

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA

Yritysjuridiikka

OMISTUS, KONTROLLI JA PÄÄMIES-AGENTTI- ONGELMAT
OSAKEYHTIÖSSÄ

Työn tarkastajat: professori Seppo Villa
 professori Matti I. Niemi

Lappeenranta 21.4.2008

Jyrki Tähtinen

TIIVISTELMÄ

Tekijä:	Jyrki Tähtinen
Tutkielman nimi:	Omistus, kontrolli ja päämies-agentti- ongelmat osakeyhtiössä
Tiedekunta:	Kauppatieteellinen tiedekunta
Pääaine:	Yritysjuridiikka
Vuosi:	2008
Pro Gradu- tutkielma:	Lappeenrannan teknillinen yliopisto 98 sivua, 4 taulukkoa, 4 kuviota ja 2 kaavaa
Tarkastajat:	prof. Seppo Villa prof. Matti I. Niemi
Hakusanat:	omistus, äänioikeus, päämies-agentti- ongelma, intressiristiriita, kontrolli
Keywords:	share ownership, voting right, agency problem, conflict of interest, control

Tutkielman tavoitteena on selvittää osakeyhtiön määräysvaltasuhteet ja miten päämies-agentti- ongelmat vaikeuttavat määräysvallan käyttöä. Tutkimusmetodi on lainopillinen ja lähestyminen aiheeseen tapahtuu sekä yhtiöoikeudellisesta, että oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta. Aineistona tutkielmassa käytetään lähinnä voimassa olevaa lainsäädäntöä ja oikeuskirjallisuutta.

Päämies-agentti- ongelmalla tarkoitetaan osakeyhtiössä määräysvallan osittaista luisumista omistajalta (päämies) yritysjohdolle (agentti) tai vähemmistöomistajalta (päämies) kontrolloivalle omistajalle (agentti). Tärkeimpiä ongelman lähteitä ovat epäsymmetrinen informaatio ja intressiristiriidat yhtiön johdon ja omistajien välillä tai toisaalta yhtiötä lähellä olevien omistajien ja muiden omistajien välillä. Epäsymmetrinen informaatio luo osaltaan puitteet agenttitahojen opportunistiselle käyttäytymiselle.

Ratkaisuja päämies-agentti- ongelmiin ovat ennen kaikkea päämiestahojen suojaava lainsäädäntö ja ulkoiset yritysjohtajien käyttäytymistä ohjaavat keinot, kuten erilaiset kannustinjärjestelmät ja hyvät hallintotavat. Kontrolloivien omistajien käyttäytymistä on puolestaan vaikea ohjata ja erilaisilla määräysvaltaa keskittävillä omistusrakenteilla onkin taipumus voimistaa päämies-agentti- ongelmien vaikutusta. Erityisiä tilanteita osaltaan luovat myös luonteiltaan erilaiset omistajatahot, kuten institutionaaliset omistajat.

ABSTRACT

Author:	Jyrki Tähtinen
Title:	Ownership, control and agency problems in a limited company
Faculty:	LUT, School of Business
Major:	Business law
Year:	2008
Master´s Thesis:	Lappeenranta University of Technology 98 pages, 4 tables, 4 figures and 2 formulas
Examiners:	prof. Seppo Villa prof. Matti I. Niemi
Keywords:	share ownership, voting right, agency problem, conflict of interest, control

The main purpose of this study is to examine the controlling relations in a limited company and what kind of difficulties the agency problem brings along. The method of this study is jurisprudential and the subject is approached from the perspective of company law and law and economics. The research material consists mainly of the valid legislation and legal literature.

The agency problem in a limited company means the situation where a part of controlling power shifts from the share owner (the principal) to the management (the agent) or from the minority owner (the principal) to the controlling owner (the agent). The most important causes of the agency problem are the asymmetrical information and the conflicts of interests between managers and share owners and between the owners nearby a company and other owners. In other words, asymmetrical information provides a setting for the opportunistic behaviour of agents.

The solutions for the agency problem are, above all, the legal protection of minority, good corporate governance practices and the incentives which are meant to guide the behaviour of managers. The behaviour of controlling owners instead is more difficult to control. Especially with the certain ownership structure it is possible to strongly increase the agency problem. Also the special owners such as different kinds of institutional investors may cause complicated situations.

SISÄLLYSLUETTELO

LYHENTEET

1	JOHDANTO	1
1.1	Tutkielman taustaa	1
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rajaukset	2
1.3	Tutkimusmenetelmä ja aineisto	3
1.4	Tutkielman rakenne	4
2	OSAKEYHTIÖ ORGANISOITUMISMUOTONA	5
2.1	Osakeyhtiön määritelmä	5
2.2	Sopimusverkkomalli	7
2.3	Osakeyhtiön pääomitus	8
2.3.1	Oma ja vieras pääoma	8
2.3.2	Välirahoitus	9
2.3.3	Pääomarakenteen merkitys	11
3	OSAKE JA ÄÄNIOIKEUS	14
3.1	Osakkeen luonne modernissa osakeyhtiöoikeudessa	14
3.2	Osakkeen omistaminen	15
3.3	Osakkeen oikeuksien jakamattomuus	16
3.4	Yleistä osakkeen äänivallasta	18
3.5	Osake ja ääni- periaatteesta poikkeaminen	19
3.5.1	Yleistä	19
3.5.2	Moniääniosakkeet	20
3.5.3	Etuosakkeet ja muuntoehtoiset osakkeet	21
3.5.4	Äänileikkurit ja äänestysasteikot	23
3.6	Ostotarjousdirektiivi	24
4	CORPORATE GOVERNANCE	26
4.1	Corporate governance- järjestelmät	26
4.2	Päämies-agentti- suhteet ja intressiristiriidat	29
4.3	Osakkeenomistajat vs. johto	32
4.3.1	Yleistä	32
4.3.2	Johdon valitseminen	35
4.3.3	Johdon valvonta ja sitouttaminen	38
4.4	Vähemmistöosakkaat vs. enemmistöosakkaat	39
4.4.1	Osakkeenomistajien kontrolliasema sääntelyn valossa	39
4.4.2	Sopimustoiminta osakkeenomistajien välillä	42
4.5	Määräysvallan käyttö yhtiökokouksessa	44
4.5.1	Yleistä	44
4.5.2	Yhtiökokouksen tehtävät	45
4.5.3	Enemmistö ja määräenemmistö yhtiökokouksessa	46
4.5.4	Mahdollisuus käyttää määräysvaltaa yhtiökokouksessa	49
4.6	Osakeyhtiön julkisuuden merkitys CG- kehityksessä	51
4.7	Arvopaperimarkkinat ja sääntelyn tarve	52

5	OMISTUSRAKENNE JA AGENTUURIKUSTANNUKSET	55
5.1	Yleistä	55
5.2	Määräysvallan keskittäminen CMS- omistusrakenteilla	56
5.2.1	Pyramidimalli.....	56
5.2.2	Ristiinomistus.....	58
5.3	Kontrolloivat osakkeenomistajat ja agentuurikustannukset	60
5.3.1	CMS-omistusrakenteen aiheuttamat kustannukset	60
5.3.2	Keskittyneen omistusrakenteen hyödyt.....	62
5.4	Institutionaaliset omistajat	65
5.4.1	Rahastot omistajina.....	65
5.4.2	Valtio omistajana.....	72
5.5	Risk management - vaihtoehto agentuurikustannuksille?	75
5.6	Omistuksen ja määräysvallan suhde erityyppisissä markkinaympäristöissä	78
5.6.1	Markkinajärjestelmät ja omistusrakenne	78
5.6.2	Euroopan pääomamarkkina-alueen yhtenäistämisestä.....	80
5.6.3	Suomen omistusrakennekehitys	81
6	JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO	84
6.1	Tutkielman lähtökohdat	84
6.2	Päätelmiä ja loppusanoja	85
	LÄHDELUETTELO	90

LYHENTEET

AML	arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
APL	Arvopaperilautakunta
CG	corporate governance
CMS	controlling minority structure
EVL	laki elinkeinotulon verottamisesta (360/1968)
EOYL	entinen osakeyhtiölaki (734/1978)
EY	Euroopan yhteisön perustamissopimus
FESE	Federation of European Securities Exchanges
HE	hallituksen esitys
KHO	korkein hallinto-oikeus
KKK	Keskuskauppakamari
KL	Kauppalehti
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OM	oikeusministeriö
OYL	osakeyhtiölaki (624/2006)
RATA	rahoitustarkastus
SRL	sijoitusrahastolaki (48/1999)
TTK	Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto
TVL	tuloverolaki (1535/1992)
VM	valtiovarainministeriö
VYOL	laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (1368/2007)

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman taustaa

Kansainvälisten pääomamarkkinoiden vapauduttua osakeyhtiömuotoisen liiketoiminnan sääntely on ollut sekä Suomessa, että kansainvälisesti uusien haasteiden edessä. Yhtiöiden omistus kansainvälistyy ja omistajina yleistyvät uudenlaiset tahot, kuten institutionaaliset sijoittajat. Suurten ja alueellisesti merkittävien yritysten päätöksenteko kiinnostaa aina ympäristöä. Tärkeät päätökset ja strategialinjaukset saavat usein kasvot yhtiöiden hallitusten puheenjohtajilta, pääjohtajilta tai muilta johtohenkilöiltä. Ympäristön johtopäätös siitä, että kyseiset henkilöt ovat päätösten takana, on sinänsä aivan oikein, mutta ylin määräysvalta yhtiössä ei ole heidän käsissään.

Huolimatta siitä, että pääomamarkkinat ovat nopeasti kehittyneet ja jatkavat yhä kehittymistä, osakeyhtiömuotoisen yrityksen toiminnan peruspilarit ovat edelleen samat. Pääomaa kerätään ensin joko osakepääomana tai velkapääomana. Sitten pääoman avulla harrastetaan liiketoimintaa valitulla tavalla. Ongelmia alkaa syntyä siinä vaiheessa, kun päätetään, miten valittua liiketoimintaa harrastetaan. Toisin sanoen, kenellä on oikeus päättää pääoman käytöstä, joka kassaan on kerätty.

Ylin valta osakeyhtiössä on yhtiökokouksella, jossa osakkeenomistajat päättävät tärkeimmistä asioista. Osakkeenomistajilla on siis ylin valta. Suuressa, hajautuneesti omistetussa osakeyhtiössä osakkeenomistajat eivät kuitenkaan voi kaikki (jos kukaan) toimia yritysjohtajina ja vastata jokapäiväisestä liiketoiminnasta. Tällöin tarvitaan ulkopuolinen yritysjohto johtamaan yhtiötä osakkeenomistajien puolesta. Osakkeenomistajat joutuvat samalla irrottamaan toisen kätensä vallan kahvasta.

Mikäli osakkeenomistus on riittävä, on omistajalla hyvä mahdollisuus kontrolloida ulkopuolisen johdon valintaa ja toimintaa. Jos taas osakkeenomistus on vähäinen, joutuu omistaja irrottamaan toisenkin kätensä vallan kahvasta, jossa enemmistöomistaja vielä on kiinni. Kun päätöksiin haluaisi osallistua vielä velkarahoittajakin, jonka tarjoamalla pääomalla yhtiö myös operoi, syntyy neljä ryhmittymää, jotka eivät suinkaan ole samaa mieltä yhtiössä tehtävistä päätöksistä. Näin kehittyi intressiristiriitoja ja *päämies-agentti-ongelma*.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena on määritellä osakeyhtiön määräysvallan käyttöön liittyviä ongelmia päämies-agentti-teorian kautta ja selvittää miten sääntelyn sekä erilaisten ohjeistuksien avulla määräysvallan käyttöä kontrolloidaan. Tavoitteisiin pyritään vastaamalla ensisijaisesti seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- Miten määräysvalta jakautuu lainsäädännön mukaan osakeyhtiössä?
- Mitä ovat päämies-agentti-ongelmat ja miten niitä ratkaistaan?
- Miten erilaiset omistusrakenteet vaikuttavat määräysvallan jakautumiseen ja käyttöön?

Jokaiseen edellä mainittuun kysymykseen pyritään vastaamaan niin, että ongelman teoreettisen määrittelyn jälkeen siihen saadaan käytännönläheinen ote ja löydetään myös ratkaisuja. Päämies-agentti-ongelmista tutkielmassa päähuomio rajataan osakkeenomistajien ja johdon sekä osakkeenomistajien keskinäisiin suhteisiin. Velkojen ja muiden etutahojen päämies-agentti-relaatio osakkeenomistajiin ja johtoon jätetään siis sivuosaan.

