



**ETELÄKOREALAISTEN PERHEOMISTEISTEN KONGLOMERAATTIEN
SUORIUTUMINEN ETELÄ-KOREAN PÖRSSISSÄ VUOSINA 2016-2020**

Lappeenrannan–Lahden teknillinen yliopisto LUT

Kauppatieteiden kandidaatintutkielma

2022

Mika Savolainen

Tarkastaja: Tutkijatohtori Timo Leivo

TIIVISTELMÄ

Lappeenrannan–Lahden teknillinen yliopisto LUT

LUT-kauppakorkeakoulu

Kauppätieteet

Mika Savolainen

Eteläkorealaisten perheomisteisten konglomeraattien suoriutuminen Etelä-Korean pörssissä vuosina 2016–2020

Kauppätieteiden kandidaatintyö

39 sivua, 6 kuvaa, 10 taulukkoa ja 0 liitettä

Tarkastaja: Tutkijatohtori Timo Leivo

Avainsanat: Konglomeraatit, chaebol ryhmät, portfolioteoria, CAPM

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, miten eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit eli chaebol ryhmät ovat suoriutuneet Etelä-Korean pörssissä vuosina 2016–2020. Empiirinen tutkimus on kvantitatiivinen ja siinä menestyksen mittareina käytettiin tuoton lisäksi eri CAP-malliin perustuvia tunnuslukuja, joita olivat Sharpen luku, Treynorin luku ja Jensenin alfa.

Tutkimusaineistona empiiristä tutkimusta varten on käytetty viikoittaista aikasarjadataa ja se on kerätty Etelä-Korean pörssin KRX:n omasta tietokannasta. Tutkielmaa varten muodostettiin kolmen markkina-arvoltaan suurimman chaebol ryhmän listautuneista osakkeista portfolioita, joiden suoriutumista lopulta vertailtiin toisiinsa sekä vertailuportfolioon ja -indekseihin.

Tutkielman empiirisestä tutkimuksesta saatujen tulosten perusteella kaikki portfoliot kykenivät tuottoon, vaikka vuosi 2020 oli hyvin hankala yleisesti osakemarkkinoilla. Muodostettujen portfolioiden välillä oli havaittavissa huomattavia eroja, niin tuotoissa kuin myös eri tunnusluvuissa.

ABSTRACT

Lappeenranta–Lahti University of Technology LUT

School of Business and Management

Business Administration

Mika Savolainen

Performance of South Korean family-owned conglomerates on the South Korean stock exchange in 2016–2020

Bachelor's thesis

2022

39 pages, 6 figures, 10 tables and 0 appendices

Examiners: Post-doctoral researcher Timo Leivo

Keywords: Conglomerates, chaebol groups, portfolio theory, CAPM

The aim of this bachelor's thesis is to examine the performance of South Korean family-owned conglomerates on the South Korean stock exchange between 2016-2020. These large conglomerates are commonly known and referred to as chaebols. The empirical study in this thesis is quantitative and in addition to returns, the performance of portfolios is measured by Sharpe's ratio, Treynor's ratio and Jensen's alpha.

All data used in the empirical study has been collected from Korea Exchange's (KRX) own database. The frequency of data used in this study is weekly. For the study, three portfolios consisting of the listed shares of the three largest market capitalization chaebol groups were formed and the performance of them was compared with each other as well as with a fourth comparison portfolio and indices.

Based on the results of the empirical study, all portfolios were able to achieve returns even though 2020 was a difficult year for the stock market in general. There were significant differences between portfolios, both in terms of returns and in the different ratios used in this study.

Sisällysluettelo

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | Johdanto..... | 1 |
| 1.1 | Tavoitteet sekä tutkimusongelmat..... | 2 |
| 1.2 | Tutkielman rajaukset sekä rakenne | 2 |
| 2 | Eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit | 4 |
| 2.1 | Perheomisteisten konglomeraattien asema Etelä-Koreassa | 4 |
| 2.2 | Chaebol yritysrakenteen vahvuudet | 6 |
| 2.3 | Chaebol yritysrakenteen heikkoudet | 7 |
| 3 | Olellaiset rahoituksen teorit | 9 |
| 3.1 | Moderni portfolioteoria | 9 |
| 3.1.1 | Hajauttaminen | 10 |
| 3.2 | Capital Asset Pricing -malli | 12 |
| 4 | Tutkimusaineisto ja -menetelmät | 14 |
| 4.1 | Luodut portfoliot | 14 |
| 4.1.1 | Perheomisteisten konglomeraattien portfoliot | 14 |
| 4.1.2 | Vertailuportfolio | 17 |
| 4.2 | Vertailuun käytettävät indeksit sekä riskitön korkotasot | 18 |
| 4.3 | Tutkimusmenetelmät..... | 20 |
| 4.3.1 | Sharpen luku | 20 |
| 4.3.2 | Treynorin luku | 21 |
| 4.3.3 | Jensenin alfa..... | 21 |
| 5. | Tutkimustulokset | 23 |
| 5.1 | Portfolioiden tuotto | 23 |
| 5.2 | Portfolioiden Sharpen luvut | 25 |
| 5.3 | Portfolioiden Treynorin luvut | 26 |
| 5.4 | Portfolioiden alfat..... | 27 |
| 5.5 | Tulosten yhteenveto | 27 |
| 6. | Johtopäätökset ja yhteenveto | 30 |
| | Lähdeluettelo | 32 |

Kuvaluettelo:

Kuva 1: Samsungin yritys rakenne

Kuva 2: Tehokas rintama

Kuva 3: Portfolion riskin hajauttaminen

Kuva 4: Vertailuindeksien tuotot 2016–2020

Kuva 5: Riskitön tuotto vuosilta 2016–2020

Kuva 6: Portfolioiden kumulatiivinen tuotto 2016–2020

Taulukkoluetelo:

Taulukko 1: Samsung portfolio

Taulukko 2: Hyundai Motor Group portfolio

Taulukko 3: SK Group portfolio

Taulukko 4: Vertailuportfolio

Taulukko 5: Portfolioiden tuotto 2016–2020

Taulukko 6: Portfolioiden tuottojen kehittyminen vuonna 2020

Taulukko 7: Portfolioiden Sharpen luvut

Taulukko 8: Portfolioiden Treynorin luvut

Taulukko 9: Portfolioiden alfat

Taulukko 10: Tuottojen sekä tunnuslukujen yhteenveto

1 Johdanto

Eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit ovat hyvin keskeisessä asemassa niin Etelä-Korean arjessa, kulttuurissa sekä taloudessa. Yleisesti eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit tunnetaan nimityksellä chaebol, joka tarkoittaa koreasta käännettynä rikasta perhettä taikka plutokratiaa. Chaebol ryhmän määritelmä ei ole yksiselitteinen, mutta tutkijoiden mukaan niistä löytyy kolme yhteistä piirrettä: ne koostuvat useista yhtiöistä, jotka toimivat useilla eri teollisuuden aloilla, ryhmän omistus sekä hallinta ovat hallitsevan perheen omistuksessa, ja ryhmän vaikutus kansantalouteen on suuri (Murillo & Sung 2013, s. 2). Kyseinen yhtiömuoto on hyvin yleinen Etelä-Koreassa, mutta varsin tuntematon niin Suomessa kuin muuallakin maailmassa. Perheomisteiset konglomeraatit ovatkin olleet keskiössä Etelä-Korean taloudellisessa historiassa. Etelä-Korea on hyvin lyhyessä ajassa noussut yhdestä maailman köyhimmistä valtioista 1950-luvun Korean sodan jäljiltä yhdeksi maailman suurimmaksi taloudeksi (Kim P. & Vogel 2011). Perheomisteiset konglomeraatit ovat edelleen hyvin merkittävä osa Etelä-Korean taloutta globalisaatiosta sekä muuttuvasta toimintaympäristöstä huolimatta. Vuonna 2017 kymmenen suurimman perheomisteisen konglomeraatin liikevaihdon osuus Etelä-Korean bruttokansantuotteesta oli 67,8 prosenttia (Premack 2017, s. 4).

Perheomisteiset konglomeraatit ovat vahvasti esillä myös Etelä-Korean pörssissä. Yhdellä konglomeraatilla saattaa olla jopa kymmeniä eri yhtiöitään listattuna KRX-pörssiin. Huomiointavaa on myös, että kyseiset yhtiöt ovat jo yksinään markkina-arvoltaan hyvin suuria, mutta ovat silti osa suurempaa kokonaisuutta. Syyskuussa 2021 Etelä-Korean pörssin kahdenkymmenen markkina-arvoltaan suurimman yhtiön joukosta viisi ei ollut minkään perheomisteisen konglomeraatin yhtiöitä (KRX, 2021). Kyseisen lukeman perusteella globalisaatio sekä yhä tiukentuvat säädökset eivät ole vielä vaikuttaneet kovinkaan paljon perheomisteisten konglomeraattien markkina-asemaan, vaikkakin uusia yhtiöitä listautuu pörssiin yhä enemmän horjuttamaan konglomeraattien asemaa. Perheomisteisten konglomeraattien suoriutumista KRX-pörssissä ja ylipäättään eteläkorealaisten yhtiöiden menestystä on tutkittu hyvin vähän verrattuna suurempiin Aasian pörssiin kuten Japanin tai Kiinan lukuisiin eri pörssiin.

1.1 Tavoitteet sekä tutkimusongelmat

Tämä tutkielma pyrkii antamaan katsauksen chaebol-yhtiömuotoon sekä selvittämään miten suurimpien perheomisteisten konglomeraattien listautuneet yhtiöt ovat suoriutuneet Etelä-Korean (Korea Exchange, KRX) pörssissä vuosien 2016–2020 välillä. Tutkielmassa tarkastellaan kolmea markkina-arvoltaan suurinta perheomisteista konglomeraattia: Samsungia, Hyundai Motor Groupia sekä SK Groupia, joiden listautuneista osakkeista muodostetaan portfolioita sekä kokonaisportfolio, joka sisältää kaikkien kolmen konglomeraatin yhtiöiden osakkeita. Luotuja portfolioita verrataan KOSPI-yleisindeksiin ja KOSPI MidCap -indeksiin sekä lisäksi portfolioon, jonka yhtiöt eivät ole osana jotain suurempaa perheomisteista konglomeraattia.

Tutkielman päätutkimuskysymys on jaettu kahteen alakysymykseen, joihin vastaamalla saadaan vastaus päätutkimuskysymykseen:

- Miten eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit ovat menestyneet Etelä-Korean pörssissä vuosina 2016–2020?

Alakysymykset:

- Miten eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit ovat suoriutuneet verrattuna KOSPI MidCap -indeksiin?
- Miten eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit ovat suoriutuneet verrattuna muihin yhtiömuotoihin Etelä-Korean pörssissä?

