되기 위하여는 그 기초자산을 ELS 만기일 종가에 모두 매도하여야 한다고 주장하였습니다.

(3) 관련 규정

자본시장법 제176조(시세조종행위 등의 금지) ③ 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다. (이하 생략)

④ 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

3. 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

자본시장법 제178조(부정거래행위 등의 금지) ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위

[1] 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하기 위하여 기초자산 자체를 보유한 다음 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가치의 민감도를 의미하는 델타값에 따라 기초자산을 사거나 팔아 기초자산의 보유량을 조절하는 금융기법

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

> **자본시장법 제179조(부정거래행위 등의 배상책임)** ① 제178조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.

3. 판결의 검토(대법원 2016. 3. 24. 선고 2013다2740 판결)

가. 제1심의 판단 : 원고들 청구 모두 인용

(1) 위험회피거래는 궁극적으로 금융기관이 파생금융상품 발행으로 인한 손실을 방지하여 자산 운용의 건전성을 확보하기 위한 목적에서 이루어지는 것인바, 투자자와 상충적 이해관계를 가진 금융기관은 자신의 책임과 판단 아래 그 방법과 수단을 정한 후 일정한 재량에 따라 위험회피거래를 실행하는 것이므로, 가급적 수요와 공급의 원리에 따라 시장에서 형성되는 기초자산의 공정한 가격 형성을 저해하지 않고 투자자의 정당한 이익과 신뢰를 훼손하지 않도록 주의해야 할 신의칙상 의무가 있다. 특히 이 사건 ELS와 같이 만기상환조건 충족여부가 결정되는 이 사건 주식의 주가가 만기상환조건의 기준가격 근처의 매우 좁은 범위에서 등락을 반복하고 있는 상황에서는 더욱더 기초자산의 공정한 가격형성을 저해하지 않도록 신중히 거래할 필요가 있다.

(2) 델타헤지의 이론적 원리의 적정성 여부를 떠나, 장 종료 전까지 주가 하락에 영향을 주더라도 무조건 보유 주식물량을 다 처분해야 한다는 취지의 피고 주장은 헤지물량의 처분을 구실로 만기 기준일 단일가매매시간대에 대량의 저가매도를 통하여 주가를 왜곡시킬 수 있다는 점에서 받아들일 수 없다.

(3) 피고가 위험회피거래의 일환으로 델타헤지 원리에 따라 이 사건 주식매도행위를 하였다고 하더라도, 당시 이 사건 주식의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래 상황, 피고의 시장관여율 정도, 이 사건 ELS의 만기상환조건의 결과적 미성취 등에 비추어보면, 피고에게 이 사건 주

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

식의 주가를 변동시킬 의도가 없었다고 단정할 수 없다.

(4) 따라서 피고의 이 사건 주식매도행위는 자본시장법 제176조 제4항 제3호의 '시세를 변동시키는 시세조종행위'에 해당하거나 이에 준하는 행위에 해당한다.

나. 원심의 판단 : 원고들 청구 모두 기각

(1) 피고의 이 사건 주식매도행위가 자본시장법의 시세조종행위에 해당하려면, 이 사건 주식 대량매도행위가 시장요인에 따른 정상적인 수요·공급이 아닌 인위적인 조작이어야 하고(객관적 요건), 여기에 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적이 있어야 한다(주관적 요건). 또, 이 사건 주식매도행위가 위와 같은 요건을 갖춘 시세조종에 이르지 않았다고 하더라도 사회통념상 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용한 것으로 볼 수 있다면 이는 자본시장법상의 부정거래행위로 위법한 행위가 된다.

(2) 델타헤지는 주가연계증권 발행의 전제조건으로 보편성과 필요성이 인정되는 헤지방법으로 금융기관의 자산운용 건전성을 위해 불가피한 방법이다. 헤지거래로 형성되는 시장가격도 시장요인에 의한 정상적인 수요, 공급에 의한 것으로 보아야 하고, 단지 거래수량이 많다거나 매매시기가 집중되어 있다는 점만으로 델타헤지로 인한 주식매매가 인위적인 시장조작에 해당한다고 단정할 수 없다. 결국 어떠한 헤지거래행위가 정당한 것으로 평가되기 위해서는 당해 헤지거래행위가 이론적 및 현실적으로 실무에서 통용되는 델타헤지 원리에 얼마나 충실하게 부합하도록 이루어졌는지를 살펴, 당해 거래행위가 트레이더에게 주어진 재량의 범위 내로 용인할 수 있는 경우라면 이는 델타헤지 원리를 충실하게 따라 이루어진 헤지거래로써 정당성을 인정할 수 있을 것이지만, 예컨대 당해 거래행위가 델타헤지의 원리에 의하더라도 매도할 이유를 찾을 수 없다거나, 매도 필요성은 인정되지만 그 매도로 인하여 보유하게 되는 기초자산의 수량이 델타값을 현저히 초과하는 등 트레이더에게 주어진 재량의 범위를 벗어난 것이 명백한 것으로 보인다면, 이를 델타헤지에 따른 거래로 보아 정당하다고 인정할 수는 없다.