Velkojan asema otetaan käsittelyssä varsinaisesti huomioon vain omistusrakenteita koskevassa käsittelyssä siltä osin, miten erilaiset omistusrakenteet vaikuttavat velkojan näkemykseen yhtiön toimintaedellytyksistä. Tutkielman ydin muodostuu siitä problematiikasta, joka syntyy osakeinstrumentin ympärille. Osakkeen olemuksesta tekee haasteellisen se, että se on samalla sekä investointi- että kontrolliväline. Lisäksi sen kyky investointivälineenä mitataan sekä yrityksen, ja samalla yksittäisen osakkeen arvostuksena, että jatkuvan kassavirran tuottajana. Koska eri tahot preferoivat eri tavalla osakkeen ominaisuuksia, syntyy ongelmia, jotka tässä tutkielmassa asetetaan etualalle.

Alueellisesti tutkielmassa on lähinnä suomalaisen lainsäädännön näkökulma. Varsinaista oikeusvertailua ei tehdä, mutta joiltain osin, kuten corporate governance- osiossa, Suomen ohjeistusta tarkastellaan Iso-Britannian ja kansainvälisen version rinnalla. Itse tutkimusongelmia voidaan pitää sellaisinaan universaaleina, mutta suhtautuminen niiden ratkaisuun vaihtelee kansainvälisesti. Tässä tutkielmassa käsittely kuitenkin keskittyy ongelmien määrittelyyn ja kotimaiseen sääntelyyn.

1.3 Tutkimusmenetelmä ja aineisto

Tutkielmaa voidaan pitää metodiltaan lainopillisena ja oikeudenalaltaan tutkielma on *yhtiöoikeudellinen*. Ongelmia lähestytään sekä *oikeustieteen*, että *oikeustaloustieteen* keinoin. Kun osakeyhtiö määritellään tutkielmassa yhtiöoikeuden lisäksi etutahojen välisten sopimusten kautta, oikeustaloustiede antaa mahdollisuuden ottaa huomioon sellaisia tekijöitä, kuten *epäsymmetrinen informaatio*, ja *osapuolten opportunisti*, muuten oikeustieteellisessä viitekehyksessä¹.

Edellä esitettyihin tutkimustavoitteisiin on tarkoitus ensisijaisesti päästä perehtymällä aiheeseen liittyvään lainsäädäntöön, lain esitöihin ja

¹ ks. Rudanko 2004, s. 1230

oikeuskirjallisuuteen. Lisäksi apuna käytetään olemassa olevia, lähinnä oikeustaloustieteellisiä tutkimuksia ja päätelmiä erityisesti omistusrakenteiden vaikutusten osalta.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielma rakentuu siten, että johdantokappaleen jälkeen *kappaleessa 2* osakeyhtiöstä luodaan yleinen määritelmä, jonka tarkoitus on muodostaa pohja tutkielman pääongelmien myöhemmälle käsittelylle. *Kappaleessa 3* tarkastellaan osakeinstrumenttia lähemmin ja luodaan kuva sen ominaisuuksista niin rahoitus-, kuin kontrollivälineenäkin. Samassa kappaleessa pureudutaan itse tutkimusongelmiin osakkeen äänioikeuden perustan osalta.

Kappale 4, ns. corporate governance- osio, käsittelee osakeyhtiön hallinnointia sekä ohjeistusta ja sääntelyä, joka sitä tukee. Kappaleessa esitellään ja käsitellään päätutkimusteemoista päämies-agentti- ongelma. Kappale koostuu siten, että corporate governancen ja päämies-agentti-ongelmien käsittelyn jälkeen tarkastellaan lähemmin yhtiökokousta osakkeenomistajien kontrollivallan käyttöfoorumina.

Kappale 5 käsittelee erilaisten omistajien ja omistusrakenteiden vaikutuksia päämies-agentti- ongelmiin. Kappaleessa tarkastellaan ensin kontrollinkeskittämismekanismia ja niiden vaikutuksia. Seuraavaksi verrataan institutionaalisten omistajien ominaisuuksia ”tavallisiin” omistajiin. Lopuksi luodaan kuva siitä, miten erityyppisesti orientoituneet pääomajärjestelmät vaikuttavat vallitseviin omistusrakenteisiin. Osiossa huomioidaan lyhyesti myös Suomen viime vuosikymmenten omistusrakennekehitys. *Kappaleessa 6* esitetään yhteenveto tutkielmasta ja tehdään muutamia johtopäätöksiä. Kappaleessa mainitaan myös teemoja, jotka tämän tutkielman tiimoilta olisivat hyviä jatkotutkimusaiheita.

2 OSAKEYHTIÖ ORGANISOITUMISMUOTONA

2.1 Osakeyhtiön määritelmä

Osakeyhtiö on merkittävin käytössä oleva yhtiömuoto. Suomessa oli vuoden 2007 lopussa yli 187 000 osakeyhtiötä, kun vertailuna esimerkiksi kommandiittiyhtiöitä ja avoimia yhtiöitä oli yhteensä hieman yli 51 000². Osakeyhtiötä koskeva tutkimus käsittelee siis samalla ylivoimaisesti suosituinta yhtiömuotoa.

Termejä yritys ja osakeyhtiö ei sovi samaistaa, vaan on huomioitava, että valittu yhtiömuoto on vain väline organisoida yrityksen pääoman keruu ja hallinto³. Esimerkiksi *Werlauff*⁴ huomauttaa, etteivät termit *yritys (undertaking)* ja *osakeyhtiö (limited company)* ole identtiset ja tarkoittaa yrityksen tarkoittavan yleisesti *mitä tahansa liittymää, joka harrastaa taloudellista toimintaa voitontuottamistarkoituksessa*. Perustana Werlauffin määritelmälle ovat etenkin Euroopan yhteisön perustamissopimuksen (EY) artikkelit liittyen yritysvapauteen (EY Art. 43), yrityksen määritelmään (EY Art. 48) kilpailunrajoitukseen (EY Art. 81 ja 82).

Osakeyhtiömuotoisen yrityksen toiminnan tarkoitus ei välttämättä ole voiton tuottaminen osakkaille. OYL:n mukaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä voi osakeyhtiöllä olla myös muu tarkoitus (OYL 1:5). EY:n artikla 48 tosin määrittää yhtiöksi vain voittoa tavoittelevat yhtiöt ja oikeushenkilöt.

Kuten edellä mainittiin, osakeyhtiötä voidaan pitää pääoman keräämisen välineenä. Henkilöyhtiöistä osakeyhtiö erottuu ennen kaikkea siinä, että se muodostaa oman varallisuuspiirinsä. Kun henkilöyhtiön vastuullinen

² Yritysten lukumäärät kaupparekisterissä 31.12.2007

³ Mähönen 2001, s. 4; Mähönen & Villa 2006a, s. 171-172

⁴ Werlauff 1993, s. 106-107. Tarkalleen ottaen Werlauff viittaa alkuperäisiin yhteisön artikloihin, jotka olivat 52 (nyk. 43), 58 (48), 85 (81) ja 86 (82)

yhtiömies on rajattomasti vastuussa henkilökohtaisella omaisuudellaan yhtiön velvoitteista, osakeyhtiön velvoitteista vastaa yhtiö.⁵ Samoin osakeyhtiö on ns. laskentasubjekti myös vero-oikeudellisesti verrattuna henkilöyhtiöihin, joiden tulo verotetaan kunkin osakkaan henkilökohtaisena tulona.⁶ OYL:n ensimmäiseen lukuun on kirjoitettu lähtökohtainen periaate osakeyhtiön erillisestä oikeushenkilöllisyydestä (OYL 1:2).

*Mähönen ja Villa*⁷ kiteyttävät viisi perustavanlaatuisia ominaisuutta, jotka ovat juuri osakeyhtiölle ominaisia. Nämä ovat:

- 1) Yhtiön täydellinen oikeushenkilöllisyys. Toisin sanoen yhtiön varallisuuden oikeudellinen osakkeenomistajien varallisuudesta sekä kelpoisuus tehdä oikeustoimia omissa nimissään
- 2) Yhtiön osakkeenomistajien rajoitettu vastuu yhtiön veloista.
- 3) Osakkeenomistajille kuuluva jako-osuus yhtiön nettovarallisuuteen
- 4) Erityisen hallintorakenteen avulla toteutettu johdon ja omistuksen erillisuus
- 5) Osakkeiden lähtökohtaisesti vapaa luovutettavuus

⁵ On kuitenkin mahdollista, että osakeyhtiön velvoitteista voi erilaisten vakuusjärjestelyjen kautta olla vastuussa myös yhtiön omistaja. (Werlauff 1993, s. 50)

⁶ Werlauff 1993, s. 50

⁷ Mähönen & Villa 2006a, s. 29

2.2 Sopimusverkkomalli

Tarkasteltaessa osakeyhtiötä yrityksen organisoitumismuotona, hyvän työkalun tarjoaa ns. *sopimusverkkomalli*. Siinä osakeyhtiö mielletään yrityksen toimintaan liittyvien tahojen välisten sopimuksenomaisten suhteiden verkoksi⁸. *Mähönen*⁹ esimerkiksi kuvaa osakeyhtiötä eräänlaisena ”vakiosopimuksena”, jonka sisältö antaa muodon eri etutahojen muodostamalle sopimusverkolle. Kuvio 1 selventää ajatusta osakeyhtiön etutahoista ja sopimusverkkomallista.

Kuvio 1.¹⁰



Sopimusverkon sisäiset sopimussuhteet vaihtelevat merkittävästi sopimustahon roolin luonteesta riippuen. *Cheffins*¹¹ erottelee neljä sopimusten peruselementtiä, jotka vaihtelevat etutahosta riippuen. Elementit ovat *sopimuksen kesto, hyöty sopimuksesta, tappion riski ja kontrollivalta*.

⁸ Cheffins 1997, s. 32; Timonen 1997, s. 140-142

⁹ Mähönen 2001, s. 129-130

¹⁰ Kuvio mukaillee Timosen (2000, s. 36) näkemystä sopimusverkosta

¹¹ Cheffins 1997, s. 42

Cheffins¹² käyttää esimerkkinä videovuokraamaa, jossa sopimuksen kesto esimerkiksi asiakkaan ja yrityksen välillä on helppo määritellä ja näin ollen sopimuksen teko ei tuota ongelmia. Luotonantajan ja yrityksen välisen sopimuksen kesto on myös määriteltävissä tarkasti, mutta kestoltaan sopimus on jo pidempi kuin asiakkaan kanssa. Luotonantajan näkökulmasta myös sopimushyödyn ja tappion riskin merkitys nousee aivan eri tasolle kuin asiakkaan ja yrityksen välisessä sopimuksessa. Vielä monimutkaisempia etutahojen välisistä sopimuksista tulee, kun osapuolina ovat omistajat, joiden käyttäytymistä leimaa ennalta arvaamattomuus ja henkilösuhteetkin vaikuttavat sopimuksen tekoon.

Edellisten peruselementtien lisäksi Cheffins¹³ mainitsee kaksi tekijää, joilla myös on merkittävä rooli sopimussuhteissa. Toinen on sopimusosapuolten intressiristiriitojen vaikutus ja toinen on varautuminen tulevaisuuteen nimenomaisilla sopimuksilla, joilla turvataan omaa asemaa.

2.3 Osakeyhtiön pääomitus

2.3.1 Oma ja vieras pääoma

Osakeyhtiö voi hankkia varat toimintaansa varten käyttämällä oman pääoman tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Omaa pääomaa ovat osakepääoma, sekä liiketoiminnasta tulona saadut varat. Vierasta pääomaa taas ovat kaikki velkarahoituksena saadut varat. Taulukko 1 kuvaa pääpiirteittäin erot oman ja vieraan pääoman välillä.