1.2 Tutkielman rajaukset sekä rakenne

Tutkielma on rajattu ainoastaan Etelä-Koreaan ja KRX-pörssiin listautuneisiin yhtiöihin. Lisäksi portfoliot muodostetaan yhtiöistä, jotka ovat olleet koko tarkasteluajanjakson listautuneena pörssiin. Tutkielmassa mitataan puhtaasti yhtiöiden arvonkehitystä ja sitä kautta konglomeraattien menestystä, joten se ei välttämättä anna kokonaisvaltaista kuvaa konglomeraateista, sillä suurin osa Samsungin, Hyundai Motor Groupin sekä SK Groupin tytäryhtiöistä

eivät ole listautuneita pörssiin. Voidaan kuitenkin todeta, että näihin konglomeraatteihin kuuluvien yhtiöiden suoriutuminen pörssissä hyvin pitkälti heijastuu myös niiden suoriutumiseen pörssin ulkopuolella. Muodostettuja portfolioita verrataan KOSPI-yleisindeksiin sekä KOSPI MidCap -indeksiin sillä yleisindeksissä on suurella painoarvolla hyvin pitkälti samoja yhtiöitä kuin muodostettavissa portfolioissa, joten tulokset olisivat todennäköisesti hyvin samankaltaisia.

Tarkasteluajanjaksoksi muodostui viiden vuoden aikaväli 2016–2020, sillä kalenterivuosi 2021 on vielä kesken tätä tutkielmaa tehdessä. Aikaväli pitää sisällään hyvin poikkeuksellisen pörssivuoden 2020 COVID-19-pandemiasta johtuen, joten on mielenkiintoista nähdä, miten suuret perheomisteiset konglomeraatit ovat menestyneet verrattuna muihin yhtiöihin, ja miten yritysrakenteet ovat vaikuttaneet osakkeiden tuottoon.

Tutkielma koostuu kuudesta pääluvusta, jotka ovat järjestyksessä johdanto, eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit, olennaiset rahoituksen teoriat, tutkimusaineisto ja -menetelmät, tutkimustulokset sekä viimeisenä lukuna johtopäätökset ja yhteenveto. Toisessa luvussa käsitellään yleisesti perheomisteisiä konglomeraatteja ja niiden asemaa Etelä-Koreassa. Kappaleessa tarkastellaan myös kyseisen yritysrakenteen tuomia hyötyjä sekä haittoja. Kolmannessa luvussa käsitellään rahoitukseen ja osakesijoittamiseen liittyviä teorioita ja käsitteitä, jotka ovat tehtävän tutkimuksen kannalta oleellisia. Neljännessä luvussa käydään läpi tutkimuksessa käytettävä aineisto ja esitellään tutkimusmenetelmät. Siinä tuodaan esille muodostettujen portfolioiden yhtiöt. Viidennessä luvussa käsitellään tutkimuksesta saatuja tuloksia. Viimeisessä eli kuudennessa luvussa käydään tutkielman pääsisältö läpi yhteenvetossa ja muodostetaan tutkielmasta johtopäätökset. Lisäksi viimeisessä luvussa esitetään mahdollisia jatkotutkimuskysymyksiä.

2 Eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit

Tässä luvussa käydään läpi eteläkorealaisten perheomisteisten konglomeraattien eli chaebolien alkuperiä ja sitä, miten ne ovat saavuttaneet niin vallitsevan aseman Etelä-Koreassa. Sen jälkeen tarkastellaan kyseisen yhtiörakenteen vahvuuksia ja heikkouksia ja pyritään pohjustamaan tämän tutkielman empiirisessä tutkimuksessa vallitsevaa lähtökohtaa sekä markkinatilannetta.

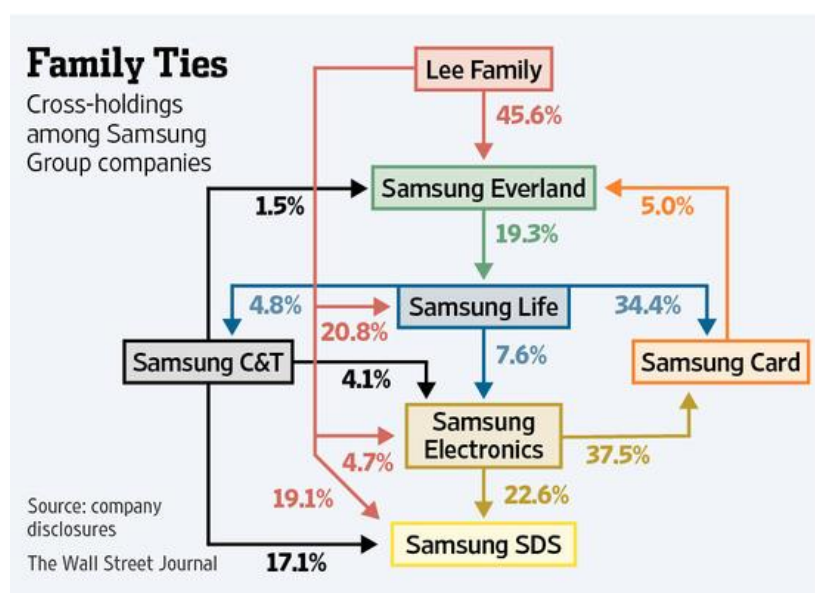
2.1 Perheomisteisten konglomeraattien asema Etelä-Koreassa

Korean sodan (1950–1953) jälkeen Etelä-Korea oli poliittisesti, taloudellisesti sekä sosiaalisesti täysin tuhoutunut. Sota tuhosi suurimman osan maan infrastruktuurista ja heikensi itse valtion hallintakykyä. Näin ollen Etelä-Korea kohtasi konfliktin jälkeisen kaksoishaasteen, talouden jälleenrakentamisen ja hallinnon uudelleenjärjestelyn. Vastoin kaikkia odotuksia Etelä-Korea sai taloutensa sekä valtionsa pelastettua epävarmuudelta ja on noussut lyhyessä ajassa taloudelliseksi mahdiksi. (Howe 2020, s. 17.) Tämä taloudellinen saavutus tunnetaan yleisesti Han-joen ihmeenä (engl. Miracle on the Han River) ja sitä voidaan pitää samalla perustana chaebolien esiin nousemiselle. Vaikka mitään tiettyä vuosilukua chaebol yhtiörakenteen syntymiselle ei ole, on niiden alkuvaiheiden kehityksen aikajana johdonmukainen. Changin (1988) sekä Campbell II:n & Keysin (2002) mukaan näitä perheyriityksiä ilmaantui 1950-luvun loppupuolella sen aikaisen hallituksen varojenjaon ja muiden taloudellisten kannustimien johdosta, jonka avulla hallitus pyrki edistämään taloudellista kehitystä 1960- ja 1970-luvulla. Alkuvaiheissa Etelä-Korean hallitus valvoi sekä tuki perheyriityksiä merkittävästi niin taloudellisesti kuin hallinnollisesti. Etelä-Korean hallitus kansallisti maansa pankit vuonna 1961 sekä valvoi ja rajoitti ulkomailta tulevia rahavirtoja merkitsevästi (Hamilton 1996, s. 238).

Perheomisteisissa konglomeraateissa alkoi 1980-luvun aikana esiintymään samoja piirteitä kuin mistä ne nykyisin parhaiten tunnetaan. Merkittävästi nykypäivää pienemmät perheyriitykset ryhtyivät 1980-luvulla kehittämään vertikaalisesti integroituneita ja toimialoiltaan monipuolisia valtavia konglomeraatteja, jotka kestäisivät valtion säännöksissä tapahtuvia

muutoksia paremmin ja voisi tulevaisuudessa olla täysin omavaraisia sekä pääoman, että teknologian suhteen (Hamilton 1996, s. 239). Yhtiöiden kehitys toimi ja näin ollen chaebolit rupesivat saamaan merkittävää osuutta Etelä-Korean markkinoista. Chaebolit nousivat 1950-luvun lopun pienistä perheyriyksistä maailman arvokkaimpien yhtiöiden joukkoon 2000-luvulla vain muutamassa vuosikymmenessä (Douglass 2016, s. 149).

Perheomisteiset konglomeraatit ovat edelleen vallitsevassa asemassa Etelä-Koreassa. Yhtiö-rakenne on ainutlaatuinen, eikä sitä ole merkittävässä määrin havaittavissa muilla markkinoilla kuin Etelä-Koreassa. Ainutlaatuisinta näissä konglomeraateissa on hallintorakenne, jonka myötä niiden hallinto on keskitetty perustajaperheelle siitä huolimatta, että ne ovat usein kansainvälisiä pörssiyrityksiä (Park S.-R. & Yuhn 2012, s. 261). Kurian (2013, s. 51) esittää, että on kolme eri tapaa, miten konglomeraattien omistajuus ja päätösvalta on saatu pysymään perustajaperheen sisällä. Ensimmäisessä tapauksessa perustajaperhe omistaa koko konglomeraatin, mikä on hyvin tyypillistä pienemmän mittakaavan listautumattomissa chaebol ryhmissä. Toisessa tapauksessa perhe kontrolloi holdingyhtiötä, joka puolestaan omistaa tytäryhtiöitä. Kolmannessa tapauksessa on yhteen liittyviä direktoraatteja ja säätiöitä, jotka yhdistävät chaebol ryhmän eri yhtiöitä osakkeiden ristiinomistuksen kautta. Chaebolien kehittyessä, omistusrakenne on siirtynyt yhä enemmän kolmanteen tapaukseen. Kuvassa 1 esitellään esimerkkinä Samsungin yritysrakennetta vuonna 2014.



Kuva 1: Samsungin yritys rakenne (The Wall Street Journal 2014)

Kyseisessä kuvassa yritys rakenne on yksinkertaistettu ja täytyy muistaa, että todellisuudessa yhtiöitä on huomattavasti enemmän ja rakenne on entistä monimutkaisempi.

2.2 Chaebol yritys rakenteen vahvuudet

Tämä ainutlaatuinen yritys rakenne tuo mukanaan useita etuja niin Etelä-Korean kuten myös kansainvälisille markkinoille. Suurimpana hyötynä voidaan pitää chaebol ryhmien vahvaa brändiä ja mainetta, jonka myötä ryhmät voivat laajentaa toimintaansa uusille toimialoille vaivattomasti (Park H. Y., Shin & Suh 2016, s. 99). Vahvan brändin ja maineen myötä myös yrittäjyyden taso on chaebol ryhmissä hyvin korkealla ja ryhmät laajentuvat aggressiivisesti hyvin tuotollisille aloille vaivattomasti verrattuna muihin yhtiöihin. Suurimmat chaebol ryhmät kehittävätkin jatkuvasti uusia tuotteita sekä teknologioita ja vahvistavat asemaansa markkinoilla entisestään.

Park et al. (2016, s. 99) mukaan ryhmät hyötyvät yhtiön välisistä tuotevarionnista syntyvistä synergiaeduista sekä skaalaeduista. Lisäksi ryhmän yhtiöiden useilta eri markkinoilta keräämä informaatio sekä kokemukset ovat ryhmän muiden yhtiöiden käytettävissä päätöksenteon apuna. Pääoman ohella myös aineeton pääoma liikkuu ryhmän sisällä hyvin vaivattomasti tehden ryhmästä hyvin nopeasti mukautuvan organisaation tarpeen tullen.