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

(3) 피고는 이 사건 기준일 전까지 비교적 델타값에 따라 산출된 수량의 이 사건 주식을 보유하고자 노력하였고, 이 사건 기준일 무렵인 2009년 8월 19일부터는 델타값과 실제보유수량의 차이로 계산된 헤지필요수량에 따른 매매를 하지 않고 매도세로 일관하였는데, 이러한 행위는 이 사건 기준일, 즉 만기일에 델타값이 0이 되면, 피고가 보유하던 이 사건 주식 물량을 모두 매도해야 하므로, 이에 대비하여 보유 중인 물량을 순차적으로 매도하는 방법을 택한 것으로 해석할 수 있다. 또한 피고는 이 사건 기준일에는 접속매매시간대에 직전 체결가와 근사한 수준의 가격으로 15회에 걸쳐 분산매도를 시도하였다.

(4) 따라서 이 사건 주식매도행위는 피고가 델타헤지의 원리를 충실히 따라 주식을 매매하는 과정에서 이루어진 것으로 봄이 상당하고, 피고에게 이 사건 주식의 시세를 변동, 고정시킬 목적이 있었다고 보기 어렵다.

다. 대법원의 판단 : 원심판결 파기 환송

> 자본시장법 제179조 제1항, 제178조 제1항 등 관련 규정들의 입법 목적, 조문 체계, 내용 등을 종합하여 볼 때, 어느 행위가 금융투자상품의 거래와 관련하여 자본시장법 제178조에서 금지하고 있는 부정행위에 해당하는지 여부는, 해당 금융투자상품의 구조와 거래방식 및 거래경위, 그 금융투자상품이 거래되는 시장의 특성, 그 금융투자상품으로부터 발생하는 투자자의 권리·의무 및 그 종료 시기, 투자자와 행위자와의 관계, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다. 따라서 특정 시점의 기초자산 가격 또는 그와 관련된 수치에 따라 권리행사 또는 조건성취의 여부가 결정되거나 금전 등이 결제되는 구조로 되어 있는 금융투자상품의 경우에 그 금융투자상품의 기초자산인 증권의 가격을 고정시키는 시세조종행위를 비롯하여 사회통념상 부정하다고 인정되는 수단이나 기교 등을 사용하여 그 금융투자상품에서 정한 권리행사나 조건성취에 영향을 주는 행위를 하였다면, 이는 그 금융투자상품의 거래와 관련하여 부정행위를 한 것으로서 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 위반한 행위에 해당하고, 그 위반행위로 인하여 그 금융투자상품의 투자자의 권리·의무의 내용이

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

변경되거나 결제되는 금액이 달라져 투자자가 손해를 입었다면 그 투자자는 그 부정거래행위자에 대하여 자본시장법 제179조 제1항에 따라 손해배상을 청구할 수 있다(대법원 2015. 4. 9.자 2013마1052, 1053결정 참조). 그리고 여기서 **시세조종행위 등 사회통념상 부정하다고 인정되는 수단이나 기교 등을 사용한 자로서 그 금융투자상품의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 지는 부정거래행위자에는, 그 금융투자상품의 거래에 관여한 발행인이나 판매인뿐 아니라, 발행인과 스와프계약 등 그 금융투자상품과 연계된 다른 금융투자상품을 거래하여 권리행사나 조건성취와 관련하여 투자자와 대립되는 이해관계를 가지게 된 자도 포함된다**고 해석된다.

또한 자본시장법 제176조 제3항은 '상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위'를 금지하고 있다. 여기서 상장증권 등의 '시세를 고정' 시킨다는 것은 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 증권 등의 시세에 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적인 조작을 가하여 시세를 형성 및 고정시키거나 이미 형성된 시세를 고정시키는 것을 말하는 것으로서, 시세고정 목적의 행위인지 여부는 그 증권 등의 성격과 발행된 그 증권 등의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 이를 판단한다(대법원 2004. 10. 28. 선고 2002도3131판결, 대법원 2015. 6. 11. 선고 2014도11280판결 등 참조). 따라서 **자본시장법 제176조 제3항을 위반하여 상장증권의 매매 등에 의하여 시세를 고정시킴으로써 타인에게 손해를 입힌 경우에 상당인과관계가 있는 범위 내에서는 민법 제750조의 불법행위책임을 지며, 이러한 법리는 금융투자상품의 기초자산인 증권의 시세를 고정시켜 타인에게 손해를 가한 경우에도 마찬가지로 적용된다**.

기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하기 위하여 기초자산 자체를 보유한 다음 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가치의 민감도를 의미하는 델타값에 따라 기초자산의 보유량을 조절하는 이른바 델타헤지는 금융투자업자가 자신의 위험을 회피 내지 관리하는 금융거래기법에 불과하다. 따라서 금융투자업자가 델타헤지의 수행이라는 사정을 내세워 특정한 주식거래행

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

위를 하더라도, 그것이 자본시장법에서 금지하고 있는 시세조종행위 내지 부정거래행위인지는 앞에서 본 법리를 기초로 다시 따져보아야 한다.