¹² Cheffins 1997, s. 41-42

¹³ Cheffins 1997, s. 42

Taulukko 1¹⁴

	Oma pääoma	Vieras pääoma
Etuoikeusasema konkurssissa	Maksetaan viimeisenä	Maksetaan ennen omaa pääomaa
Velvollisuus maksaa tuottoa	Ei ole	Sopimusoikeudellinen velvollisuus
Tuotto ja riski	Korkea riski ja korkea tuotto	Pieni riski ja pieni tuotto
Äänioikeus	Kyllä	Ei
Pääoman palautus	Ei yleensä palauteta	Takaisinmaksu sopimuksen mukaan

2.3.2 Välirahoitus

Osakeyhtiön rahoituksessa voidaan myös käyttää instrumentteja, joilla on sekä oman, että vieraan pääoman tuntomerkkejä. Tällaista rahoitusmuotoa kutsutaan *välirahoitukseksi*. Välirahoitusinstrumenteiksi luetaan yleisesti *optiolaina*, *vaihtovelkakirjalaina*, *pääomalaina* ja *etuosake*.¹⁵

Lyhyesti määriteltynä optiolaina perustuu siihen, että velkainstrumenttiin liitetään optio-oikeus eli osakkeiden merkintäoikeus ennalta vahvistettuun hintaan¹⁶. Vaihtovelkakirjalaina taas on yhtiön ottama velkasitoumus, johon liittyy velkojan oikeus vaihtaa velkakirjan osoittama saatava yhtiön uusiin osakkeisiin¹⁷. Pääomalainassa kysymys on velkainstrumentista, johon liittyy normaalin velvoiteoikeuden lisäksi yhtiöoikeudellinen ulottuvuus ja yhteys oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Toisin

¹⁴ Knüpfer & Puttonen 2004, s. 21

¹⁵ Knüpfer & Puttonen 2004, s. 29

¹⁶ Villa 2001a, s. 173

¹⁷ Villa 2001a, s. 178

sanoen pääomalainaa voisi luonnehtia juridiselta luonteeltaan velaksi, mutta taloudelliselta luonteeltaan pääomasijoitukseksi¹⁸. Pääomalainan takaisinmaksusta ja muista lainaehdoista on säädetty OYL:n luvussa 12. Pääomalainan oman pääoman luonteesta kertoo muun muassa takasijainen maksunsaantiasema muihin velkoihin nähden (OYL 12:1.1), rajoitukset liittyen velkapääomaa palautukseen ja korkojen maksamiseen (OYL 12:1.2) ja vakuudenantokielto yhtiön tai tytäryhteisön toimesta (OYL 12:1.3). Lisäksi omaan pääomaan rinnastaminen tulee ilmi siitä, että edellä mainittujen lainaehtojen vastaista pääoman palautusta käsitellään laittomana varojenjakona (OYL 12:1.4). Etuosakkeeksi voidaan nimittää osaketta, jonka tuottamaa äänivaltaa on rajoitettu ja korvauksena huonommista hallinnointioikeuksista osakkeeseen on liitetty tavallista osaketta paremmat tuotto-ominaisuudet. (Etuosakkeesta tarkemmin kappaleessa 3.5.3).

Välipääomainstrumenttien käyttö yritysrahoituksessa eroaa käyttötarkoituksiltaan hieman oman pääoman ehtoisesta rahoituksesta ja velkarahoituksesta. Välipääomainstrumentteja käytetään yleensä tilanteissa, joissa velkarahoitus tai osakeantiin perustuva rahoitus ei ole toteutettavissa normaalein ehdoin. Toisin sanoen välipääomainstrumenttien käyttö liittyy usein yrityksen saneeraukseen, pääomarakenteen vakauttamiseen tai ns. *start-up*¹⁹ rahoitukseen.²⁰ Erityisesti pääomalaina on profiloitunut pääomarakenteen vakauttamisinstrumentiksi. Täysin pois suljettua ei kuitenkaan ole sekään, että pääomalainaa käytetään myös normaalina oman pääoman ehtoisena riskirahoitusmuotona.²¹

¹⁸ Villa 2001a, s. 186

¹⁹ Villa 2001b, s. 48. *Start-up*-rahoituksella tarkoitetaan rahoitusmuotoa, jossa nimensä mukaisesti aloittava yritys, jolla on liikeideansa turvin hyvä kasvupotentiaali, pääomitetään suurella riskillä, mutta myös suurin tuotto-odotuksin.

²⁰ Villa 2001b, s. 42-48

²¹ Villa 1997, s. 195-197. Villa käyttää tutkimuksessaan oman pääoman ehtoisesta lainasta nimitystä *vakautettu laina*, jos lainan tarkoitus on saneerausmuotoinen pääomarakenteen ja taloudellisen tilan vakauttaminen. Jos lainan otto on rinnastettavissa muuhun, ”terveen” yrityksen oman pääoman ehtoisen riskirahoituksen hankintaan, Villa käyttää nimitystä *pääomalaina*.

Juridisesti tarkasteltuna on huomioitava, että välipääomainstrumentit eivät muodosta itsenäistä osakeyhtiön pääomalajia. Välipääomainstrumentti on aina muodollisesti joko omaa, tai vierasta pääomaa. Toisin sanoen välipääomainstrumentin sisältöä koskeva sääntely määräytyy osakeyhtiölain mukaan, jos instrumentti perustaltaan osakemuotoinen ja toisaalta jos instrumentti on perustaltaan velkaa, määräävä sääntely löytyy yleisestä velvoiteoikeudesta ja sopimusoikeudellisista periaatteista.²²

2.3.3 Pääomarakenteen merkitys

Tutkimusteeman kannalta ei ole syytä paneutua selvittämään, millainen pääomarakenne on yhtiölle optimaalinen kulloisessakin tilanteessa. Tässä kohdin kiinnostavampaa on ajatella yhtiön pääoma kokonaisuutena ja pohtia, että kenellä on valta viimekädessä määrätä pääoman, ja samalla käytännössä yhtiön ”kohtalosta”.

Edellä kuvailtu sopimusverkkomalli ei varsinaisesti anna yhdellekään intressitaholle etuoikeutettua asemaa yhtiön päätöksenteossa. Näin ajatellen jokaisen intressitahon rooli määräytyisi sopimusehtojen kautta.²³ Mähönen²⁴ johtaa osakkeenomistajien ensisijaisen päätösvallan siitä, että he kantavat *residuaaliriskin*. Kun muiden etutahojen oikeus yrityksen tuottoon on kiinteä, jää osakkeenomistajien jaettavaksi jäännöstuotto eli ”residuaalivoitto”. Tästä syystä osakkeenomistajilla on ajateltu olevan suurin intressi huolehtia yrityksen tuloksentekevyyttä.

Myös verotuksella ja residuaaliriskillä on yhteytensä – vai onko? Periaatteellisesti voisi ajatella, että pääomasijoitusta vastaavan residuaaliriskin kantaja saa pääomatulolleen ”palkinnoksi” kevyemmän verotuksen kuin riskitöntä palkkatuloa nauttiva, niin mielenkiintoisena

²² Mähönen & Villa, 2006b, s. 75

²³ Mähönen 2001, s. 130

²⁴ Mähönen 2001, s. 130

voidaan pitää KHO:n ratkaisua, jossa osakeyhtiömuodossa lääkäritoimintaa harjoittaneet lääkärit saivat luvan nostaa huomattavasti palkkatuloa muistuttavan osan tuloistaan EVL 6a §:n ja TVL 33b §:n mukaisesti osinkotuloina.

KHO:2008:6

Hakijoiden tarkoitus oli perustaa lääkäritoimintaa harjoittava osakeyhtiö. Lääkärit merkitsivät yhtiön osakkeet joko itse tai omistamansa holdingyhtiön kautta. Perustettavan yhtiön osakkeet jakautuivat kantaosakesarjaan ja useisiin vastaanotto-osakesarjoihin. Jokaiselle toimintaan mukaan tulevalle lääkärille oli yhtiössä oma vastaanotto-osakesarja. Yhtiöjärjestyksen määräyksen mukaan kunkin vastaanotto- ja kantaosakesarjan oikeus yhtiön varoihin määräytyi asianomaisen osakesarjan toimintatuloksen ja aikaisemmilta vuosilta jakamattomien toimintatulosten yhteismäärän mukaan. Kantaosakesarjan toimintatulos laskettiin hallinnointitoiminnosta ja kunkin vastaanotto-osakesarjan toimintatulos laskettiin kyseisestä vastaanottotoiminnosta. Yhtiöjärjestyksen mukaan yhtiön laskentatoimi oli hoidettava siten, että kutakin osakesarjaa vastaava toimintatulos oli todennettavissa. Kun osingon peruste oli määrätty yhtiöjärjestyksessä eikä osakkailla ollut harkintavaltaa osingonjaon kohdistumisessa osakesarjojen kesken, yhtiön jakama osinko katsottiin, lainsäädännön nykytila huomioon ottaen, veronalaiseksi osinkotuloksi, joka verotetaan osingonsaajasta riippuen siten kuin tuloverolaissa ja elinkeinotulon verottamisesta annetussa laissa säädetään. Ennakkoratkaisu verovuosille 2007-2008. Äänestys 3-1-1.

Kun selkeästi oman tai vieraan pääoman ehtoihin rahoitusinstrumentteihin on lähtökohtaisesti melko yksinkertaista määrittää omaa riskipositiota vastaava oikeus määräysvaltaan, niin välirahoitusinstrumentit tuovat enemmän haasteita yhtiön vallanjaon määrittämiseen. Välirahoitusinstrumentit tekevät ensinnäkin velkojen ryhmästä heterogeenisen, jolloin velkojen keskinäiset intressit keskenään ovat ristiriidassa.

Toiseksi ns. *kovenanttivelkojen*²⁵ ja omistajien välille voi syntyä ristiriitoja, joita ei tavallisten velkojen ja omistajien välillä ole, koska kovenanttiehtoisen velkoja saattaa kilpailla myös omistajien jakamasta residuaalituotosta.²⁶

²⁵Ks. esim. Villa 2003, s. 144 -149. Kovenanteilla tarkoitetaan velkasopimukseen liitettäviä ehtoja, joilla velkojat pyrkivät hallitsemaan riskin ja tuoton suhdetta. Mahdollisia kovenantteja ovat esim. *Insentiivikovenantit*, joilla velkoja pyrkii kasvattamaan tuottonsa riskin suurentuessa, *informaatiokovenanteilla*, velkoja parantaa tiedonsaantiansa yrityksen taloudellisesta tilasta ja *kontrollikovenantit* antavat velkojalle mahdollisuuden vaikuttaa velallisyrittäjän liiketoimintapäätösten tekoon

²⁶ Villa 2001b, s. 144-145

3 OSAKE JA ÄÄNIOIKEUS

3.1 Osakkeen luonne modernissa osakeyhtiöoikeudessa

Osakkeen tarkastelu vallan välikappaleena on hyvä aloittaa selventämällä uuden osakeyhtiölain suhtautuminen osake- instrumenttiin. Osakeyhtiölakiuudistuksen yksi keskeisistä teemoista on pääomajärjestelmä, jossa osake on aidosti nimellisarvoton. Osakkeen nimellisarvottomuuden ja sen kytkemisen osakepääomaan katsottiin monimutkaistavan perusteettomasti yhtiön toimintaa. Nimellisarvottomuus johtaa käytännössä siihen, että osakkeesta maksettavaa minimivastiketta nimellisarvon muodossa ei enää määrää laissa. Toisin sanoen *alikirssikielto* poistui. Alikurssikiellon poistamista perusteltiin lain valmistelussa ensinnäkin sillä, että se ei olemassa ollessaankaan takaisi osakkaiden yhdenvertaisuutta, koska käytännössä nimellisarvo ei kuitenkaan vastaa osakkeen todellista arvoa. Toisaalta muiden etutahojen, kuten velkojien näkökulmasta alikirssikiellon ei mitenkään katsottu vaarantavan heidän asemaansa.²⁷

Pääomajärjestelmän uudistusta ei ole tässä kohdin tarkoituksenmukaista avata kovin syvällisesti. Osakeyhtiön määräysvallan jakautumista tutkittaessa tarkoitus on poimia mukaan se ajatus osake- instrumentista, että uudessa, joustavuutta korostavassa osakeyhtiölainsäädännössä myös osakkeen käyttöä koskee laaja sopimusvapaus. Esimerkkinä voidaan mainita osakeantia koskevat säännökset. Osakkeita voidaan antaa maksua vastaan (OYL 9:5-17), ilman maksua (OYL 9:17-20) tai osakeanti voi olla suunnattu (OYL 9:4), jolloin osakeannissa poiketaan osakkaiden etuoikeudesta. Osakeanti voi olla suunnattu, jos yhtiöllä on siihen painava taloudellinen syy. Sekä suunnattu, että maksuton voi osakeanti olla silloin, jos siihen on yhtiön kannalta ja kaikkien

²⁷ HE 109/2005, s. 20-22

osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy.