Chaebol ryhmien omistajuus sekä päätösvalta on keskitetty perustajaperheelle sekä sen lähipiirille. Ottaen huomioon, että ryhmän toimitusjohtaja sekä ylin johto on tyypillisesti myös pääomistajia, toimii chaebol vastuullisesti pitkällä aikavälillä ja pyrkii minimoimaan riskejä pitkässä juoksussa, jotta seuraavalle sukupolvelle periytyy tasapainoinen ryhmä. Yhtiöt, jonka toimitusjohtajat ovat omistuksen ulkopuolisia, ovat taipuvaisempia maksimoimaan lyhyen aikavälin tuottoja ja tavoitteita (Murillo & Sung 2013, s. 8). Vahva omistaja- ja johtopiiri voikin avulla olla yksi chaebolien suurimmista vahvuuksista, mutta tilanne voi olla myös täysin päinvastainen ja itsevaltainen päätöksenteko koitua ryhmän kohtaloksi.

2.3 Chaebol yritysrakenteen heikkoudet

Yritysrakenteen suurin riski liittyy edellä mainittuun toimitusjohtajan sekä muun johdon autokraattiseen päätöksentekovaltaan. Yhdistettynä liiketoiminnan läpinäkyvyyden puuttumiseen sekä informaation epäsymmetrisuuteen, voi chaebol ryhmät olla vähemmistöosakkaille hyvin epävarmoja omistuskohdeita. Park et al. (2016, s. 100) teettämän tutkimuksen mukaan chaebolien suurimmat epävarmuudet liittyvät juuri liiketoiminnan läpinäkyvyyden puuttumiseen sekä resurssien tehottomaan allokointiin toimitusjohtajan henkilökohtaisien mieltymysten takia. Epätuotollisista yhtiöistä luovutaan liian hitaasti ja tappiot voivat kasvaa hyvin isoiksi. Chaebolit pyrkivät aggressiivisesti laajentumaan 1990-luvulla ottamalla valtavan määrän lainaa sekä laajentamalla täysin uusille toisiinsa liittymättömille ja tappiollisille aloille, joka lopulta johti finanssikriisin vuonna 1997 (Campbell II & Keys 2002, s. 374). Yksi 90-luvun Etelä-Korean suurimmista konglomeraateista Daewoo Group lopulta ajautui finanssikriisin seurauksena konkurssiin omistajaperheen huonon päätöksenteon sekä toiminnan läpinäkyvyyden puutteen johdosta. Kimin (2020, s. 275) mukaan omistajaperheen ulkopuoliset johtajat vähentävät chaebolien konkurssin riskiä merkittävästi.

Toinen vakava hallinnollinen ongelma chaebol ryhmissä on niissä vallitseva nepotismi. Valta ryhmässä siirtyy suoraan alenevassa polvessa ja johtotehtäviin valitaan perheenjäseniä sekä tuttuja, vaikka perheen ulkopuolelta olisi luontevampia valintoja tarjolla. Park et al. (2016, s. 101) toteaa, että usein chaebolien omistajat keskittyvät enemmän löytämään tavan siirtää omistus jälkeläisilleen toimintakapasiteetin maksimoimisen sijaan. Lisäksi ryhmän maksamat hallintokulut ovat usein merkittävän suuruisia ryhmien koon sekä siihen liittyvän byrokratian seurauksena.

Osakevähemmistöön kuuluvat kärsivät myös konglomeraatin sisäisestä liikevaihdosta, jossa ryhmän yhtiöt ostavat palveluita sekä tuotteita sisaryhtiöiltään, vaikka ne olisivat halvempia konglomeraatin ulkopuoliselta taholta hankittuna. Lisäksi omistajaperhe pyrkii tasapainottamaan liikevoittoa ryhmän eri yhtiöiden välillä sen sijaan, että se maksimoisi yhden sektorin tuottoja (Murillo & Sung 2013, s. 6). Tilanne voi olla ulkopuolisen osakkeenomistajan kannalta hyvin epämiellyttävä, sillä yhtiön, jonka osakkeita ulkopuolinen omistaa, saattaa allokoida yhtiön tuottamat voitot toiseen ryhmän yhtiöön sen sijaan, että maksimoisi osakkeenomistajien voiton esimerkiksi osingonjaon kautta.

Ulkopuolisen sijoittajan näkökulmasta vahva päätöksentekoeelin on kriittinen chaebol ryhmän menestymisen kannalta, sillä chaebolin ulkopuolisena osakkeenomistajana ei ole käytännössä mitään päätösvaltaa yhtiössä. Zhangin (2010) mukaan chaebolien heikkotasaisen hallinnon, johtoaseman väärinkäytön sekä osakemarkkinoiden yleisen riskisyyden johdosta yksityiset sijoittajat Etelä-Koreassa ovat ruvenneet siirtämään varoja ulkomaisille markkinoille. Tämä on puolestaan ajanut chaebolit hakemaan vaihtoehtoista rahoitusta myös ulkomailta.

Vaikutusvallan sekä liiketoiminnan läpinäkyvyyden puute voi kuitenkin osoittautua ulkopuolisen sijoittajan kannalta myös houkuttelevaksi mahdollisuudeksi sijoittaa yhtiöön, sillä skeptisyys ryhmän hallintoa kohtaan usein heijastuu myös osakkeiden hintaan. Ducretin sekä Isakovin (2020) tutkimuksen mukaan eteläkorealaisten pörssiyhtiöiden P/E-luvut olivat keskiarvolta 30 prosenttia matalammat kuin niiden ulkomaalaisilla kilpailijoilla vuosina 2002–2016. On huomioitava, että erityisesti hallintorakenteen tuomat vahvuudet sekä heikkoudet ovat ryhmäkohtaisia, eikä niitä voi käytännössä yleistää. Vahva johtaminen voi olla yhden ryhmän suurimmista vahvuuksista, kun taas huonon omistajaperheen johtaminen voi osoittautua toisen ryhmän suurimmaksi heikkoudeksi.

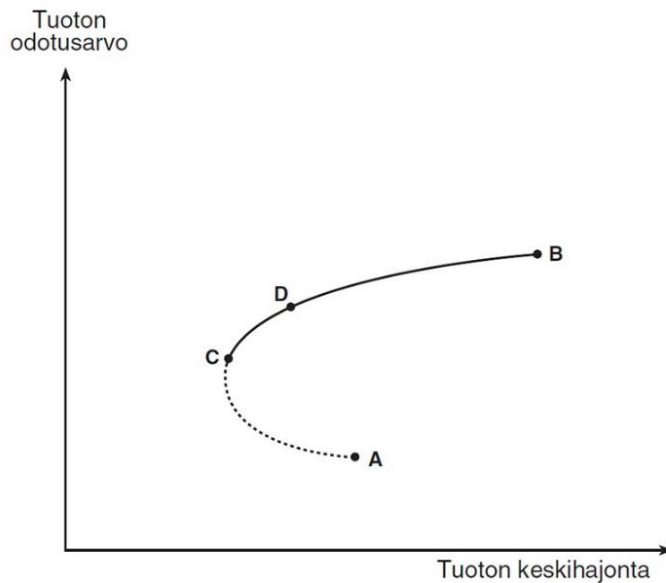
3 Olennaiset rahoituksen teoriat

Tässä luvussa käsitellään tutkielman teoreettista viitekehystä. Se pitää sisällään osakesijoittamisen sekä tutkielman empiirisen tutkimuksen kannalta olennaisia rahoituksen teorioita. Teoriaosuus koostuu Markowitzin modernista portfolioteoriasta, portfolion hajauttamisesta sekä CAP-mallista. Modernin portfolioteorian sekä yleisesti portfolion hajauttamisella pyritään selittämään portfolion hajauttamisen vaikutusta sen riskiin. CAP-mallilla puolestaan ennustetaan portfolion tuottoja, ja se on pohjana usealle tämän työn empiirisen tutkimuksen menestysmittarille.

3.1 Moderni portfolioteoria

Yhdysvaltalainen taloustieteilijä Harry Markowitz (1952) esitteli modernin portfolioteorian artikkelissaan ”Portfolio Selection” ja siitä on muodostunut yksi sijoittamisen teorian kulmakivistä. Suurin osa sijoittajista jakaa sijoitusvarallisuutensa useampaan kuin yhteen kohteeseen. Näiden kohteiden yhdistelmää kutsutaan portfolioksi. (Knüpfer & Puttonen 2018, s. 141.) Portfolioteorian perusajatuksena on sijoitusvarallisuuden hajauttaminen, jonka jakaminen usealle eri sijoituskohteelle pienentää riskiä (Kallunki, Martikainen & Niemelä, 2019, s. 29). Sijoituskohteen, portfolion tai esimerkiksi yksittäisen arvopaperin riskiä voidaan mitata keskihajonnalla. Markowitzin (1952) mukaan sijoitusportfolioon valittujen yksittäisten sijoituskohteiden tuottojen välinen korrelaatio määrittää hyödyn, joka hajauttamisesta saavutetaan. Jos sijoituskohteiden välinen korrelaatio on hyvin vähäistä, tai jopa negatiivista, jolloin niiden tuotot liikkuvat eri suuntiin, on hajauttamisesta saavutettava hyöty suuri. Luonnollisesti mitä suurempaa sijoituskohteiden välinen positiivinen korrelaatio on, sitä pienempi hajauttamisesta saatava hyöty on (Puttonen 2009, s. 55).

Markowitzin modernia portfolioteoriaa voidaan esittää myös kuvaajalla, joka tunnetaan tehokkaana rintamana (engl. Efficient Frontier). Tehokkaalle rintamalle sijoittuvat portfoliot tarjoavat sijoittajalle korkeimman mahdollisen tuoton sijoittajan valitsemalla riskitasolla. Kuvassa 2 tehokas rintama on esitetty graafisesti.



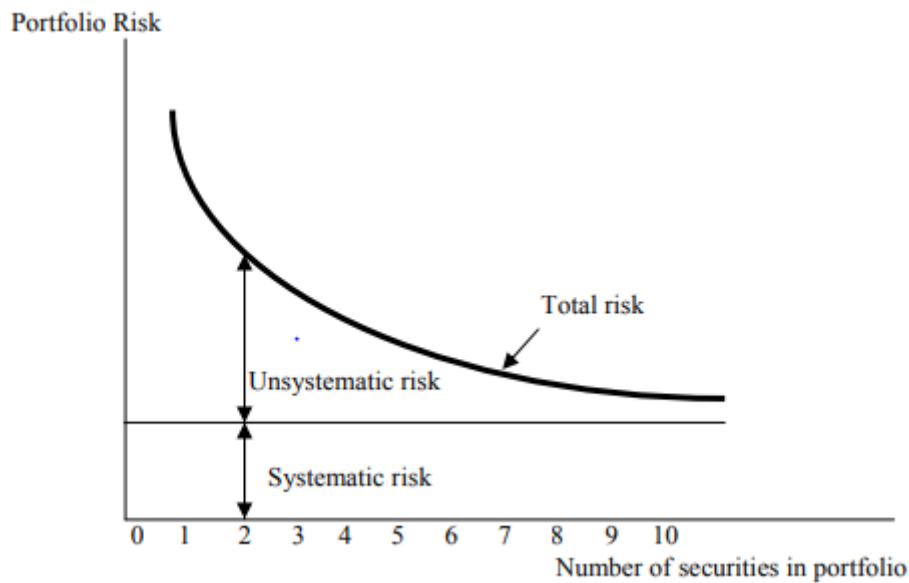
Kuva 2: Tehokas rintama (Kallunki et al. 2019 s.35)

Portfolio, jonka keskihajonta on pienin, sijaitsee pisteessä c. Luenbergerin (1998, s. 156–157) mukaan useimmat sijoittajat ovat haluttomia ottamaan riskejä ja suosivat käyrän vasemmanpuoleisinta pistettä minimoidakseen portfolion keskihajonnan ja sitä kautta riskin. Jos sijoittaja puolestaan valitsee käyrältä minkä tahansa toisen pisteen kuin pisteen c, voidaan häntä pitää halukkaana ottamaan riskejä. Pisteessä c alapuolisella paraabelin kaarella portfoliot ovat tehottomia, sillä ne voidaan aina korvata portfolioilla, joissa on parempi tuotto/riski -suhde (Fama & French 2004, s. 26–27).