그런데 (1) 이 사건 주가연계증권은 투자자에게 상환될 금액이 기초자산의 상환기준일 종가에 따라 결정되는 구조로 되어 있는데, (2) 이 사건 기준일 당시 이 사건 주식의 가격이 손익분기점인 이 사건 기준가격 부근에서 등락을 반복하고 있었으므로, 피고로서는 이 사건 주식의 기준일 종가를 낮추어 수익만기상환조건의 성취를 무산시킴으로써 한국투자증권에 지급할 금액을 절반 가까이 줄이고자 할 **동기**가 충분히 있었다고 보이고, (3) **이 사건 주식매도행위의 태양**을 보더라도, 접속매매시간대 중이 사건 주식의 가격이 올라간 오후에 집중적으로 주식을 매도하고 특히 단일가매매시간대에 이르러서는 이 사건 주식의 예상체결가격이 이 사건 기준가격을 근소하게 넘어서는 시점마다 가격하락효과가 큰 시장가주문 방식으로 반복적으로 주식을 대량 매도하였고 그 매도관여율이 매우 큰 비중을 차지함에 따라 실제로 예상체결가격이 하락한 사정에 비추어 볼 때, **피고가 이 사건 주식의 가격을 낮출 의도로 이 사건 주식의 가격 내지 예상체결가격의 추이를 줄곧 살피면서 이 사건 주식매도행위를 하였다고 볼 여지가 많다**.

따라서 앞에서 본 법리에 의하면, 이 사건 주식매도행위는 이 사건 주가연계증권과 관련하여 수익 만기상환조건이 성취되지 않도록 이 사건 주식의 기준일 종가를 낮추기 위하여 이루어진 자본시장법에서 금지하고 있는 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당한다고 볼 수 있으며, 이 사건 주식매도행위가 이 사건 주가연계증권과 관련하여 피고 자신을 위한 위험 회피 목적으로 이루어졌다 하여 달리 볼 수 없다.

라. 판결의 의의

(1) 이 사건 판결은 자체 헤지(internal hedge)[2]가 아닌 백투백 헤지(back to back hedge)[3] ELS

[2] 발행사가 직접 주식, 채권, 파생상품을 이용하여 판매한 상품과 동일한 포지션의 상품을 반대로 만들어서 판매한 상품과 반대거래를 통하여 헤지하는 방식

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란

에서도 수익 만기상환조건이 충족되지 않도록 기준일에 기초자산을 대량매도하는 경우, 그 ELS 상품을 매수한 투자자들에 대한 관계에서 자본시장법상 손해배상책임은 물론 민법상 불법행위 책임을 질 수도 있다고 판시하였다는 점에서 의의가 있습니다.

(2) 한편 대법원은 2016년 3월 24일 이 사건과 함께 선고된 다른 사건(증권사와 스와프계약에 따라 같은 방식으로 위험회피 거래를 한 ○○○은행에 대하여 투자자들이 1억여 원을 청구한 사건)에 대해서는, "주식매도가 시장에 미치는 영향을 가장 줄일 수 있는 방법을 택하였고, 매도가격이나 매도물량으로 보아 시세조종 등에 해당한다고 보기 어렵다"고 하여 정당한 헤지거래로 보아 투자자들의 상고를 기각하였습니다(대법원 2016. 3. 24. 선고 2012다108320 판결, 공보미게재).

위 사건에서 ○○○은행은 기준일 직전 2일간 델타값에 따라 주식을 매수하였고, 기준일 당일 델타값에 따라 주식 60만 주를 매도하면서 주식매도가 시장에 미치는 영향을 줄이기 위해 전체 거래량의 10% 범위 내에서 거래량가중평균가격에 맞추어 매도하였습니다. 실제 매도가격은 평균 매도가격 이상이었으며, 거래량 역시 한국거래소의 가이드라인이 정한 범위 내에 있었습니다. 이러한 거래 태양을 근거로 1, 2심 법원도 델타헤지 원리에 따른 정당한 헤지거래를 한 것으로 보아 투자자들의 주장을 받아들이지 않았습니다.

결국 자본시장법 제178조에서 금지하는 부정거래행위, 제176조 제3항의 시세조종행위 등에 해당하여 자본시장법 및 민법상 손해배상책임을 부담하는지 여부는 구체적인 거래방식과 거래경위, 간접사실을 통해 추단되는 부정한 동기 등을 살펴 각 사안별로 판단하여야 함을 확인하고 있습니다.

4. 참고 : 대법원 2016. 3. 24. 선고 2013다2740 판결

[3] 발행된 ELS 등의 수익구조와 동일한 상품을 매입해 ELS 등의 발행으로 인한 상환책임을 떠넘겨 위험을 헤지하는 방식

법무법인 지평 서울 서대문구 충정로 60 KT&G 서대문타워 10층 T. 02-6200-1600 F. 02-6200-0800 E. master@jipyong.com
순천 | 부산 | 상해 | 호치민시티 | 하노이 | 프놈펜 | 비엔티안 | 자카르타 | 양곤 | 모스크바 | 테헤란