Maksullisen tai maksuttoman osakeannin lisäksi yhtiöllä on entistä enemmän vaihtoehtoja vastikkeen sijoittamiseen taseessaan. Luonnollisesti osakkeen merkintähinta merkitään lähtökohtaisesti osakepääoman korotukseksi. Merkintähinta voidaan, kuitenkin merkitä myös osittain tai kokonaan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon, jos osakeantipäätöksessä näin määrätään ja jos kirjanpitolaki ei tätä estä (OYL 9:6.1).

3.2 Osakkeen omistaminen

Kun osakkeenomistaja saa yhtiöön sijoittamaansa pääomapanosta vastaan haltuunsa osakkeen, niin mitä hän varsinaisesti omistaa? Mähönen ja Villa²⁸ löytävät omistusoikeuden käsitteelle neljä poikkeavaa sisältöä, joita osakeyhtiöoikeudessa esiintyy. Näitä ovat:

- 1) aineellinen omistusoikeus
- 2) omistusoikeus osakeyhtiön osakkeeseen
- 3) osakkaat yhtiön omaisuuden omistajana
- 4) taloudellinen omistus

Kohta 1 viittaa osakeyhtiön omistusoikeuteen omaan omaisuuteensa, kohta 2 viittaa osakkeenomistajan osakkeeseen liittyviin oikeuksiin ja velvollisuuksiin ja kohdat 3 ja 4 liittyvät osakeyhtiön ja osakkaan omaisuuksien samastukseen.²⁹

²⁸ Mähönen & Villa 2006a, s. 219

²⁹ Mähönen & Villa 2006a, s. 219

Yksiselitteistä on se, että osakkeen omistaminen merkitsee täydellistä yksinoikeutta käyttää osakkeen suomia oikeuksia. Huomioitavaa on, että osakkeeseen liittyvien oikeuksien sisällöstä määrää yhtiöoikeus, mutta osakkeen sisältämien oikeuksien ja osakkeenomistajan välillä liikutaan myös yleisen sopimusoikeuden alueella.³⁰

3.3 Osakkeen oikeuksien jakamattomuus

Osakeinstrumentti tuottaa omistajalleen kahdenlaisia oikeuksia. *Varallisuusoi*keudet liittyvät osuuteen yhtiön varoista sekä kassavirrasta ja toisaalta *hallinnoimisoikeudet* antavat oikeuden osallistua yhtiön päätöksentekoon. Timonen³¹ tiivistää oikeudet seuraavasti:

Varallisuusoikeudet

- oikeus osinkoon
- oikeus omistussuhteen mukaiseen osuuteen tai oikeus osakepääomaa korotettaessa ja muissa vastaavissa tilanteissa
- oikeus jako-osuuteen tai muuhun pääoman palauttamiseen
- oikeus saada osakekirja tai omistus rekisteröidyksi arvo-osuusrekisteriin
- oikeus saada vahingonkorvausta yhtiöoikeudellisten säännösten rikkomisella aiheutetusta vahingosta

Hallinnoimisoikeudet

- omistuksen merkitseminen yhtiön osakeluetteloon
- päätösvallan käyttö yhtiökokouksessa:
 - puheoikeuden ja päätösvallan käyttäminen
 - moiteoikeus

³⁰ Mähönen & Villa 2006a, s. 220 -221

³¹ Timonen 1997, s. 245

- tiedonsaantioikeudet:
 - yhtiökokoukset ja niissä käsiteltävät asiat
 - talouden hallinnon tarkastus
- vähemmistönsuojaan liittyvät oikeudet

Suomen osakeyhtiölainsäädännössä on vallinnut vakiintuneesti ajatus osakkeen jakamattomuudesta. Toisin sanoen lähtökohtana on ollut, että osakkeen hallinnoimisoikeuksia ei voi yhtiötä sitovasti erottaa osakkeen varallisuusosoikeuksista.³² Osakkeen jakamattomuusperiaatteen synty voidaan johtaa vanhaan osakeyhtiölakiin (OYL 2.5.1895/22), jossa osakkeen jakamattomuudesta määrätään.³³ Voimassa olevassa osakeyhtiölaissa ei ole säännöksiä jakamattomuusperiaatteesta, mutta Mähönen ja Villa³⁴ katsovat jakamattomuusperiaatteen olevan kiistatta olemassa. Kuten jo todettiin, yhtiöoikeudellisesti osakkeen tuottamat oikeudet ja velvollisuudet ovat osakkaan osalta määräytyt, mutta oikeuksien käytöstä voi osakas lähtökohtaisesti sopia itse. Kaikkien oikeuksien siirtämisestä ilman varsinaista osakkeen omistusoikeuden luovuttamista Mähönen ja Villa³⁵ argumentoivat seuraavasti:

”Jos osakkeenomistaja on sopimuksin luovuttanut kaikki osakkeen oikeudet ja velvollisuudet peruuttamattomasti, mutta pidättänyt itsellään omistusoikeuden, on perusteltua kysyä, kuka on osakkeenomistaja tai voiko omistusoikeus osakkeeseen olla jotain muuta kuin oikeus osakkeen tuottamiin oikeuksiin ja velvollisuuksiin. Osakkeen tuottamien kaikkien oikeuksien ja velvollisuuksien siirtäminen peruuttamattomasti johtaa käsityksemme mukaan myös osakkeeseen liittyvän omistusoikeuden siirtymisen siinäkin tapauksessa, vaikka itse omistusoikeus osakkeeseen olisi pidätetty oikeuksien ja velvollisuuksien siirtäjälle.

...Toisin sanoen, jos osakkeen tuottamat kaikki oikeudet ja velvollisuudet ovat siirtyneet peruuttamattomasti, niin samalla on siirretty myös omistusoikeus osakkeeseen, koska omistusoikeus osakkeeseen tarkoittaa osakkeenomistajan omistusoikeutta osakkeen tuottamiin oikeuksiin ja

³² Kaisanlahti 1998, s. 85

³³ Kaisanlahti 1998, s. 85

³⁴ Mähönen & Villa 2006a, s. 220

³⁵ Mähönen & Villa 2006a, s. 221

velvollisuuksiin. Sillä, että omistusoikeuden siirtämistä koskeva toimenpide on laadittu oikeuksien ja velvollisuuksien siirtämistä koskevan sopimuksen muotoon sen sijasta, että olisi myyty osake, ei estä tulkitsemasta toimenpidon sisältöä sen tosiasiallisen sisällön perusteella osakkeen omistusoikeuden siirtymistä koskevaksi toimeksi.”

Kaikkien oikeuksien siirtämisen jälkeen kyseenalaista siis on, voiko omistaa osakkeen ilman oikeuksia ja velvollisuuksia. Jos osakkeen tuottamien oikeuksien keskinäistä suhdetta tarkastelee, niin tullaan myös sen kysymyksen äärelle, että missä määrin osakkeen hallinnoimisoikeuksia on mahdollista lisätä varallisuusosakkeiden kustannuksella ja päinvastoin.

3.4 Yleistä osakkeen äänivallasta

Aikaisemmin on jo osin perusteltu miksi äänivalta kuuluu juuri osakkeeseen. Residuaaliriski- periaatteen lisäksi voidaan mainita myös *Kaisanlahden*³⁶ näkemys osakkeen äänivallan puolesta. Tämä liittyy siihen, että yritysjohton on omana tavoitteenaan helpompi toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti kuin ottaa huomioon kaikkien intressitahojen erilaiset toivomukset. Osakkeen äänioikeuden perusteleminen ei yleisellä tasolla ole erityisen problemaattista. Osakkeeseen liitettävä vaihtoehtoinen äänimäärä sen sijaan on moniulotteisempi ongelma.

Osakkeen tuottamaa äänioikeutta koskevaa sääntely on yksi osa voimassa olevaa osakeyhtiölakia, joka eroaa entisestä laista. Entisessä osakeyhtiölaissa (EOYL 29.9.1978/734) oli määräys maksimiäänimäärästä, jonka osake voi tuottaa. Sen mukaan yhdellä osakkeella ei voinut olla yli 20- kertaista äänimäärää verrattuna toiseen osakkeeseen (EOYL 3:1a.1). Nykyisestä laista äänimäärää koskeva

³⁶ Kaisanlahti 1998, s. 89

rajoitus on poistettu. Lain esitöissä todetaan, että rajoitukset eivät olisi johdonmukaisia, koska osakkeet voivat olla myös täysin äänivallattomia.³⁷

Osakeyhtiölaissa annetaan mahdollisuus kokonaan tai osittain äänivallattomiin osakkeisiin tai osakkeisiin, joilla on rajoitettu äänivalta tietyissä yhtiökokouksen asioissa (OYL 3:3.1-2). Tällöin osakkeet luetaan *erilajisiksi*. Osakkeiden erilaisuus voi myös syntyä yhtiöjärjestyksen määräyksellä ilman, että osakkeiden ominaisuudet eroavat toisistaan (OYL 3:1.2).

3.5 Osake ja ääni- periaatteesta poikkeaminen

3.5.1 Yleistä

Osakeyhtiölain lähtökohtaisena oletuksena on, että jokainen osake tuottaa yhden äänen yhtiökokouksessa (OYL 3:3.1). Kyseessä oleva osake ja ääni- periaate ja siitä poikkeaminen on laajasti tutkittu ja keskusteltu aihe niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin. *Khachaturyan*³⁸ kuvailee periaatetta äänestysmekanismiksi, joka takaa kontrollioikeuden jakaantumisen sijoitetun pääoman suhteessa. Edellinen rakentuu sille oletukselle, että osake tuottaa sekä varallisuus-, että äänioikeuden ja niiden on oltava samassa suhteessa, koska kaikki osakkeenomistajat haluavat äänestää saman päämäärän puolesta eli osakkeen arvon nostamiseksi. Lisäksi osake ja ääni- periaate on keino hinnoitella osake niin, että hinta indikoi samalla sekä yhtiön hallinnollista, että operatiivista toimintakykyä³⁹.

³⁷ HE 109/2005, s. 50

³⁸ Khachaturyan 2006, s. 5

³⁹ Khachaturyan 2006, s. 5

Vaikka osakeyhtiölaki painottaa osakkeenomistajien yhdenvertaista asemaa (OYL 1:7), antaa se myös osakkeenomistajille vapauden päättää keskenään yhtiön toiminnasta ja pääomarakenteesta yhtiöjärjestyksessä (OYL 1:9). Yhtiöjärjestyksen määräyksin voidaan sopimusvapauden ja hyvän tavan rajoissa hyvin laajasti muunnella osakkeen äänioikeutta ja sen käyttöä.

3.5.2 Moniääniosakkeet

Moniääniosake on osake, joka tuottaa enemmän kuin yhden äänen. Kuten aiemmin mainittiin, OYL ei aseta rajoituksia mahdollisille äänivaltaeroille osakkeiden välillä. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että osakeyhtiössä voitaisiin synnyttää kohtuuttomia äänivaltaeroja loukkaamalla osakkeenomistajien perusoikeuksia. Koska moniääniosake on automaattisesti erilainen osake⁴⁰, on kyseisestä osakelajista oltava määräys yhtiöjärjestyksessä (OYL 3:1.1-2). Yhtiöjärjestys taas toimii tällöin kontrolloivana tekijänä, koska muutokset yhtiöjärjestykseen on aina tehtävä määräenemmistöpäätöksellä (2/3) yhtiökokouksessa (OYL 5:27). Lainkohdassa tarkennetaan vielä, että 2/3 enemmistöosuuden on katettava annettujen äänien lisäksi myös yhtiökokouksessa edustetut osakkeet, jolloin jo olemassa olevat äänivaltaerot eivät samassa suhteessa edesauta äänierojen kasvattamisessa entisestään.