3.1.1 Hajauttaminen

Portfolion kokonaisriski voidaan jakaa systemaattiseen sekä epäsystemaattiseen riskiin. Epäsystemaattista riskiä voidaan minimoida hajauttamisella. Hajauttamisella ei Markowitzin (1952) mukaan voida kuitenkaan poistaa portfolion keskihajontaa kokonaisuudessaan johtuen systemaattisesta riskistä, joka tunnetaan myös nimityksellä markkinariski. Systemaattinen riski on osakemarkkinoiden yleisen yleisestä vaihtelusta johtuvaa ja se vaikuttaa kaikkiin arvopapereihin samalla tavalla. Systemaattisen riskin syitä ovat esimerkiksi inflaatoriski sekä korkoriski (Levišauskaité 2010, s. 56). Portfolion systemaattista riskiä voidaan kuitenkin pienentää, jos portfoliota hajautetaan myös kansainvälisesti, johtuen maiden

osakemarkkinoiden välisestä matalasta korrelaatiosta (Solnik 1995). Epäsystemaattinen riski on puolestaan yrityskohtaista ja se riippuu yrityksen omasta liiketoiminnasta. (Kallunki et al. 2019, s. 35.) Epävarmuutta yksittäisissä arvopapereissa voi esimerkiksi aiheuttaa tärkeän asiakkaan konkurssi tai johtoasemassa olevan henkilön irtisanoutuminen (Knüpfer & Puttonen 2018, s. 148).



Kuva 3: Portfolion riskin hajauttaminen (Levišauskaitė 2010, s. 57)

Kuvasta 3 nähdään, että sijoitusportfolion hajautukseen pätee laskevan rajahyödyn periaate, eli portfolioon lisättävä seuraava sijoituskohde on hajautushyödyn kannalta edellistä pienempi. Kuvan 3 pystyakselissa kuvataan portfolion kokonaisriskiä ja vaaka-akselilla portfoliossa olevien sijoituskohdeiden määrää. Huomioitavaa on, että todellisuudessa kaikki portfoliot ovat erilaisia ja käyttäytyvät eri lailla, eikä ole olemassa mitään tiettyä lukumäärää, kuinka monta kohdetta portfoliossa kuuluu olla, ja kuva 3 kuvaa hajauttamista yleisesti.

3.2 Capital Asset Pricing -malli

Capital Asset Pricing Model (CAP-Malli, CAPM) perustuu Markowitzin (1952) artikkelissa esille tuotuun portfolioteoriaan. CAP-malli julkaistiin 1960-luvulla kolmessa artikkelissa Sharpen (1964), Lintnerin (1965) sekä Mossinin (1966) toimesta (Bodie, Kane & Marcus 2013, s. 291). CAP-malli portfolioteorian tavoin perustuu siihen oletukseen, että sijoituskohteen tuotto-odotuksen ja riskin riippuvuus on lineaarista. CAP-malli kuvastaa, miten oman pääoman tuotto-odotus kasvaa samalla, kun sijoituksen riskisyys kasvaa (Vaihekoski 2004, s. 204). Kuten edellisessä kappaleessa jo mainittiin, riski voidaan jakaa epäsystemaattiseen ja systemaattiseen riskiin. Epäsystemaattinen riski voidaan hajauttamisella hävittää, joten CAP-malli keskittyy systemaattiseen riskiin, jota ei pysty hävittämään. Sharpe (1964) loi systemaattisen riskin mittariksi beta-kertoimen, joka kuvaa portfolion tai yksittäisen sijoituskohteen korrelaatiota markkinaa. CAP-malli on edelleen hyvin laajalti käytössä ja pohjana uudemmille hinnoittelumalleille, vaikka malli on jo lähes 50 vuotta vanha (Fama & French 2004, s. 25). CAP-mallin sisältöä esitellään tarkemmin kaavassa 1 (Bodie et al. 2013, s. 297)

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f] \quad (1)$$

| | | |
|-------|-----------|---------------------------------|
| jossa | $E(r_i)$ | = sijoituskohteen tuotto-odotus |
| | r_f | = riskitön korkokanta |
| | β_i | = sijoituskohteen beta-kerroin |
| | $E(r_m)$ | = odotettu markkinatuotto |

Riskittömänä korkokantana r_f tyypillisesti käytetään hyvän luottoluokituksen omaavan valtion joukkovelkakirjoja, sillä valtiot joutuvat hyvin harvoin maksuongelmiin. Yksi yleisimmistä riskittömistä korkokannoista on Yhdysvaltojen kolmen kuukauden joukkovelkakirja. $[E(r_m) - r_f]$ tunnetaan markkinariskipreemiona. Markkinariskipreemio on markkinaportfolion tuotto-odotuksen $E(r_m)$ sekä riskittömän korkokannan r_f erotus. Se kuvastaa kuinka paljon enemmän arvopaperit ovat tuottaneet verrattuna riskittömään sijoituskohteeseen (Kallunki et al. 2019, s. 40–41). Beta-kerroin β_i kuvastaa yrityskohtaista riskiä suhteutettuna

markkinoiden riskitasoon. Beta-kerroin sijoituskohteelle lasketaan kaavan 2 mukaisesti (Bodie et al. 2013, s. 297)

$$\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_m^2} \quad (2)$$

jossa $Cov(r_i, r_m)$ = sijoituskohteen ja markkinaportfolion välinen kovarianssi
 σ_m^2 = markkinaportfolion tuoton varianssi

Beta-kerroin saa arvokseen usein lukuja yhden molemmin puolin. Jos se saa arvon yksi, vastaa sijoituskohteen riskisyys markkinoita. Jos beta on alle yhden, reagoi se markkina-muutoksiin lievemmin kuin markkinat. Kun beta on puolestaan yli yhden, sijoituskohde reagoi muutoksiin voimakkaammin. (Kallunki et al. 2019, s. 328.) Toisin sanoen, jos beta on korkea, tulisi myös tuottojen olla korkeita. Beta-kertoimen määrittämisessä voi usein esiintyä ongelmia johtuen autokorrelaatiosta (Kallunki et al. 2019, s. 40). Autokorrelaatiota esiintyy, jos sijoituskohteen tuottoaikasarjojen perättäiset havainnot ovat riippuvaisia toisistaan. Siksi beta pystytään määrittämään tarkemmin markkinoilla, joissa kaupankäynnin määrät ovat suuria.

4 Tutkimusaineisto ja -menetelmät

Tässä luvussa käydään läpi tämän tutkielman empiirisessä tutkimuksessa käytettävä aineisto, tutkimusmenetelmät, luodut portfoliot sekä vertailuun käytettävät indeksit. Tehtävä tutkimus on puhtaasti kvantitatiivinen ja tutkimusmenetelminä käytetään kolmea CAP-malliin perustuvaa tunnuslukua. Nämä tunnusluvut ovat Sharpen luku, Treynorin luku sekä Jensenin alfa. Tutkimuksen tekemiseen vaadittavat indeksi- ja osakekohtaiset tiedot on kerätty KRX:n omasta tietokannasta. Tunnuslukujen laskemiseksi vaadittava riskitön korkokanta on puolestaan saatu Dow Jones & Companyn MarketWatch palvelusta. Tutkimuksen regressiot suoritetaan Microsoft Excel -ohjelmalla.

4.1 Luodut portfoliot

Empiiristä tutkimusta varten on luotu neljä eri portfoliota Etelä-Korean pörssiin listautuneista yhtiöistä, joiden suoriutumista pörssissä tutkitaan viikoittaisen aikasarjadataan pohjalta aikavälillä 1.1.2016 - 31.12.2020. Portfolioiden yhtiöt ovat valittu KRX-tietokannasta ja niiden on täytynyt olla listautuneita pörssiin koko tarkasteluajanjakson ajan. Empiirisen tutkimuksen kolmessa portfoliossa on kussakin samaan chaebol ryhmään kuuluvia listautuneita yhtiöitä ja neljännessä portfoliossa yhtiöt eivät kuulu mihinkään chaebol ryhmään. Neljäs portfolio toimii vertailukohteenä kolmelle toiselle portfoliolle. Portfolion optimaalinen hajautus on 10–15 yhtiötä eri toimialoilta (Niskanen J. & Niskanen M. 2007, s. 183) ja sääntöä on pyritty noudattamaan tässäkin tutkimuksessa niin hyvin kuin mahdollista, ottaen huomioon tiettyihin chaebol ryhmiin kuuluvien osakkeiden lukumäärän vähäisyyden.

4.1.1 Perheomisteisten konglomeraattien portfoliot

Empiirisessä tutkimuksessa keskitytään Samsungin, Hyundai Motor Groupin sekä SK Groupin yhtiöiden suoriutumiseen osakemarkkinoilla. Portfolioissa on eri määrä yhtiöitä, johtuen rajallisesta määrästä kriteerit täyttävistä yhtiöistä. Jokainen portfolio on hajautettu tasan, siten että yksittäisen osakkeen painoarvo tietyssä portfoliossa on yhtä suuri toisten kanssa.

Samsungin osakeportfolio on kooltaan suurin, koostuessaan kahdestatoista yhtiöstä. Yksittäisen yhtiön painoarvo on siten 8,33 prosenttia. Tutkimuksesta jouduttiin jättämään joitakin pienemmän markkina-arvon omaavia Samsung-konglomeraattiin kuuluvia yhtiöitä pois, jotta Samsung ei saisi merkittävää etua muihin verrattuna etenkin riskisyyden osalta. Yhtiöiden toimialat painottuvat pitkälti teknologiaan, mutta myös muitakin toimialoja on edustettuna. Portfolion yhtiöt sekä yhtiöiden toimialat ovat nähtävissä taulukossa 1. Taulukoissa yhtiöt ovat järjestetty niiden 31.12.2020 markkina-arvoltaan suurimmasta pienimpään.