Olemassa olevia moniäänisiä osakesarjoja ei myöskään voi käyttää yhdenvertaisuusperiaatteen (OYL 1:7) vastaisesti vähemmistöosakkaiden edun vastaisesti. Moniääniosakkeilla on yhtiöoikeudellisesti merkittävä rooli yhtenä kolmesta yleisimmästä tavasta keskittää määräysvalta pääomasijoitukseen suhteutettuna vähemmistöosakkeenomistajalle. Toiset kaksi tapaa liittyvät yhtiön omistusrakenteen muokkaamiseen

⁴⁰ ks. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (2007) s.7, 44 Joissakin maissa (esim. Ranska) osakkeet voidaan lukea samanlaisiksi huolimatta niiden äänimääräeroista erisuuruinen äänimäärä.

monen yhtiön avulla niin, että määräysvalta siirtyy ”ketjussa” joko horisontaalisesti tai vertikaalisesti halutulle taholle. (aiheesta tarkemmin kappaleessa 5.2)

3.5.3 Etuosakkeet ja muuntoehtoiset osakkeet

Etuosake oli vuoden 1997 osakeyhtiölakiuudistuksen tuoma rahoitusinstrumentti, joka mahdollisti osakemuotoisen rahoituksen lähtökohtaisesti ilman äänioikeutta. Etuosakkeelta puuttuva kontrollioikeus korvautuu yleensä paremmilla taloudellisilla eduilla, kuten tavallista osaketta paremmalla osinko-oikeudella tai maksunsaantisijalla.⁴¹

Voimassa oleva OYL suhtautuu osakkeen kontrollioikeuksien ”riisumiseen” vielä edeltäjänsä vapaammin. Entinen osakeyhtiölaki sisälsi määräyksen, että osakkeisiin, jotka sisältävät äänioikeuden vain tiettyjä päätöksiä tehtäessä, on liitettävä erityinen taloudellinen etuus jaettaessa yhtiön varoja (EOYL 3:1a). Nykyiseen osakeyhtiölakiin ei enää haluttu sisällyttää tarpeettomia ja sopimusvapautta rajoittavia äänivallattomia osakkeita koskevia määräyksiä⁴². Nimitystä *etuosake* näin ollen ei laissa enää mainita, koska osakkeen äänivallattomuutta ei varsinaisesti lain määräyksellä ole pakko korvata taloudellisella etuudella⁴³.

Käytännössä hyvän esimerkin etuosakkeen käytöstä tarjoaa ammattimainen pääomasijoitustoiminta. Etuosaketta pidetään Yhdysvalloissa yleisimpänä pääomasijoitusinstrumenttina ja Suomessakin se on yhä enemmän käytetty⁴⁴. Koska pääomasijoittajan päämääränä on saada mahdollisimman suuri tuotto sijoitukselleen yrityksen tulevan kassavirran tai yrityksen arvonnousun muodossa, ei enemmistöäänivalta

⁴¹ Villa 2001a, s. 160-161

⁴² HE 109/2005, s. 50-51

⁴³ HE 109/2005, s. 51

⁴⁴ Lauriala 2004, s. 119-120

ja kontrolliasema kohdeyhtiön hallituksessa tai operatiivisessa toiminnassa ole välttämätöntä⁴⁵. Merkitsemällä vielä yhtiöjärjestykseen etuosaketta koskeva muuntolauseke (OYL 3:1.3), jonka määräyksellä etuosake voidaan muuntaa tavalliseksi kantaosakkeeksi, saadaan tehokas pääomasijoittajan riskejä turvaava mekanismi. Etuosake tarjoaa tällöin sijoittajalle etuoikeuden kassavirtaan liittyvään tuottoon ja toisaalta merkittävän osuuden osakekannan myynnissä realisoituvasta voitosta. Taulukossa 2 kuvataan kohdeyhtiön mahdollinen omistus- ja pääomarakenne tilanteessa, jossa etuosakkeeseen on liitetty muunto-oikeus ja muuntosuhde on 1:1.

Taulukko 2.⁴⁶

Rahoitusrakenne	Sijoitus €	Kantaosakkeet= Osuus yhtiössä %	Muunnon jälkeen osuus yhtiössä %
Kohdeyhtiön perustajaosakkaat ja yhtiön johto	60 000	60	10
Pääomasijoittajan kantaosakkeet	40 000	40	90
Pääomasijoittajan muuntoehtoiset etuosakkeet	500 000		
Pääomitus yhteensä	600 000		

Vaikka pääomasijoittaja ei välttämättä hae äänivaltaa kantaosakkeiden muodossa, niin osakassopimuksen ja siihen läheisesti liittyvien yhtiöjärjestysmääräysten turvin on mahdollisuus synnyttää kontrolliasema yhtiössä⁴⁷.

⁴⁵ Lauriala 2004 s. 152-153

⁴⁶ Taulukko mukailee Laurialan (2004, s.108) esimerkkiä pääomarakenteesta. Tässä tapauksessa on jätetty pois vaihtovelkakirjalainaosuus Laurialan esimerkistä.

⁴⁷ Lauriala 2004, s. 124-126

Etuosakkeen käyttöä on tutkittu laajasti ja päähuomion ovat selvästi saaneet sen sisältämät vieraan pääoman ominaisuudet ja tuottolaskelmat. Etuosaketta voisi näin ollen ennemminkin luonnehtia velkarahoituksen vaihtoehtona, kuin kontrollinsäätelyvälineenä huolimatta sen poikkeavuudesta osake ja ääni- periaatteesta.

3.5.4 Äänileikkurit ja äänestysasteikot

Erilajisten osakesarjojen lisäksi osake ja ääni- periaatteesta voidaan poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksillä, jotka rajaavat muuten saman äänimäärän omaavien osakkeiden äänioikeutta⁴⁸. Tällaiset *äänileikkurit* voivat esimerkiksi koskea korkeinta mahdollista yhtiökokouksessa käytettävää äänimäärää suhteutettuna yhtiön osakkeiden tuottamaan äänimäärään⁴⁹.

Mikäli osakeyhtiössä on useita osakesarjoja, jotka eivät lähtökohtaisesti eroa äänimäärältään, voidaan yhtiöjärjestyksessä määrätä *äänestysasteikosta*, joka asettaa asteittaisia rajoituksia osakkeiden tuottamalle äänimäärälle yhtiökokouksessa. Äänestysasteikko voi esimerkiksi määrätä, että A- sarjan ja B- sarjan osakkeilla on molemmilla yksi ääni, mutta korkeintaan 120 B- sarjan osakkeella voi äänestää yhdellä äänellä osaketta kohti. Tämän jälkeen vasta jokaisella alkavalla 20 B- sarjan osakkeella saa yhden äänen.⁵⁰

⁴⁸ Burkhardt & Lee 2007, s. 2

⁴⁹ Mähönen & Villa 2006c, s.90-91

⁵⁰ Mähönen & Villa 2006c, s. 91

3.6 Ostotarjousdirektiivi

Euroopassa paljon keskustelua herättäneen *ostotarjousdirektiivin*⁵¹ sisällöllinen implementointi saatettiin Suomessa voimaan 1.7.2006. Direktiivin tarkoituksena on edesauttaa julkisen ostotarjouksen avulla tehtävien yritysvaltausten toteutumista ja antaa suojaa myös kohdeyrityksen osakkeenomistajille⁵². Olennaista osake ja ääni-periaatteen kannalta on se, että direktiivi sisältää määräyksiä osakkeisiin liittyvien äänestysrajoitusten ja moniääniosakkeiden käytölle julkisissa yritysvaltaustilanteissa.

Ostotarjousdirektiivin artiklan 9 kohdissa 3 ja 4 todetaan, että kohdeyhtiön yhtiöjärjestyksessä säädetyillä äänioikeutta koskevilla rajoituksilla, joista on sovittu direktiivin antamisen jälkeen, ei ole oikeusvaikutusta yhtiökokouksessa, jossa päätetään mahdollisista ostotarjoukseen liittyvistä suojoimenpiteistä ja moniääniosakkeilla voi samassa tilanteessa äänestää vain yhdellä äänellä. Lisäksi ostotarjouksen menestyttyä niin, että tarjouksen tekijällä on hallussaan 75 % yhtiön äänioikeutetusta pääomasta, on äänestyskäytäntö edellä mainitun kaltainen yhtiökokouksessa, jonka tarjouksen tekijä kutsuu koolle yhtiöjärjestyksen muuttamiseksi tai muuttaakseen hallinto- ja johtoelinten kokoonpanoa.

Etuosakkeiden kannalta huomioitavaa ostotarjousdirektiivin 9 artiklan kohta 6, jossa mainitaan, että mikäli rajoitettu äänioikeus on korvattu taloudellisella etuudella, ei 9 artiklan kohtien 3 ja 4 rajoituksia oteta huomioon. Esimerkiksi *Helminen*⁵³ kuitenkin katsoo, että sellainen yhtiöjärjestysmääräys, joka asettaa myös etuosakkeet äänioikeusmurtosäännösten alaisiksi, ei liene direktiivin tavoitteiden vastainen.

⁵¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EC julkisista ostotarjouksista

⁵² HE 6/2006, s. 23 ja ostotarjousdirektiivin johdannon kohta (2)

⁵³ Helminen 2006, s. 134

Direktiivin säännökset implementoitiin Suomessa tärkeimmiltä osin arvopaperimarkkinalakia täydentäen. Tämän katsottiin olevan asianmukaista, koska jo osakeyhtiölakiuudistuksessa pyrittiin siirtämään luonteeltaan arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely osakeyhtiölaista arvopaperimarkkinalakiin ja toisaalta direktiivi ei ota kantaa siihen sisällytetäänkö säännökset kansallisella tasolla yhtiöoikeuden piiriin vai arvopaperimarkkinalakiin.⁵⁴ AML 6:10.3: mukaan ostotarjoustilanteessa ääniosuutta laskettaessa ei oteta huomioon lakiin, yhtiöjärjestykseen tai muuhunkaan sopimukseen liittyvää äänestysrajoitusta.

⁵⁴ HE 6/2006, s. 24

4 CORPORATE GOVERNANCE

4.1 Corporate governance- järjestelmät

Corporate governance (CG)- termillä kuvataan yhtiön eri interssitahojen valta- ja vastuusuhteita ja hallinnoinnin järjestämistä. CG voi terminä suppeimmillaan käsittää asiayhteydestä riippuen vain yhtiön johdon ja omistajien välisen suhteen tai toisaalta laajimmillaan kaikkien yhtiön intressitahojen suhdetta. Mukaan lukien kaikki yhtiön toimintaa ja kontrollia koskeva sääntely vaikuttavat tekijät.⁵⁵

Takertumatta sen enempää CG- termin käänkösvaihtoehtoihin, on tärkeää huomioida ja ymmärtää toimivan CG:n tehtävä. Laajasti ottaen CG on elintärkeä osa markkinoiden kykyä mobilisoida kotimainen ja ulkomainen pääoma mahdollisimman tuottavaan käyttöön mahdollisimman vähin kustannuksin.⁵⁶ Edelliseen tavoitteeseen tietysti jollakin tasolla tähtää kaikki yrityselämän sääntely. CG:n tehtävää koskevan laeasisältöisen virkkeen tarkoitus on tässä kohtaa juuri ilmentää sitä, että CG:a ei ole syytä karsinoida kovin suppeaksi kokonaisuudeksi erilleen muusta tehokkaaseen yritystoimintaan tähtäävästä sääntelystä.

Kipukohtaa, jota hyvän CG:n on tarkoitus lääkitä, on kuitenkin hyvä hieman tarkentaa. CG:n roolina on poistaa mahdollisimman paljon ongelmia, jotka syntyvät yrityksen sisäisten ja/tai ulkoisten etutahojen välille. Pelkistäen voidaan todeta näiden erojen syntyvän ennen kaikkea etutahojen intressiristiriidoista ja informaation saatavuuseroista.⁵⁷ Vaikka päähuomio kiinnittyikin osakkeenomistajien ja johdon intresseihin, hyvin toimiva CG- järjestelmä huomioi myös muut etutahot mukaan lukien

⁵⁵ Timonen 2000, s. 2-4

⁵⁶ Söderström et al. 2003, s. 5

⁵⁷ Kaisanlahti 2001, s. 14

työntekijät. Kaisanlahti⁵⁸ vertaa CG:n tarvetta yrityselämässä demokraattisen yhteiskunnan toimintaan:

"In the latter meaning, CG can be compared to societal administration. A democratic system cannot function without the participation of the citizens. Similarly, the functioning of the company's CG system becomes jeopardised, if the employees and the other stakeholders, besides the shareholders, cannot contribute to decision-making."

Ohjeistus, jolla toimiva CG pyritään takaamaan, syntyy sekoituksesta pakottavaa lainsäädäntöä ja toisaalta elinkeinoelämän itsesääntelyä. Olennaisimpana osana CG- sääntelyä voidaan pitää osakeyhtiölakia, mutta CG:a koskevaa sääntelyä sisältyy lisäksi sopimus-, kauppa-, arvopaperi- ja insolvenssioikeudellisiin normeihin, kuten Mähönen ja Villa⁵⁹ huomauttavat. Normipohjaisen sääntelyn lisäksi CG- järjestelmä rakentuu myös elinkeinoelämän eri tahojen laatimista ohjeista, suosituksista ja koodeista. Tällaisilla CG- koodeilla voi olla kansallinen tai kansainvälinen ulottuvuus riippuen laatijatahosta ja tavoitteista mihin niillä pyritään.

Timosen vertailu kolmen eri CG- koodin lähteen välillä toimikoon esimerkkinä siitä, miten erityyppisten instanssien luomat koodit eroavat tavoitteiltaan ja rakenteiltaan. Vertailtavana ovat Suomen⁶⁰, Iso-Britannian⁶¹ ja OECD:n⁶² antamat CG- koodit. Suomen koodisto edustaa vertailussa säädännäisen oikeuden traditiota, Britannian koodisto edustaa

⁵⁸ Kaisanlahti 2001, s. 15

⁵⁹ Mähönen & Villa 2006c, s.1

⁶⁰ Koska lähteenä on Timosen tutkimus v. 2000, Suomen osalta Timosen viittaus liittyy Keskuskauppakamarin sekä TTK:n asettaman CG- työryhmän loppuraporttiin, jonka pohjalta annettiin v. 1997 CG- koodi listayhtiöiden hallinnointia varten. Sama instanssi uudisti CG- ohjeistuksen v. 2003. Uudistustarpeen taustalla oli listayhtiöiden ohjaus- ja valvontajärjestelmien toiminnan ja niitä koskevan tiedottamisen kasvanut merkitys. Lisäksi ulkomaiden uudistuneita CG- ohjeistuksia katsottiin olevan tarpeellista peilata Suomen vastaaviin. . (ks. *Keskuskauppakamarin suositus listayhtiöiden hallinnointi ja ohjausjärjestelmistä 2003*, s. 2)

⁶¹ Iso- Britannian osalta vertailtavana on *Combined Code* v. 1998. Nykyinen voimassa oleva *Combined Code* on ollut voimassa v. 2003 alkaen. (ks. *The Combined Code on Corporate Governance 2003*, s.1)

⁶² OECD: n CG- ohjeita edustaa vertailussa v. 1999 versio. Jälkeenpäin myös OECD:n koodisto on uusittu ja nykyinen ohjeistus tuli voimaan 2004. (Ks. *OECD Principles of Corporate Governance 2004*, s. 9)

common law- traditiota ja OECD:n koodisto edustaa kansainvälisen lainsäädäntöyhteistyön näkökulmaa.⁶³

Yleisellä tasolla Timonen⁶⁴ näkee kansallisten koodien tavoitteena olevan ensisijaisesti näyttää, että yritykset pyrkivät aktiivisesti hyvään CG:een. Lisäksi kansallisella tasolla (esim. Iso- Britannia) on haluttu itsesääntelyyn keinoin reagoida sellaisiin kysymyksiin, joissa elinkeinoelämän omia ratkaisuja on pidetty parempana vaihtoehtona kuin lainsäädännöllisiä toimia. Kansainvälisten yhteistyöelinten tuottamat koodit tähtäävät Timosen⁶⁵ mukaan vastaavasti käytäntöjen yhdenmukaistamiseen ja sitä kautta vertailukelpoisten sekä läpinäkyvien järjestelmien kehittämiseen.

Kovin tarkasti tässä kohdin koodien sisällöllisiin yksityiskohtiin pureutumatta, voidaan vertailusta poimia muutama koodistoja koskeva seikka. Sekä Suomen, että Iso- Britannian koodisto keskittyvät yhtiön hallinnon ja sisäisen valvonnan järjestämiseen ja tiedonantovelvollisuuksiin. Yhteistä edellisillä koodeilla on myös se, että osakkeenomistajien lisäksi muita etutahoja koskevia kysymyksiä ei juuri huomioida. Iso- Britannian koodisto eroaa kuitenkin Suomen vastaavasta selvästi yksityiskohtaisemmillä, parhaita käytäntöjä koskevilla määräyksillä. lisäksi Iso-Britannian koodistossa yritysjohdon palkkausta koskevilla määräyksillä on suuri rooli.

Iso- Britannian koodisto kiinnittää myös vähemmistöosakkaiden asemaan enemmän huomiota kuin Suomen vastaava. Verrattuna kansallisiin koodeihin, OECD:n tuottama CG- ohjeistus on voimakkaasti periaatteellinen ja sen tarkoituksena on olla apuväline jäsenmaiden omien CG- järjestelmien luonnissa. OECD:n koodit muodostuvat yleisten periaatteiden esittelystä ja vaihtelevan yksityiskohtaisista täsmennyksistä.

⁶³ Timonen 2000, s. 9

⁶⁴ Timonen 2000, s. 9

⁶⁵ Timonen 2000, s. 9

OECD:n koodi sisältää osakkeenomistajien lisäksi myös muiden etutahojen huomioinnin, vaikkakin erittäin yleisluontoisesti.⁶⁶

Tutkimusteeman kannalta huomiota ei kannata liikaa kiinnittää muodollisiin määräyksiin, joita CG- koodit sisältävät, vaan mielenkiintoisempaa on nähdä ongelmakohtat, jotka ovat keränneet huomiota enemmän toisessa koodistossa verrattuna toiseen. Ottaen huomioon ajankohdan, jolloin Timonen teki edellisen vertailun, Suomi ja Iso-Britannia erosivat markkinapaikkoina selvemmin kuin nykyään. Iso-Britannia perinteisenä markkinaehtoisen pääoman ja hajautuneen omistuksen alueena⁶⁷ painottaa vähemmistösuojan ja yritysjohton palkkaukseen liittyviä seikkoja. Toisin sanoen arvopaperipörssin näkökulma saa CG- koodiston valmistelussa tärkeämmän roolin kuin valtion lainsäädännölliset toimet⁶⁸. Suomen koodistolle leimaa antavaa ovat keskittyminen sisäisen hallinnon järjestämiseen ja menettelylliset, ei niinkään sisällölliset ohjeet.⁶⁹

4.2 Päämies-agentti- suhteet ja intressiristiriidat

CG- keskustelun yhtenä synnyttäjänä mainitaan yleisesti *Adolf A. Berle* ja *Gardiner C. Meansin* vuonna 1932 ilmestynyttä teosta ”*The Modern Corporaton and Private Property*”.⁷⁰ Berle ja Means katsoivat yksittäisille osakkeenomistajille kuuluvan periaatteellisen määräysvallan siirtyvän omistuksen hajautuessa yrityksen johdolle. Toisin sanoen osakkeenomistajan on yhä vaikeampi puolustaa omia intressejään yhtiön päätöksenteossa. Berle ja Means kuvailevat osakkeenomistajan asemaa mm. seuraavasti:

⁶⁶ Timonen 2000, ss. 13 -16

⁶⁷ esim. Söderström et al. 2003, s. 11

⁶⁸ Timonen 2000, s.9

⁶⁹ Timonen 2000, s. 10

⁷⁰ esim. Timonen 1997, s. 148

“...The shift of powers to the controlling management combined with the shift from the interests of the individual to those of the group has so changed the position of the shareholder that the current conception with regard to him must be radically revised.

...His power to participate in management has, in large measure, been lost...

...He becomes simply a supplier of capital...⁷¹

Timonen⁷² näkee Berlen ja Meansin keskeisen ajatuksen on siinä, että omistuksen ja vallan pitkälle menneen eriytymisen seurauksena yrityksen omistajien intressit ovat lähinnä portfoliotyypisiä. Toisin sanoen omistaja on muuttunut aktiivisesta passiiviseksi. Samalla omistajan kiinnostus yritykseen välineenä sekä vastuu yrityksen kehittämisestä siirtyy omistajilta yritysjohdolle.

Siinä kun Berlen ja Meansin teoksella on merkittävä rooli omistuksen ja vallan erkaantumisen havaitsemisessa, niin osakeyhtiön hallintoon liittyvä *päämies-agentti-* teoria yhdistettiin vasta myöhemmin yhtiön määräysvaltaa koskevaan keskusteluun⁷³. Toisin sanoen modernin osakeyhtiön toimintaa koskevissa ongelmissa ns. berleläis-meansiläisillä ratkaisumalleilla ei enää ole niin merkittävä roolia⁷⁴.

Jensen ja Meckling⁷⁵ määrittelevät päämies–agentti- suhteen seuraavasti: yksi tai useampi päämies (*the principal*) sitouttaa sopimuksella yhden agentin (*the agent*) toimimaan etujensa mukaisesti ja samalla delegoi agentille osan määräysvallastaan. Jos osapuolet pyrkivät maksimoimaan omat hyötynsä, niin agentin toiminta ei enää välttämättä vastaa päämiehen kannalta parasta toimintaa⁷⁶. Jotta päämies voi varmistua

⁷¹ Berle & Means 1991, s. 245. Kyseinen sivunumero viittaa vuonna 1991 toimitettuun versioon Berlen ja Meansin alkuperäisteoksesta, joka on vuodelta 1932.

⁷² Timonen 1997, s.151

⁷³ Mähönen 2001, s. 144

⁷⁴ Mähönen 2001, s.144. Berleläis-meansiläiset ratkaisut pohjautuivat sääntelyn lisäämiseen ja päämies- agentti- teoria puolestaan markkinaperusteisiin ratkaisuihin. Berlen ja Meansin ratkaisumallien väistymisestä sopimustoimintaa ja itsesääntelyä korostavan päämies- agentti- teorian tieltä ks. myös Mähönen 2005, s. 30

⁷⁵ Jensen & Meckling 1976, s. 5-6

⁷⁶ Jensen & Meckling 1976, s. 5

agentin toimivan mahdollisimman vähän hänen etujensa vastaisesti, on päämiehen yritettävä ohjata ulkoisin keinoin agentin käyttäytymistä⁷⁷.

Tällaiset keinoja ovat agentille kohdennettavat insentiivit ja agentin valvonta. Kustannuksia, joita koituu toisaalta agentin sitouttamisesta insentiivein (*bonding costs*) ja toisaalta valvonnasta (*monitoring costs*) kutsutaan *agentuurikustannuksiksi* (*agency costs*). Lisäksi agentin tekemät päätökset voivat kaikesta huolimatta vähentää päämiehen taloudellista hyötyä verrattuna siihen tilanteeseen, että päämies tekisi itse päätökset. Toisin sanottuna yritysjohton (agentin) päätökset saattavat vähentää osakkeenomistajan (päämiehen) saamaa jäännösvoittoa. Tällaista hyödyn menettämistä Jensen ja Meckling⁷⁸ kutsuvat *residuaalitappioksi* (*residual loss*).

Vaikka keskeinen ongelma näyttää rakentuvan yritysjohton ja osakkeenomistajien väliselle vallanjaolle, on osakeyhtiössä löydettävissä myös muita päämies-agentti- suhteita. Jensen ja Meckling⁷⁹ painottavat, että päämies-agentti- suhteen tuottamat ongelmat ovat läsnä kaikkialla organisaatioissa ja kaikilla tasoilla, yhteistyösuhteissa, yhteiskunnan hallintojärjestelmissä ja luonnollisesti myös sopimussuhteissa, jotka saattavat olla jo varsinaiselta muodoltaan päämies-agentti- suhteita, kuten esim. kiinteistövälitystoiminnassa.

Menemättä tarkemmin päämies-agentti- teorian synnyinsijoille, fokusoidaan käsittely tässä intressiristiriitöihin, jotka osakeyhtiöstä löytyvät ja keinoihin, joilla tehokas CG pyrkii reagoimaan niihin. Mähönen ja Villa⁸⁰ luettelevat osakeyhtiöstä löytyvän johto ja osakkeenomistaja- relaation lisäksi *vähemmistöosakkeenomistaja - määräävä osakkeenomistaja- relaation* ja *muut sidosryhmät (velkojat, työntekijät, asiakkaat) - yhtiö-*

⁷⁷ Jensen & Meckling 1976, s. 5

⁷⁸ Jensen & Meckling 1976, s. 5

⁷⁹ Jensen & Meckling 1976, s. 6-7

⁸⁰ Mähönen & Villa, 2006a, s. 88

relaation vastaavina päämies-agentti- suhteina, joihin myös liittyy mahdollinen opportunistisen käyttäytymisen ongelma.

4.3 Osakkeenomistajat vs. johto

4.3.1 Yleistä

Osakkeenomistajan ja yritysjohdon välinen intressiristiriita on tärkein osakeyhtiössä ilmenevistä ristiriitatilanteesta⁸¹. Esimerkkinä mahdollisista yritysjohdon ja osakkeenomistajan näkemuseroista Cheffins⁸² mainitsee tilanteen, jossa osakkeenomistaja haluaa yhtiön ryhtyvän suurien voittojen toivossa investointeihin, jotka myös sisältävät suuren riskin. Yritysjohdajan kanta taas suuren riskin investointiin saattaa samassa tilanteessa olla erittäin varovainen.