Taulukko 1: Samsung portfolio

| Samsung | Industry |
|---|---|
| Samsung Electronics Co., Ltd. | Manufacture of Telecommunication and Broadcasting Apparatuses / Televiestintä- ja yleisradiolaitteiden valmistus |
| Samsung SDI Co., Ltd. | Manufacture of Primary Cells and Batteries and Accumulators / Ensiökemien ja -akkujen valmistus |
| Samsung C&T Corporation | Other Specialized Wholesale / Muu erikoistunut tukkumyynti |
| Samsung Life Insurance Co., Ltd. | Insurance / Vakuutukset |
| Samsung Electro-Mechanics Co., Ltd. | Manufacture of Electronic Components / Elektroniikkakomponenttien valmistus |
| Samsung SDS Co.,Ltd. | Computer programming, System Integration and Management Services / Tietokoneohjelmointi, järjestelmäintegraatio ja hallintopalvelut |
| Samsung Fire & Marine Insurance Co., Ltd. | Insurance / Vakuutukset |
| Samsung Engineering Co., Ltd. | Architectural, Engineering and Related Technical Services / Arkkitehti-, suunnittelu- ja niihin liittyvät palvelut |
| Samsung Securities Co., Ltd. | Activities Auxiliary to Financial Service Activities / Talouspalvelutoimintaa avustavat toiminnot |
| Samsung Card Co., Ltd. | Other Financial Intermediation / Muu rahoituksen välitys |
| Samsung Heavy Industries Co., Ltd. | Building of Ships and Boats / Laivojen ja veneiden rakentaminen |
| Cheil Worldwide Inc. | Advertising / Mainonta |

Hyundai Motor Groupin portfolioissa on yhdeksän yhtiötä, joten yksittäisen osakkeen painoarvo portfolioissa on 11,1 prosenttia. Portfolion yhtiöt ovat hyvin vahvasti painottuneet autoteollisuuteen sekä muihin raskas teollisuuksiin. Portfolion yhtiöt sekä niiden toimialat esitellään taulukossa 2.

Taulukko 2: Hyundai Motor Group portfolio

| Hyundai Motor Group | Industry |
|--|---|
| Hyundai Motor Company | Manufacture of Motor Vehicles and Engines for Motor Vehicles / Moottoriajoneuvojen ja moottoreiden valmistus |
| Kia Corporation | Manufacture of Motor Vehicles and Engines for Motor Vehicles / Moottoriajoneuvojen ja moottoreiden valmistus |
| Hyundai Mobis Co.,Ltd | Manufacture of Parts and Accessories for Motor Vehicles (New Products) / Moottoriajoneuvojen osien ja tarvikkeiden valmistus (uudet tuotteet) |
| Hyundai Steel Company | Manufacture of Basic Iron and Steel / Raudan ja teräksen valmistus |
| Hyundai Glovis Co., Ltd. | Other Services Allied to Transport Agency / Muut liikennevirastoon liittyvät palvelut |
| Hyundai Engineering & Construction Co., Ltd. | Heavy Construction / Raskas rakentaminen |
| Hyundai Rotem Company | Manufacture of Railway and Tramway Locomotives and Rolling Stock / Rautateiden ja raitioteiden valmistus veturit ja liikkuva kalusto |
| HYUNDAI WIA Corporation | Manufacture of Parts and Accessories for Motor Vehicles (New Products) / Moottoriajoneuvojen osien ja tarvikkeiden valmistus (uudet tuotteet) |
| Innocean Worldwide Inc. | Advertising / Mainonta |

SK Groupin portfolioissa yhtiöitä on yksitoista, joten yksittäisen osakkeen painoarvo on 9,09 prosenttia. Tutkimuksesta on jätetty pois kaksi SK Groupin yhtiötä, jotka ovat hyvin lyhyessä ajassa nousseet osakemarkkinoilla markkina-arvoltaan isoiksi, koska ne eivät ole olleet koko tarkasteluajanjakson ajan listautuneita pörssiin. Yhtiöiden toimialat ovat melko monopolisia ja kattavat Etelä-Korean markkinoita laajalla rintamalla. Portfolio sekä yhtiöiden toimialat esitellään taulukossa 3.

Taulukko 3: SK Group portfolio

| SK Group | Industry |
|-------------------------|---|
| SK hynix Inc. | Manufacture of Semiconductor / Puolijohteiden valmistus |
| SK Innovation Co., Ltd. | Manufacture of Refined Petroleum Products / Jalostettujen öljytuotteiden valmistus |
| SK Telecom Co.,Ltd. | Telecommunications / Tietoliikenne |
| SK Inc. | Other Financial Intermediation / Muu rahoituksen välitys |
| SKC Co., Ltd. | Manufacture of Other Chemical Products / Muiden kemiallisten tuotteiden valmistus |
| SK Materials Co., Ltd. | Manufacture of Basic Chemicals / Peruskemikaalien valmistus |
| SK Gas Co., Ltd. | Other Specialized Wholesale / Muu erikoistunut tukkumyynti |
| SK Networks Co., Ltd. | Other Specialized Wholesale / Muu erikoistunut tukkumyynti |
| SK Discovery Co., Ltd. | Other Financial Intermediation / Muu rahoituksen välitys |
| SK Rent A Car Co., Ltd | Renting of Transport Equipment / Kuljetusvälineiden vuokraus |
| SK Securities Co., Ltd. | Activities Auxiliary to Financial Service Activities / Talouspalvelutoimintaa avustavat toiminnot |

4.1.2 Vertailuportfolio

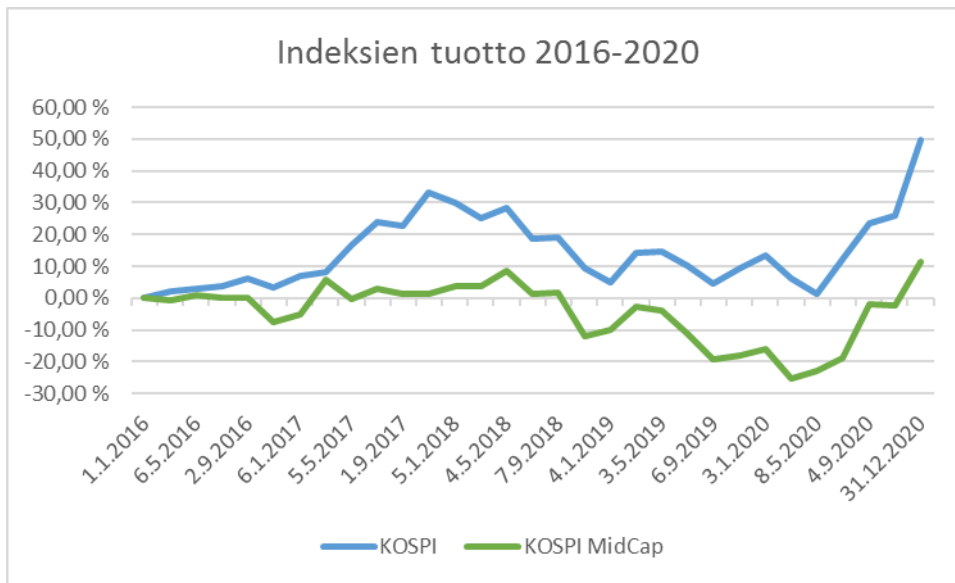
Vertailuportfolio on luoto tutkimukseen, jotta saataisiin hieman kattavampi kuva Etelä-Korean osakemarkkinoista. Portfoliossa on kaksitoista yhtiötä, jotka eivät kuulu mihinkään chaebol ryhmään. Näin ollen yhden osakkeen painoarvoksi saadaan 8,33 prosenttia. Yhtiöt ovat valittu tarkasteluajanjakson päättymishetken suurimpien markkina-arvojen perusteella. Yhtiöiden toimialat ovat hyvin monipuolisia, mutta rahoituslaitosten määrä on suuri ollessaan yksi neljäsosa portfoliosta. Rahoituslaitokset Etelä-Koreassa eivät saa kuulua mihinkään perheomisteiseen konglomeraattiin (Park S.-R. & Yuhn 2012, s. 262), joten on luonnollista, että valittaessa markkina-arvoltaan suurimpia yhtiöitä chaebol ryhmien ulkopuolelta, korostuvat erityisesti rahoituslaitokset. Vertailuportfolio sekä sen yhtiöiden toimialat ovat nähtävissä taulukossa 4.

Taulukko 4: Vertailuportfolio

| Vertailuportfolio | Industry |
|-----------------------------------|--|
| NAVER Corporation | Data Processing, Hosting and Related activities; Web Portals / Tietojenkäsittely, hosting ja niihin liittyvät toiminnot; Verkkoportaalit |
| Kakao Corp. | Data Processing, Hosting and Related activities; Web Portals / Tietojenkäsittely, hosting ja niihin liittyvät toiminnot; Verkkoportaalit |
| POSCO | Manufacture of Basic Iron and Steel / Perusraudan ja teräksen valmistus |
| KB Financial Group Inc. | Other Financial Intermediation / Muu rahoituksen välitys |
| Shinhan Financial Group Co., Ltd. | Other Financial Intermediation / Muu rahoituksen välitys |
| Korea Electric Power Corporation | Production, Collection and Distribution of Electricity / Sähkön tuotanto, keräys ja jakelu |
| HMM Co.,Ltd | Sea and Coastal Water Transport / Meri- ja rannikkovesiliikenne |
| Hana Financial Group Inc. | Other Financial Intermediation / Muu rahoituksen välitys |
| Ncsoft Corporation | Software Development and Supply / Ohjelmistokehitys ja -toimitus |
| S-Oil Corporation | Manufacture of Refined Petroleum Products / Jalostettujen öljytuotteiden valmistus |
| KT&G Corporation | Manufacture of Tobacco Products / Tupakkatuotteiden valmistus |
| KT Corporation | Telecommunications / Tietoliikenne |

4.2 Vertailuun käytettävät indeksit sekä riskitön korkotaso

Tässä tutkimuksessa muodostettujen portfolioiden suoriutumisen vertailuun käytetään KOSPI- ja KOSPI MidCap -indeksejä. KOSPI koostuu eteläkorealaisista yhtiöistä, joiden kantaosakkeet ovat listattuna pörssiin. Se kuvastaa Etelä-Korean pörssin yleistä tilaa ja kuntoa. KOSPI MidCap puolestaan pitää sisällään listatut yhtiöt, jotka ovat markkina-arvoltaan 101–300 suurimman yhtiön joukossa. Molemmat indeksit ottavat huomioon osingot sekä mahdolliset osakkeiden splittaukset hintamuutosten lisäksi. Tämä on tutkimuksen kannalta erityisen tärkeää, jotta informaatio on jatkuvaa ja vertailukelpoista (Investopedia 2021). Indeksien kumulatiivisia tuottoja vuosilta 2016–2020 kuvataan kuvassa 4.



Kuva 4: Vertailuindeksien tuotot 2016–2020

Tutkimuksessa riskittömänä tuottona käytetään Etelä-Korean valtion yhden vuoden joukkovelkakirjalainaa (MarketWatch 2021). Yhden vuoden joukkovelkakirjalainaa on huomattavasti pidemmälle aikavälille sijoittuva kuin riskittömänä tuottona tyypillisesti Euroopassa ja Yhdysvalloissa käytettävä kolmen kuukauden bondi, mutta koska tutkimus on rajattu pelkästään Etelä-Koreaan, käytetään tutkimuksessa lyhyintä mahdollista juoksuaikaa.