Syynä ristiriitaiseen suhtautumiseen on siinä, että osakkeenomistajalla on mahdollisuus hajauttaa omistustaan useisiin yrityksiin, eikä epäonnistuminen yhdellä taholla ole välttämättä kovin kohtalokasta. Yritysjohdolle taas riskin realisoituminen saattaa merkitä vastuuseen joutumista lain nojalla tai johtajanpaikan menetystä ja joka tapauksessa ainakin maine kärsii. Toisaalta investoinnin osoittautuessa menestykseksi ei yritysjohto lähtökohtaisesti hyödy tilanteesta samalla tavoin kuin osakkeenomistaja, jonka tuloihin kassavirta ja yrityksen arvonnousu suoraan vaikuttaa.

⁸¹ Mähönen & Villa, 2006a, s. 77

⁸² Cheffins 1997, s. 106-107

Osittain samat seikat huomio Timonen⁸³ luetellessaan yritysjohton ja osakkeenomistajien välisen intressiristiriidan aiheuttajat seuraavasti:

- molemmat kilpailevat saman tuotoksen jakamisesta
- investoinnit tai panokset ovat luonteeltaan erilaisia, sillä yritysjohtajalta vaaditaan eritysspesifejä henkilökohtaisia panoksia, jotka ovat tai voivat olla vaikeasti hyödynnettävissä muissa yrityksissä
- osakkeenomistajilla on sijoituksilleen erilaisia tavoitteita ja tuotto-odotuksia, periaatteessa rajaton sijoitusten hajauttamismahdollisuus sekä markkinoiden likvidiyden määräämä mahdollisuus sijoituskohteiden realisoimiseen ja vaihtamiseen
- edellisessä kohdassa lueteltujen erojen vuoksi yritysostotilanteen aiheuttama epävarmuus, riskit sekä voitto- tai tappio-odotukset ovat erilaisia sekä osakkeenomistajien kesken, että etenkin osakkeenomistajien ja yritysjohton välillä

Edelliset esimerkit ja varsinkin Cheffinsin esimerkki kuvaa tilannetta, jossa yritysjohto pyrkii olemaan lähinnä riskin karttaja. Yritysjohton intressit voivat kuitenkin poiketa myös täysin päinvastaisella tavalla osakkeenomistajan intressistä. Yritysjohton ns. *empire building*-käyttäytyminen voi osoittautua ongelmalliseksi. Empire building-käyttäytymisessä on kysymys yritysjohton taipumuksesta riskialttiisiin yli-investointeihin kasvattaakseen kaikin keinoin yrityksen kokoa, jotta oma status yritysjohtajana vahvistuu⁸⁴.

⁸³ Timonen 1997, s. 163

⁸⁴ Kanninen 1996, s. 102

Kun syyt ja mahdolliset seurauksetkin liittyen johdon ja osakkeenomistajan välisiin intressiristiriitoihin ovat tiedossa, niin on syytä kysyä, mikä sitten aiheuttaa ongelmat kyseisen päämies-agentti- suhteen ylläpitämisessä? Ensimmäinen ongelma on ns. *täydellisen sopimuksen* mahdottomuus. Yritysjohdon solmiessa agenttuurisopimuksen, jossa hän edustaa osakkeenomistajaa johtaessaan yritystä, tulisi sopimuksen sisältää kaikki tulevat potentiaaliset maailmantilat, jotta johto ei milloinkaan toimisi vastoin osakkeenomistajan parasta etua⁸⁵. Tällainen sopimus on kuitenkin käytännössä mahdoton solmia ja yritysjohdon oman harkinnan varaan jää suurin osa yrityksen päätöksistä.

Toinen päämies-agentti- suhteelle tyypillinen ongelma on *epäsymmetrinen informaatio*. Kysymys on siitä, että päämiehellä on käytettävissään huomattavasti vähemmän informaatiota agentin suorasta toiminnasta ja sen välittömistä seurauksista kuin agentilla⁸⁶. Sekä epäsymmetrinen informaatio, että epätäydellinen sopimus aiheuttavat päämiehelle yleisesti tarpeen valvoa agentin toimintaa ja valvonta taas aiheuttaa kustannuksia, jotka lukeutuvat edellä mainittuihin agenttuurikustannuksiin.

Kyseisten valvontakustannusten (*monitoring costs*) noustessa korkeiksi päämiehelle saattaa olla järkevää osin luopua valvonnasta. Tällöin kyseessä on osakkeenomistajan kohdalla *rationaalisesta tietämättömyydestä*⁸⁷. Toisaalta kustannuksista huolimatta portfoliosijoittajan roolissa toimivaa osakkeenomistajaa ei välttämättä edes kiinnosta yksittäisen sijoituskohteen yritysjohdon toiminta, vaan pelkästään osakkeiden arvo hänen salkussaan⁸⁸.

Yritysjohdon toiminnan saattaminen mahdollisimman lähelle osakkeenomistajan etua synnyttää tarpeen kannustinjärjestelmille ja CG-sääntelylle. Sääntely, joka liittyy yritysjohdon ja osakkeenomistajan välillä

⁸⁵ Kanninen 1996, s. 98

⁸⁶ Mähönen & Villa, 2006a, s.87

⁸⁷ Timonen 1997, s. 165

⁸⁸ Kanninen 1996, s. 98

vallitseviin ongelmiin, voidaan jakaa kahteen ryhmään. Toisaalta informaation jakamiseen liittyvään sääntelyyn, joka pyrkii takaamaan kirjanpidon ja tilinpäätösten läpinäkyvyyden ja toisaalta yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn, jolla pyritään sekä osoittamaan johdon asema osakkeenomistajiin nähden, että takaamaan johdon lojaalisuus⁸⁹.

Osakeyhtiölakiin on sisällytetty säännös osakeyhtiön toiminnan tarkoituksesta, joka on yksinkertaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä (OYL 1:5). Lisäksi yhtiön johto on sidottu toimimaan huolellisesti yhtiön edun mukaisesti (OYL 1:8). Huolimatta siitä, että johdon huolellisuusvelvollisuus on laissa melko lyhyesti ilmaistu, on tärkeää huomioida, että siihen sisältyy vaatimus sekä huolellisesta toiminnasta yhtiön edun mukaisesti, että tasapuolisesta toiminnasta pieniin ja suuriin osakkeenomistajiin nähden.⁹⁰

4.3.2 Johdon valitseminen

Johdon alisteinen asema osakkeenomistajiin nähden ilmenee suoraan siitä, että osakkeenomistajat valitsevat ylimmän johdon yhtiölle. Toisin sanoen yhtiökokous valitsee yleistoimivaltaa pitävän hallituksen (OYL 6:9) tai vaihtoehtoisesti yhtiöjärjestyksen määräyksellä hallintoneuvoston, jolle voidaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä myöntää hallituksen nimittämisoikeus (OYL 6:21).

Keskuskauppakamarin CG- ohjeistossa suositellaan selvästi ns. yksiportaista hallintomallia, jossa hallintoneuvostoa ei käytetä. Suositusten hallintoneuvostoa koskevassa osiossa (kappale 3) mainitaan aluksi, että hallintoneuvoston mahdollisuudet valvoa hallituksen toimia ovat käytännössä vähäiset ja hallintoneuvoston käyttöön liittyvien

⁸⁹ Mähönen & Villa, 2006a, s.92

⁹⁰ HE 109/2005, s. 18

suositusten alussa huomautetaan, että kaksipuolainen hallintomalli vähentää omistajaohjauksen tehokkuutta, koska yhtiökokous luovuttaa tällöin osan vallastaan hallintoneuvostolle⁹¹.

Listayhtiön hallituksen jäsenten valinta on voimakkaasti esillä Suomen CG-suosituksissa. Heti hallitusta koskevan osion (kappale 4) alussa kiteytetään hallituksen tehtävä:

*"Hallituksen tehtävänä on edistää yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etua. Hallituksen jäsenet eivät edusta yhtiössä heitä jäseniksi ehdottaneita tahoja."*⁹²

Jatkeena edelliselle CG- suosituksissa painotetaan jäsenten riippumattomuutta yhtiöstä (vähintään puolet jäsenistä) ja merkittävistä omistajista (vähintään kaksi edellä mainitusta enemmistöstä)⁹³. Edellisistä ohjeista käy hyvin ilmi päämies-agentti- ongelman ydin. Lähtökohtaisen olettaman, että hallituksen jäsen edustaa kaikissa valinnoissaan yhtiön etua eikä esimerkiksi häntä ehdottanutta tahoja, on vaikea uskoa toteutuvan poikkeuksetta. Siksi onkin ollut paikallaan tarkentaa ohjeet riippumattoman hallituksen valinnasta.

Iso-Britannian CG- suositukset sisältävät myös ohjeita hyvän ja riippumattoman hallituksen takaamiseksi. Perusprinsiippinä suositetaan, että hallitus koostuu sekä ulkopuolisista jäsenistä (*non-executive director*), että yrityksen operatiiviseen johtoon (*executive director*) kuuluvista jäsenistä.⁹⁴ Yksittäisen jäsenen riippumattomuuden varmistamiseksi suosituksissa on melko tarkkaan listattu niitä seikkoja, jotka tulee erityisesti huomioida hallituksen jäsentä valittaessa. Tällaisia ovat mm. henkilön perhesuhteet yhtiön johtajiin ja työntekijöihin, henkilön

⁹¹ Corporate Governance- ohjeet listayhtiöille 2003, s. 6

⁹² Corporate Governance- ohjeet listayhtiöille 2003, s. 6

⁹³ Corporate Governance- ohjeet listayhtiöille 2003, s. 7

⁹⁴ Combined Code 2003, s. 6

yhtäjaksoinen hallituksen jäsenenä oloaika tähän saakka, mahdolliset johtotehtävät muissa yhtiöissä ja tärkeän omistajatahon edustus⁹⁵.

Hallituksen jäsenten nimittämistä varten perustettavasta nimitysvaliokunnasta Suomen ja Iso-Britannian CG- koodit eroavat hieman. Kun Suomen CG- suositukset määrittelevät nimitysvaliokunnan olevan hyvä apu hallituksen kokoonpanoa valittaessa⁹⁶, niin Iso-Britannian Combined Code suosittaa, että nimitysvaliokunta pitäisi aina perustaa jäsenten valintaa tehdessä⁹⁷. Mitä tulee nimitysvaliokunnan koostumukseen, niin Suomen CG-koodisto kieltää yhtiön toimitusjohtajan tai muuhun operatiiviseen johtoon kuuluvan henkilön kuulumisen nimitysvaliokuntaan⁹⁸. Combined Code taas suosittaa ainoastaan, että valiokunnan enemmistön olisi hyvä olla riippumattomia hallitusjäseniä⁹⁹.

OECD:n CG- suositukset eivät sisällä suoranaisia ohjeita hyvän hallituksen kokoonpanosta, koska OECD- maihin lukeutuu erilaisia hyväksi havaittuja tapoja rakentaa hallitus yhtiölle, kuten esimerkiksi ns. *two-tier*- rakenne, jossa toinen osa hallitusta (*supervisory board*) koostuu yhtiön ulkopuolisista jäsenistä tehtävänään yhtiön toiminnan yleinen valvonta ja toinen osa hallitusta (*management board*) koostuu vain operatiiviseen johtoon kuuluvista jäsenistä tehtävänään päivittäisen liiketoiminnan valvonta.¹⁰⁰

⁹⁵ Combined Code 2003, s. 7

⁹⁶ Corporate Governance- ohjeet listayhtiöille 2003, s. 10

⁹⁷ Combined Code 2003, s. 8

⁹⁸ Corporate Governance- ohjeet listayhtiöille 2003, s. 10

⁹⁹ Combined Code 2003, s. 8

¹⁰⁰ OECD PCG 2004, s. 58

4.3.3 Johdon valvonta ja sitouttaminen

Edempänä mainittiin, että päämiehellä (osakkeenomistaja) on kaksi keinoa yrittää varmistaa agentin (johto) toimivan intressiensä mukaisesti: valvonta ja insentiivit. Yhtiön johdon valvonnassa auttaa hallituksen valintaa ja huolellista toimintaa koskeva sääntely ja ohjeistus sekä ennen kaikkea lakisääteiset informaatiovelvoitteet¹⁰¹. Tarvitaan kuitenkin myös tiettyjä kannustimia johdon valvonnan lisäksi, jotta johtaja motivoituu ja sitoutuu toimimaan parhaalla mahdollisella tavalla eikä pelkästään yleisiä velvollisuuksia noudattaen. Johtajien erilaisia palkkiojärjestelmiä voidaan pitää yleisimpinä tällaisina sitouttamisinsentiveinä. Kiinteän palkanosuuden lisäksi johtaja voidaan palkita vuositulokseen suhteutetulla lisäpalkkiolla tai yhtiön osakkeen kurssinousuun suhteutetulla korvauksella (esim. optio-oikeudet)¹⁰².