Kuva 5: Riskitön tuotto vuosilta 2016–2020

Kuten kuvasta 5 huomataan, korkotuotto on pysynyt pidemmän aikaa lähes samana, mutta laskenut huomattavasti alemmas koronaviruspandemian vuoksi. Kokonaisuudessaan

riskitön tuotto on ollut kuitenkin melko korkea, johtuen melko pitkästä juoksuajasta. Korko-
tuotto on tutkimuksessa viikoittain mitattu ja riskittömänä tuottona käytetään näiden lukujen
keskiarvoa, joka on 1,43 prosenttia.

4.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkimuksessa mitataan portfolioiden suoriutumista tämän luvun alussa mainittujen tunnus-
lukujen avulla. Nämä tunnusluvut ovat Sharpen luku, Treynorin luku ja Jensenin alfa. Näi-
den tunnuslukujen avulla pyritään selvittämään, miten eri perheomisteiset konglomeraatit
ovat suoriutuneet vuosien 2016 ja 2020 välillä.

4.3.1 Sharpen luku

William Sharpen (1966) kehittämän tunnusluvun avulla voidaan vertailla portfolioita keske-
nään. Sharpen luku mittaa sijoituskohteen ylituottoa suhteessa sen volatilitettiin. Mittari
kertoo, kuinka paljon riskiä on jouduttu ottamaan saavuttaakseen tietyn tuoton. Sharpen lu-
kua esitellään tarkemmin kaavassa 3 (Bodie et al. 2013, s. 871).

$$S_i = \frac{r_i - r_f}{\sigma_i} \quad (3)$$

| | | |
|-------|------------|---|
| jossa | S_i | = Sharpen luku |
| | r_i | = sijoituskohteen odotettu tuotto |
| | r_f | = riskitön tuotto |
| | σ_i | = portfolion tuottojen keskihajonta (volatilitetti) |

Sharpen luku on hyvin laajalti käytössä ympäri maailmaa ja sitä pidetään yhtenä parhaista
mittareista portfolioiden analysointiin. Luku tarjoaa kätevän yhteenvedon kahdesta minkä
tahansa sijoituskohteen tärkeästä puolesta; riskistä ja tuotosta. Lisäksi sitä osataan tulkita
ympäri maailmaa. (Eling 2008, s. 62.) Mitä korkeampi Sharpen luku on, sitä parempi

portfolion tuotto on suhteutettuna riskiin (Kallunki et al. 2019, s. 333). Kreander, Gray, Power ja Sinclair (2005, s. 1476) mukaan Sharpen lukua kritisoidaan, sillä se mittaa ylituottoa suhteutettuna kokonaisriskiin, eli systemaattisen riskin lisäksi myös epäsystemaattiseen riskiin, joka olisi mahdollista hävittää hyvällä hajautuksella. Kreander et al. (2005, s. 1476) mukaan seuraavaksi käsiteltävä Treynorin luku ratkaisee tämän ongelman.

4.3.2 Treynorin luku

Jack Treynorin (1965) kehittämä Treynorin luku mittaa Sharpen luvun tavoin portfolion suorittumista verraten tuottoa ja riskitasoa. Oleellinen ero mittareiden välillä on, että Treynorin luvussa ylituotto on suhteutettu betaan, eli systemaattiseen riskiin, siinä missä Sharpen luku suhteuttaa ylituoton kokonaisriskiin. Treynorin luku siis toimii odotuksella, että portfolio on täysin hajautettu, eikä epäsystemaattista riskiä ole. Treynorin luku esitellään kaavassa 4 (Bodie et al. 2013, s. 871).

$$T_i = \frac{r_i - r_f}{\beta_i} \quad (4)$$

| | | |
|-------|-----------|-----------------------------------|
| jossa | T_i | = Treynorin luku |
| | r_i | = sijoituskohteen odotettu tuotto |
| | r_f | = riskitön tuotto |
| | β_i | = portfolion beta-kerroin |

4.3.3 Jensenin alfa

Michael Jensen (1967) esitteli tunnuslukunsa, joka pohjautuu Capital Asset Pricing-malliin. Jensenin alfalla mitataan portfolion mahdollisia ylituottoja portfolion keskimääräisen tuoton sekä CAP-mallin mukaan lasketun tuoton erotuksena. Alfa lukuarvon ollessa positiivinen, portfolio on tuottanut ylituottoja riskitasoon nähden. Negatiivinen arvo puolestaan kuvastaa, että salkku on tuottanut vähemmän kuin riskitaso edellyttää. (Kallunki et al. 2019, s. 334.)

Arvon ollessa nolla, portfolio on suoriutunut odotetulla tasolla. Jensenin alfan laskutapa on esitelty kaavassa 5 (Bodie et al. 2013, s. 871).

$$\alpha_i = r_i - [r_f + \beta_i(r_m - r_f)] \quad (5)$$

| | | |
|-------|------------|---|
| jossa | α_i | = Jensenin alfa |
| | r_i | = portfolion keskimääräinen tuotto |
| | r_f | = riskitön tuotto |
| | β_i | = portfolion beta-kerroin |
| | r_m | = osakemarkkinoiden keskimääräinen tuotto |

5. Tutkimustulokset

Tässä luvussa tarkastellaan tutkimuksesta saatuja tuloksia ja pyritään niiden avulla vastaamaan tutkielman tutkimuskysymyksiin eteläkorealaisten perheomisteisten konglomeraattien menestyksestä Etelä-Korean pörssissä vuosina 2016–2020. Luvun alussa käydään läpi portfolioiden sekä vertailuindeksien vuosi- sekä kumulatiivisia tuottoja ja. Portfolioita verrataan edellisessä kappaleessa läpikäytyjen tunnuslukujen avulla. Luvun lopussa esitetään yhteenveto tuloksista ja pyritään saamaan selville, mikä portfolio on pärjännyt kokonaisvaltaisesti parhaiten.

5.1 Portfolioiden tuotto

Portfolioiden tuottoja esitellään taulukossa 5. CAGR (Compound Annual Growth Rate) on vuosiprosenttimuutos, joka ilmaisee, kuinka paljon sijoituksen on täytynyt keskimäärin kasvaa vuodessa sen alkuarvosta saavuttaakseen sen arvon, mikä se on tarkasteluajanjakson lopussa (Goertz 2014, s. 157). Kuten taulukosta 5 nähdään, kaikkien portfolioiden tuotto on ollut positiivista vaikeasta vuodesta 2020 huolimatta.

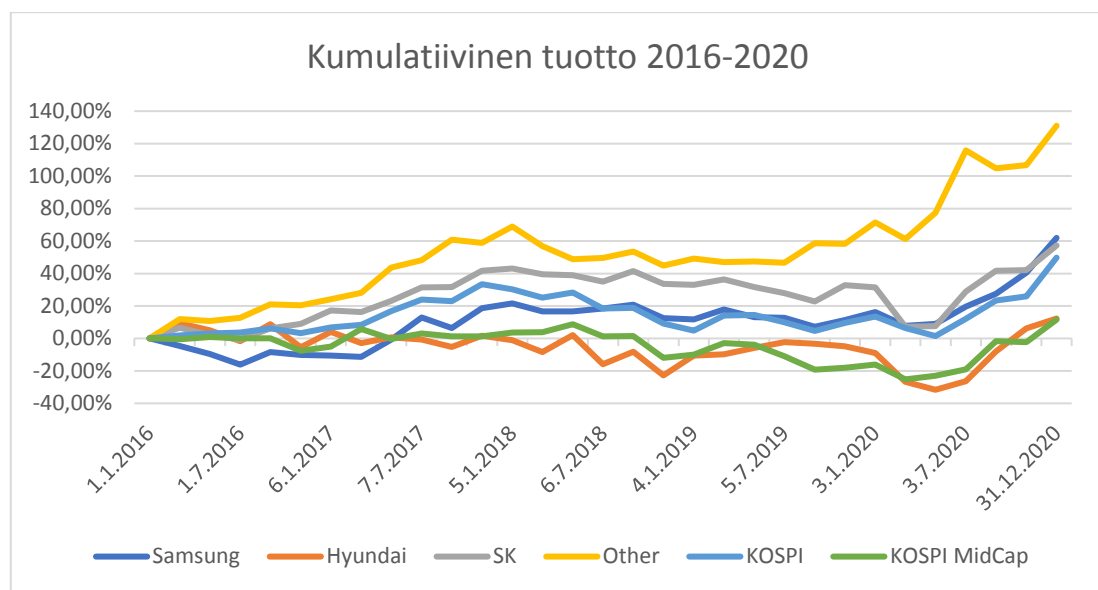
Taulukko 5: Portfolioiden tuotto 2016–2020

| | Samsung | Hyundai | SK | Other | KOSPI | KOSPI MidCap |
|----------------------------------|----------------|----------------|-----------|--------------|--------------|-------------------------|
| CAGR | 10,12 % | 2,34 % | 9,48 % | 18,23 % | 8,41 % | 2,21 % |
| Kumulatiivinen tuotto | 61,93 % | 12,26 % | 57,26 % | 131,00 % | 49,76 % | 11,56 % |

Parhaimman tuoton vuosina 2016–2020 on saavuttanut ”Other-portfolio”, jonka yhtiöt eivät kuulu mihinkään perheomisteiseen konglomeraattiin. Portfolion kumulatiivinen tuotto oli 131,00 prosenttia, joka on huomattavasti suurempi kuin yhdelläkään konglomeraattiportfoliolla. CAGR:lla sekä kumulatiivisella tuotolla mitattuna myös Samsung ja SK Group tuottivat KOSPI-yleisindeksiä paremmin ja suoriutuivat lähes yhtä hyvin keskenään.

Konglomeraateista ylivoimaisesti huonoiten suoriutui Hyundai Motor Group, jonka tuotto jäi kumulatiivisella tasolla 12,36 prosenttiin. Luonnollisesti Hyundain CAGR (2,34 %) on myös huomattavasti alempi verrattuna toisiin konglomeraatteihin. Toinen alisuoriutuja oli KOSPI MidCap, jonka luvut ovat hyvin samankaltaisia Hyundai Motor Groupin kanssa.

Portfolioiden kumulatiivisten tuottojen välille muodostui selvät parit. Samsung sekä SK Group ja toisaalta Hyundai Motor Group sekä KOSPI MidCap tuottivat lähes yhtä paljon vuosien 2016–2020 välillä. Portfolioiden kumulatiivista tuottoa kuvataan tarkemmin kuvassa 6.



Kuva 6: Portfolioiden kumulatiivinen tuotto 2016–2020

Kuten kuvasta 6 huomataan, Other-portfolio oli jo vuoden 2018 alussa hyvin paljon muita portfolioita edellä ja ero pysyi huomattavana koko loppu tarkastelujakson ajan. Huomioitavaa arvoista on myös, kuinka samankaltaisesti Samsung-portfolion arvo on kehittynyt verrattuna KOSPI-indeksiin vuoden 2018 kesästä lähtien. Samsung Electronics yhtiön painoarvo KOSPI-indeksissä on hyvin suuri, joten samankaltainen käyttäytyminen on luonnollista. Koronaviruspandemian vaikutus näkyy selvästi portfolioiden kumulatiivisessa tuotossa, kuten kuvasta 6 sekä taulukosta 6 voidaan havaita. Hyundai Motor Groupin sekä KOSPI MidCapin portfolioit olivat hyvinkin tappiollisia, mutta molempien tuotot nousivat lopulta positiivisiksi vahvan loppuvuoden ansiosta. Taulukossa 6 on huomioitava, että sen lähtökohdassa on otettu huomioon vuosien 2016–2019 kumulatiiviset tuotot sen sijaan, että tuotot nollaantuisivat vuoden 2020 alussa.

Taulukko 6: Portfolioiden tuottojen kehittyminen vuonna 2020

| | Samsung | Hyundai | SK | Other | KOSPI | KOSPI Mid-Cap |
|-------------------|----------------|----------------|-----------|--------------|--------------|----------------------|
| 3.1.2020 | 16,21 % | -9,06 % | 31,49 % | 71,48 % | 13,43 % | -16,03 % |
| 6.3.2020 | 7,78 % | -26,77 % | 7,22 % | 61,15 % | 6,33 % | -25,22 % |
| 8.5.2020 | 8,87 % | -31,62 % | 7,57 % | 77,36 % | 1,41 % | -23,05 % |
| 3.7.2020 | 19,58 % | -26,42 % | 28,80 % | 115,78 % | 12,18 % | -19,00 % |
| 4.9.2020 | 27,57 % | -8,10 % | 41,71 % | 104,70 % | 23,43 % | -1,74 % |
| 6.11.2020 | 40,44 % | 6,20 % | 42,05 % | 106,68 % | 25,94 % | -2,36 % |
| 31.12.2020 | 61,93 % | 12,26 % | 57,26 % | 131,00 % | 49,76 % | 11,56 % |

5.2 Portfolioiden Sharpen luvut

Tunnuslukujen hyödyntäminen portfolioiden menestyksen arvioinnissa on tärkeää, sillä pelkän tuoton tarkastelu ei ota huomioon riskiä, mikä tuottoon on vaadittu. Taulukossa 7 käsitellään portfolioiden Sharpen lukuja sekä niihin vaikuttavia tekijöitä. Suurimman arvon saa KOSPI-indeksi (0,42), johtuen verrattaessa toisiin matalasta volatilitteetista (16,75 %) sekä melko suuresta vuosituotosta. Muodostettujen portfolioiden volatilitteetit olivat hyvin korkeita, johtuen epäoptimaalisesta hajautuksesta erityisesti yhtiöiden toimialojen osalta sekä yhtiöiden melko matalasta määrästä. Tämä näkyy erityisesti Hyundai Motor Groupin portfoliossa, jossa oli vähiten yhtiöitä ja yhtiöt toimivat hyvin samantlaisilla toimialoilla. Portfolion volatilitteetti oli tarkastelun korkein 65,04 prosenttia. Ottaen huomioon portfolion matalan 2,34 prosentin vuosittaisen tuoton, Hyundai Motor Group portfolion Sharpen luku oli lähes nolla. Toiseksi huonoiten suoriutunut KOSPI MidCap sai Sharpen luvuksi 0,04. Sillä oli huonoin vuosittainen tuotto, mutta sen volatilitteetti oli huomattavasti pienempi.

Samsungin (0,17) sekä SK Groupin (0,15) portfoliot saivat lähes saman arvon, mutta Samsung suoriutui paremmin, johtuen aavistuksen korkeammasta tuotosta sekä pienemmästä volatilitteetista. Volatilitteettia tarkastellessa täytyy huomioida, että Samsungin portfoliossa on eniten yhtiöitä ja sen yhtiöt toimivat hyvin erilaisilla toimialoilla verrattuna toisiin muodostettuihin konglomeraattiportfolioihin. Parhaiten muodostetuista portfolioista suoriutui

vertailuportfolio, jonka Sharpen luku on 0,37. Sillä on suurin vuosittainen tuotto sekä pienin volatilitteetti, joten tulos on melko yksiselitteinen.

Taulukko 7: Portfolioiden Sharpen luvut

| Sharpen luku | Samsung | Hyundai | SK | Other | KOSPI | KOSPI MidCap |
|-----------------------|----------------|----------------|-----------|--------------|--------------|---------------------|
| Vuosittainen tuotto | 10,12 % | 2,34 % | 9,48 % | 18,23 % | 8,41 % | 2,21 % |
| Riskitön tuotto | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % |
| Volatilitteetti (p.a) | 52,43 % | 65,04 % | 54,61 % | 44,92 % | 16,75 % | 18,91 % |
| Sharpen luku | 0,17 | 0,01 | 0,15 | 0,37 | 0,42 | 0,04 |

5.3 Portfolioiden Treynorin luvut

Portfolioiden betat mittaavat markkinariskiä. Markkinaindeksi KOSPI:n beta oli luonnollisesti 1,00. Hyundai Motor Group portfolion beta oli ainoa, joka oli KOSPI-indeksiä korkeampi ollessaan 1,13. Muiden portfolioiden betat puolestaan olivat matalampia, joten taulukossa 8 olevat tulokset ovat hyvin erilaisia kuin, mitä ne olivat Sharpen lukua mitatessa. Siinä missä KOSPI sai suurimman Sharpen luvun, jäi se Treynorin lukuja vertaillessa vasta neljänneksi (0,070). Muodostetuista portfolioista parhaiten suoriutui taas vertailuportfolio (0,223). Konglomeraattiportfolioista Samsung (0,098) voitti SK Groupin (0,086) sekä Hyundai Motor Groupin (0,008), joka jäi taas vertailun viimeiseksi samalla tuloksella KOSPI MidCap -indeksin (0,008) kanssa.

Taulukko 8: Portfolioiden Treynorin luvut

| Treynorin luku | Samsung | Hyundai | SK | Other | KOSPI | KOSPI MidCap |
|-----------------------|----------------|----------------|-----------|--------------|--------------|---------------------|
| Vuosittainen tuotto | 10,12 % | 2,34 % | 9,48 % | 18,23 % | 8,41 % | 2,21 % |
| Riskitön tuotto | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % |
| Beta | 0,89 | 1,13 | 0,94 | 0,75 | 1,00 | 0,94 |
| Treynorin luku | 0,098 | 0,008 | 0,086 | 0,223 | 0,070 | 0,008 |

5.4 Portfolioiden alfat

Portfolioiden mahdollisia ylituottoja mitattiin Jensenin alfalla. Taulukosta 9 on nähtävillä portfolioiden alfat. Portfolioista Samsung (2,50 %), SK Group (1,15 %) sekä vertailuportfolio (11,54 %) ovat kyenneet ylituottoihin. Vertailuportfolio jatkoi samaa trendiä edellisten tunnuslukujen tapaan, ja erottui joukosta selvästi parhaimpana portfoliona. Hyundai Motor Group (-6,95 %) ja KOSPI MidCap (-5,78 %) alisuoriutuivat markkinoihin verrattuna merkittävästi. Portfolioiden alfojen osalta tulokset eivät poikenneet muista mittareista ja portfolioiden väliset erot olivat huomattavan kokoisia.

Taulukko 9: Portfolioiden alfat

| Jensenin alfa | Samsung | Hyundai | SK | Other | KOSPI MidCap |
|-----------------------------|----------------|----------------|-----------|--------------|---------------------|
| Vuosittainen tuotto | 10,12 % | 2,34 % | 9,48 % | 18,23 % | 2,21 % |
| Riskitön tuotto | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % | 1,43 % |
| Markkinoiden tuotto (KOSPI) | 8,41 % | 8,41 % | 8,41 % | 8,41 % | 8,41 % |
| Beta | 0,89 | 1,13 | 0,94 | 0,75 | 0,94 |
| Alfa | 2,50 % | -6,95 % | 1,51 % | 11,54 % | -5,78 % |

5.5 Tulosten yhteenveto

Tutkimuksesta saatujen tulosten perusteella pystytään eri portfolioiden tuottoja ja suorituskykyä vertailemaan keskenään. Kokonaisuudessa parhaiten pärjäsivät Other-portfolio, joka muodostettiin vertailuportfolioksi konglomeraattiyhtiöille. Se suoriutui parhaiten vuosituoton sekä kumulatiivisen tuoton osalta ja sai myös korkeimman Treynorin luvun sekä Jensenin alfan. KOSPI-indeksi sai puolestaan korkeimman Sharpen luvun, mutta jäi muissa tunnusluvuissa sekä tuotossa vertailuportfolion kuin myös Samsungin sekä SK Groupin taakse. Ylivoimaisesti huonoiten portfolioista pärjäsivät Hyundai Motor Group, jonka tunnusluvut olivat koko tutkimuksen huonoimpia. Tuoton puolesta KOSPI MidCap -indeksi hävisi Hyundai

Motor Groupille aavistuksen verran, mutta ottaen huomioon, että tuotto ja riski kulkevat useimmiten käsi kädessä, voidaan KOSPI MidCap -indeksiä pitää parempana sijoituskohteena sen huomattavasti alhaisemman riskisyyden ansioista. Tutkimuksesta saadut tulokset on koottu taulukkoon 10 ja portfoliot on asetettu paremmuusjärjestykseen saatujen tulosten pohjalta.

Taulukko 10: Tuottojen sekä tunnuslukujen yhteenveto

| | Other | Samsung | SK | KOSPI | KOSPI MidCap | Hyundai |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|-----------|
| CAGR | 18,23 % | 10,12 % | 9,48 % | 8,41 % | 2,21 % | 2,34 % |
| Kumulatiivinen tuotto | 131,00 % | 61,93 % | 57,26 % | 49,76 % | 11,56 % | 12,26 % |
| Sharpen luku | 0,37 | 0,17 | 0,15 | 0,42 | 0,04 | 0,01 |
| Treynorin luku | 0,223 | 0,098 | 0,086 | 0,070 | 0,008 | 0,008 |
| Jensenin alfa | 11,54 % | 2,50 % | 1,51 % | - | -5,78 % | -6,95 % |
| | 1. | 2. | 3. | 4. | 5. | 6. |

On kuitenkin huomioitava, että vertailuportfolion yhtiöt on muodostettu yhtiöistä, jotka ovat olleet markkina-arvoltaan suurimpia konglomeraattien ulkopuolisia yhtiöitä tarkasteluajanjakson lopussa, joten niiden on tullutkin suoriutua hyvin päästäkseen siihen asemaan. Yksityissijoittajan näkökulmasta näiden niin sanotusti oikeiden yhtiöiden identifioiminen vuoden 2016 alussa olisi ollut hyvin haastavaa. Sen huomioiden Samsung- ja SK Group -portfoliot ovat pärjänneet varsin hyvin. Vertailuportfolion yhtiöissä on joukossa hyvin nuoria ja nopeasti kasvavia yrityksiä, verrattuna jo asemansa markkinoilla vakiinnuttaneisiin konglomeraattiyhtiöihin, joka luonnollisesti heijastuu myös osakekursseihin ja sitä kautta vertailuportfolion tuottoon.

Maailmanlaajuisen koronaviruspandemian vaikutukset tuntuivat vuonna 2020 pörssiessä ympäri maailmaa. Tarkastellessa viiden vuoden aikaväliä, yhden hyvin poikkeuksellisen vuoden merkitys on erittäin suuri ja on hyvä pitää mielessä tuloksia tarkastellessa. Pandemian vaikutus on myös havaittavissa Etelä-Korean pörssissä, kun tarkastellaan kuvaa 6 sekä taulukkoa 6, joissa kuvataan portfolioiden kumulatiivista tuottoa. Pandemiolla oli suuri vaikutus jokaiseen portfolioon, ja niiden tuotot laskivat reilusti vuoden 2020 alkupuolella.

Vuoden 2020 loppupuolella portfolioiden tuottojen kehitys on ollut hyvin samankaltaista, pois lukien vertailuportfolion hyvin voimakkaan kasvun jälkeisen korjausliikkeen, joita muilla portfolioilla ei ollut. Kokonaisuudessaan on ehkä jopa hieman yllättävää, että jokainen portfolio päätyi kumulatiivisesti voitolle hyvin vahvan loppuvuoden 2020 jälkeen, vaikka osa portfolioista olivat hyvinkin tappiollisia vielä muutama kuukausi ennen tarkasteluajanjakson päättymistä.

6. Johtopäätökset ja yhteenveto

Etelä-Korea on markkina-alueena hyvin mielenkiintoinen sekä erilainen muihin maihin verrattuna. Suuret eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit eli chaebolit hallitsevat Etelä-Korean kansallisia markkinoita ja ovat nousseet hyvin lyhyessä ajassa lähes nollasta maailman suurimpien organisaatioiden joukkoon. Perheomisteiset konglomeraatit ovat myös vahvasti läsnä Etelä-Korean pörssissä ja tämän tutkielman tarkoituksena olikin tarkastella, miten suurimmat chaebolit ovat suoriutuneet pörssissä viime vuosina.

Tutkielman kohdemarkkinana toimi ainoastaan Etelä-Korea, johtuen sen hyvin erilaisesta rakenteesta verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltoihin tai Euroopan valtioihin. Etelä-Korea on hyvin lyhyessä ajassa noussut yhdestä maailman köyhimmästä valtiosta taloudelliseksi mahdiksi ja se on heijastunut myös sen osakemarkkinoilla, jossa yhtiöiden arvot ovat nousseet merkittävästi. Tutkielman empiirisessä tutkimuksessa luotiin kolme eri portfolioa kolmen markkina-arvoltaan suurimman perheomisteisten konglomeraattien yhtiöistä sekä neljäs portfolio yhtiöistä, jotka eivät kuulu mihinkään konglomeraattiin. Näitä portfolioita lopulta verrattiin toisiinsa kuin myös KOSPI-yleisindeksiin sekä KOSPI MidCap -indeksiin, jossa on markkina-arvoltaan yhtiöitä 101–300 suurimman yhtiön joukosta. Etelä-Korean pörssi on ollut vasta muutaman vuosikymmenen auki ulkomaalaisille sijoittajille, joten aiheeseen liittyviä tutkimuksia on hyvin rajallisesti saatavilla. Ducret ja Isakov (2020) esittävät, että Etelä-Korean pörssiin listatut yhtiöt ovat arvostukseltaan huomattavasti edullisempia kuin vastaavat muun maalaiset yhtiöt. Zhangin (2010) mukaan Etelä-Korean pörssiin listautuneet chaebolit kärsivät markkinoiden yleisen riskisyyden lisäksi myös yksityissijoittajien epäluottamuksesta chaebolien hallintoa kohtaan ja ovatkin joutuneet kääntymään myös ulkomailta saatavaan rahoitukseen.

Portfolioanalyysin avulla pystyttiin vastaamaan päätutkimuskysymykseen: ”*Miten eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit ovat menestyneet Etelä-Korean pörssissä vuosina 2016–2020?*” Analyysistä saatujen tulosten perusteella sekä Samsung, että SK Group suoriutuivat markkinoilla varsin hyvin, kun taas Hyundai Motor Groupin menestys oli tarkasteluajanjakson aikana huonoa. Lisäksi tutkimuksen alakysymyksiin: ”*Miten eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit ovat suoriutuneet verrattuna KOSPI MidCap -indeksiin*” sekä ”*Miten eteläkorealaiset perheomisteiset konglomeraatit ovat suoriutuneet verrattuna*

muihin yhtiömuotoihin Etelä-Korean pörssissä?” saatiin vastaukset. Samsungin sekä SK Groupin portfolioit suoriutuivat paremmin kuin KOSPI MidCap -indeksi tuoton sekä tunnuslukujen osalta, Hyundai Motor Group puolestaan hävisi indeksille Sharpen luvussa sekä Jensenin alfassa, mutta tuotti hieman sitä paremmin. Muihin yhtiömuotoihin verratessa jokainen chaebol portfolio hävisi vertailuportfoliolle jokaisella osa-alueella. Kaikki portfolioit kuitenkin pystyivät tuottoon, vaikeasta koronaviruspandemia vuodesta 2020 huolimatta.

Tutkielmasta saatuja tuloksia on vaikea implementoida käytännössä, sillä yksityishenkilöiden tai instituutioiden on hyvin haastavaa sijoittaa eteläkorealaisiin yhtiöihin Suomesta käsin. Tutkielma kuitenkin tarjoaa lukijalleen yleiskatsauksen Etelä-Koreassa vallitsevassa asemassa olevaan yritysraakenteeseen, sekä sen tuomiin mahdollisuuksiin ja uhkiin sijoittajan näkökulmasta. Tutkielma antaa tietoa lukijalle myös portfolioanalyysin suorittamisesta yleisellä tasolla.

Tutkielman aihe on hyvin vähän tutkittu länsimaissa, joten mahdollisille jatkotutkimuksille jää runsaasti mahdollisuuksia. Yksi mielenkiintoinen jatkotutkimusaihe olisi tarkastella miten chaebol ryhmien yhtiöiden voittojenjako tapahtuu, maksetaanko voitot osinkoina osakkeenomistajille, vai sijoitetaanko ne ryhmän muihin yhtiöihin tasapainottaakseen koko ryhmän menestystä. Tulevaisuudessa olisi myös mielenkiintoista tutkia, miten perheomisteiset konglomeraatit ja yhä useammin listautuvat eteläkorealaiset startup-yritykset suoriutuvat toisiinsa verrattuna, kun Etelä-Korean osakemarkkinat avautuvat ulkomaalaisille yhä enemmän.

Lähdeluettelo

- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus A.J. (2013) *Investments*. 10th ed. New York, McGrawHill
- Campbell II T.L., Keys P.Y. (2002) *Journal of Corporate Finance* 8. 373–391
- Chang, C. S. (1988) Chaebol: The South Korean conglomerates. *Business horizons*. 31 (2), 51–57.
- Douglass, M. (2016) Creative communities and the cultural economy — Insadong, chaebol urbanism and the local state in Seoul. *Cities* 56. 148–155.
- Ducret, R. & Isakov, D. (2020) The Korea discount and chaebols. *Pacific-Basin finance journal* 63. 101396.
- Eling, M. 2008. Does the measure matter in the mutual fund industry? *Financial Analyst Journal*, Vol. 64, no. 3, 54–66.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46.
- Goertz, R. (2014) Compound Annual Growth Rate. *Encyclopedia of Education Economics and Finance* 1, 157–158.
- Hamilton, G. G. (1996) *Asian business networks*. Reprint 2011. Berlin ; Walter de Gruyter.
- Howe, B. (2020) South Korea: Transformative Challenges to the Economic and Political ‘Miracle on the Han River’. *Asian affairs, an American review*. New York. 47 (1), 16–40.
- Investopedia (2021) Price-Weighted Index [verkkojulkaisu]. [viitattu 14.11.2021] Saata-villa: <https://www.investopedia.com/terms/p/priceweightedindex.asp>
- Jensen, M.C. (1967) The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23, 2, 389–416.
- Kallunki, J., Martikainen, M., & Niemelä, J. E. (2019) *Ammattimainen sijoittaminen* (8th ed.). Helsinki: Alma Talent.

- Kim, P. & Vogel E. (2011) *The Park Chung Hee era the transformation of South Korea* Cambridge, Mass.: Harvard University Press
- Kim, J. (2020) Determinants of Corporate Bankruptcy: Evidence from Chaebol and Non-Chaebol Firms in Korea. *Asian economic journal* 34 (3), 275–300.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2018) *Moderni rahoitus. 10., uudistettu painos*. Helsinki: Alma Talent.
- Kreander, N., Gray, R.H., Power, D.M. & Sinclair, C.D. (2005) Evaluating the Performance of Ethical and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis. *Journal of business finance & accounting*. 32 (7-8), 1465–1493.
- KRX (2021) [30015] Market Capitalization [verkkojulkaisu]. [viitattu 14.11.2021] Saatavilla: <http://global.krx.co.kr/contents/GLB/05/0503/0503030300/GLB0503030300.jsp>
- Kurian G. (2013) *The AMA Dictionary of Business and Management*. New York: AMA-COM.
- Levišauskaitė, K. (2010) *Investment Analysis and Portfolio Management*
- Luenberger, D.G. (1998) *Investment science*. Oxford University Press, New York.
- Marketwatch (2021) Korea 1 Year Government Bond [verkkojulkaisu]. [viitattu 14.11.2021] Saatavilla: <https://www.marketwatch.com/investing/bond/ambmkkkr-01y?countrycode=bx>
- Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 7, 1, 77–91
- Murillo, D. & Sung, Y. (2013) Understanding Korean Capitalism: Chaebols and their Corporate Governance. *ESADEgeo Position Paper* 33
- Niskanen, J., Niskanen, M. (2007) *Yritysrahoitus*. Helsinki. Edita.
- Park, S.-R. & Yuhn, K. (2012) Has the Korean chaebol model succeeded? *Journal of economic studies*. Bradford. 39 (2), 260–274.
- Park, H. Y., Shin G-C. & Sung H. (2016) Advantages And Shortcomings Of Korean Chaebols. *The international business & economics research journal* 15 (3), 97–106.
- Premack, R. (2017) *Issue: South Korea's Conglomerates*. Sage Publishing
- Puttonen, V. (2009) *OSTA halvalla, MYY kalliilla*. Juva: WSOYpro Oy

Sharpe, W.F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance* 19, 3, 425-442

Sharpe, W.F. (1966) Mutual Fund Performance. *Journal of Business*. 39, 119–138.

Solnik, B. (1995) Why Not Diversify Internationally Rather than Domestically? *Financial analysts journal* 51, 89-94

Treynor, J.L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*. 43, 63–75.

Vaihekoski, M.: Rahoitusalan sovellukset ja Excel (1.painos). Vantaa: WSOY. 2004

Zhang X. (2010) Global Forces and Corporate Reforms in South Korea. *International political science review* 31 (1), 59–76.

Kuviot:

Kuvio 1.

The Wall Street Journal (2014) Samsung Restructuring Could Offer Opportunities. [Verkkodokumentti]. [Viitattu 11.12.2021] Saatavilla: <https://www.wsj.com/articles/samsung-restructuring-could-offer-opportunities-1402849806>

Kuvio 2.

Kallunki, J., Martikainen, M., & Niemelä, J. E. (2019) *Ammattimainen sijoittaminen* (8th ed.). Helsinki: Alma Talent.

Kuvio 3.

Levišauskaitė, K. (2010) *Investment Analysis and Portfolio Management*