Sekä Iso-Britannian Combined Code, että keskuskauppakamarin CG-suositukset käsittelevät melko tarkasti palkkiojärjestelmiä. Molemmat koodit suosittelevat yhtiön johtohenkilöiden palkitsemista osin yhtiön tulokseen sidotulla palkkiolla.¹⁰³ Molemmissa koodeissa on myös tarkennus, että kuitenkin yhtiön ulkopuolisen (*non-executive*) hallitusjäsenen palkitseminen osakkeen arvoon yhdistetyllä instrumentilla ei ole suotavaa eikä edistä osakkeenomistajan edun toteutumista¹⁰⁴.

Vaikka johtajien osakeomistusta voidaan pitää perustavanlaatuisena osana päämies-agentti-ongelman ratkaisua, niin tässäkin tapauksessa kolikolla on myös kääntöpuolensa. *Iqbal* ja *French*¹⁰⁵ osoittavat, että johtajatasen osakeomistukset saattavat myös huonontaa varsinaisten osakkeenomistajien mahdollisuuksia sitouttaa johtajiensa toiminta vastaamaan omaa hyötynäkökulmaansa. Tällainen haittavaikutus johtuu

¹⁰¹ Mähönen 2005, s. 33-34

¹⁰² Kanniainen 1996, s. 102-103

¹⁰³ Combined Code 2003, s. 12 ja Corporate Governance- ohjeet listayhtiöille 2003, s. 12

¹⁰⁴ Combined Code 2003, s. 12 ja Corporate Governance- ohjeet listayhtiöille 2003, s. 12

¹⁰⁵ Iqbal & French 2006, s. 309-310

Iqbalin ja Frenchin mukaan ensinnäkin siitä, että johdon osakeomistus voi huonontaa osakkeenomistajien mahdollisuuksia vaihtaa johto yrityksessä. Toisaalta omistaessaan osakkeita johto voi myös omata tarpeettoman hyvät mahdollisuudet estää yritysvaltauksen toteutumisen ja sitä kautta turvata omaa asemaansa. Molemmat edellä esitetyt seikat perustuvat siihen periaatteelliseen oletamaan, että mitä helpompi osakkeenomistajien on vaihtaa yhtiön johto, sitä tehokkaammin CG toimii, ainakin johto vs. omistaja- ongelman ratkaisijana. Toisin sanoen johtajien erotetuksi tulemisen pelkoa voidaan pitää osakeyhtiöjärjestelmään sisäänrakennettuna motivaatiotekijänä¹⁰⁶.

4.4 Vähemmistöosakkaat vs. enemmistöosakkaat

4.4.1 Osakkeenomistajien kontrolliasema sääntelyn valossa

Jos osakeyhtiön sisällä syntyy jossakin tilanteessa tai on koko ajan olemassa osasta osakkeenomistajia koostuva koalitio, joka enemmistöllä kontrollivallasta dominoi yhtiön päätöksentekoa, saattaa kyseisen enemmistön ja jäljelle jääneen vähemmistön välille muodostua vahvoja intressiristiriitatilanteita¹⁰⁷. Myös osakkeenomistajien välillä on kysymys päämies-agentti- suhteesta, koska vähemmistöryhmä (päämies) joutuu luovuttamaan ainakin osan kontrollivallastansa enemmistöryhmälle (agentti), mutta odottaa enemmistöryhmän tekemien päätösten vastaavan myös omia intressejään. Tilanteissa, joissa enemmistöryhmän intressit eivät vastaa vähemmistöryhmän intressejä, syntyy tarve säännellä myös osakkeenomistajien välisestä suhteesta.

Osakeyhtiölain keskeisiin periaatteisiin lukeutuu kaksi periaatetta, joiden katsotaan yleisellä tasolla kontrolloivan osakkeenomistajien välistä

¹⁰⁶ Timonen 2000, s. 50-53

¹⁰⁷ Cheffins 1997, s. 64-65

päämies-agentti- suhdetta. Ne ovat *enemmistöperiaate* ja *yhdenvertaisuusperiaate*.¹⁰⁸ Kyseiset lainkohdat kuuluvat seuraavasti:

OYL 1 luku 6 § Enemmistöperiaate

”Osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa. Päätökset tehdään annettujen äänten enemmistöllä, jollei tässä laissa säädetä tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.”

OYL 1 luku 7 § Yhdenvertaisuusperiaate

”Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.”

Enemmistöperiaatetta koskevan lainkohdan merkitys on lähinnä informatiivinen¹⁰⁹ ja osakkeenomistajien päätösvalan käyttämisestä säännellään tarkemmin OYL:n luvussa 5. Sen sijaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta koskevan lainkohdan merkitys on huomattava. Yhdenvertaisuusperiaatteen tärkein tehtävä on suojata vähemmistöosakkeenomistajia estämättä kuitenkaan päätöksenteon suorittamista enemmistöperiaatteella. Tarkoituksena on nimenomaan vain vähemmistön suojaaminen enemmistön opportunistiselta käyttäytymiseltä vähemmistön kustannuksella.¹¹⁰

Kuten osakeyhtiölain esitöissä mainitaan, ns. periaatteen muotoon kirjoitetulla säännöksellä on suuri merkitys, koska sekä osakeyhtiöiden monimuotoisuus, että yhteiskunnan monimutkaistuminen estävät yhdenvertaisuuden takaavan tarkan normituksen.¹¹¹ Yleisesti ottaen turva, jonka vähemmistöosakas saa osakseen, piilee siinä, että hänen tulee voida luottaa osakkeen suomiin oikeuksiin huolimatta siitä, ovatko ne

¹⁰⁸ Mähönen & Villa 2006a, s. 96

¹⁰⁹ HE 109/2005, s. 39

¹¹⁰ HE 109/2005, s. 39

¹¹¹ HE 109/2005, s. 39

lähtökohtaiset oletusoikeudet vai yhtiöjärjestyksessä määritellyt oikeudet.¹¹²

Käytännön tasolla tyypillisimmät konfliktitilanteet, joissa vähemmistöosakas on suojan tarpeessa, liittyvät yhtiön varojenjakoon.¹¹³ Dominoiva enemmistöosakas voi esim. pyrkiä kontrolloimaan osingonjakoa vähemmistöosakkaan tappioksi¹¹⁴. Yksiselitteisen takeen ainakin vähemmistöosingosta antaa OYL 13:7:n säännös, jonka mukaan osakkeenomistajat, joilla on 1/10 kaikista osakkeista voivat vaatia osinkona jaettavaksi puolet tilikauden voiton lopullisesta jakokelpoisesta osasta, mikäli tämä määrä ei ylitä 8 %:n osuutta koko omasta pääomasta.

Ongelmalliseksi tilanteen tekee se, että enemmistöosakkaalla saattaa olla mahdollisuus ohjalla yhtiön varojenjakokykyä hallitessaan tuotannontekijöitä. Tällöin punnittavaksi tulevat yhtiön toiminnan tarkoitusta (OYL 1:5), enemmistöperiaatetta (OYL 1:6) ja yhdenvertaisuusperiaatetta (OYL 1:7) koskevat lainkohdat. Koska vaatimus voitontuottamistarkoituksen täyttymisestä voi toteutua myös osakkeen arvonnousun muodossa ilman osingonjakoa, eivät vähemmistöosakkaat voi vaatia voitontuottamistarkoituksen nojalla maksimaalista osinkoa.¹¹⁵

Varojenjakoa yhtiöstä enemmistöosakkaiden eduksi voi tapahtua osingonjaon lisäksi myös rahalainojen tai muiden vastaavien sitoumuksien muodossa. Tällaisista lähipiirille suunnatuista sitoumuksista yhtiön on raportoitava toimintakertomuksessaan, mikäli niiden yhteismäärä ylittää 20 000 euroa tai 5 % taseen omasta pääomasta (OYL 8:6). Kyseinen lainkohta ei itsessään estä enemmistöosakkailta kyseisiä toimia, mutta raportointivelvollisuus auttaa päämies-agentti- suhteelle tyypilliseen epäsymmetrisen informaation ongelmaan. Tieto lähipiirille suunnatuista

¹¹² HE 109/2005, s. 39

¹¹³ Cheffins 1997, s. 65 ja HE 109/2005, s. 39

¹¹⁴ Mähönen & Villa 2006a, s. 98

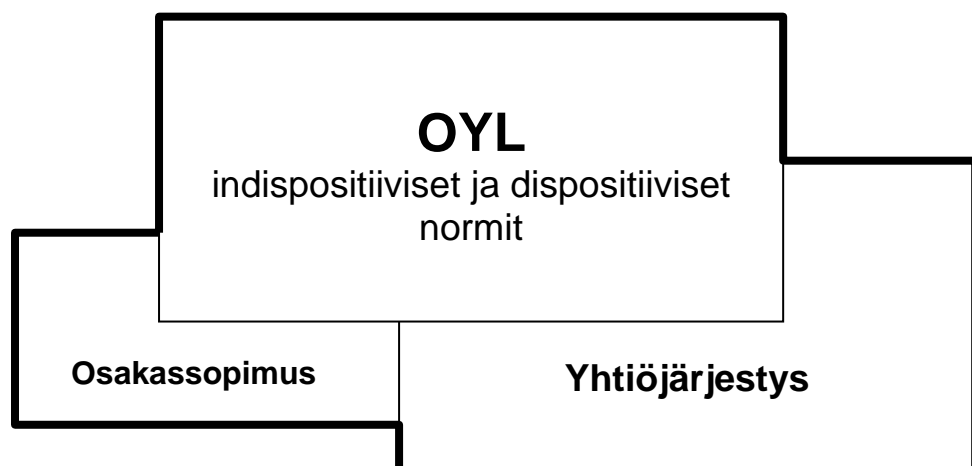
¹¹⁵ Mähönen & Villa 2006a, s. 98

lainoista antaa vähemmistöosakkaalle mahdollisuuden reagoida tilanteeseen hyvissä ajoin niin halutessaan esim. vaatimalla erityistä tarkastusta tehtäväksi yhtiössä (OYL 7:7).

4.4.2 Sopimustoiminta osakkeenomistajien välillä

Kaiken kaikkiaan vähemmistö- ja enemmistöosakkaiden välisessä suhteessa on huomioitava, että osapuolien lopullinen asema muotoutuu vahvasti sopimusperusteisen toiminnan kautta. Ilmeisimpänä sopimusinstrumenttina, joka osakkeenomistajien suhdetta määrittelee, voidaan pitää *yhtiöjärjestystä*.¹¹⁶ Yhtiöjärjestys tosin sitoo määräyksillään osakeyhtiön kaikkia hallinto-orgaaneja toisin kuin osakkaiden välinen *osakassopimus*, mutta jo yhtiöjärjestyksen pakollinen olemassaolo (OYL 2:2-3) korostaa sen ohjaavaa vaikutusta. Seuraava kuvio esittää kokonaisuutta, josta osakkeenomistajien lopullinen keskinäinen suhde muodostuu.

Kuvio 2.



¹¹⁶ Cheffins 1997, s. 6

Vaikka yhtiöjärjestystä kuvataan edellä mainitulla tavalla usein osakkeenomistajien välisenä sopimuksena, Helminen¹¹⁷ katsoo, että termit säännöstö ja normisto ovat asianmukaisempia kuvaamaan yhtiöjärjestystä normaalin juridisen kielenkäytön mukaan.

Osakkaiden kannalta osakassopimuksen ja yhtiöjärjestyksen päämäärät ovat paljolti samoja ja molempien taustalaki on osakeyhtiölaki¹¹⁸, mutta instrumentteina ne eroavat toisistaan huomattavasti. Helminen¹¹⁹ mukaan tärkeimpiä eroja ovat seuraavat seikat. Osakassopimus on vapaehtoinen ja yhtiöjärjestys osin laissa säädetty pakollinen normisto. Yhtiöjärjestys on aina kirjallinen toisin kuin osakassopimus, joka voi syntyä suullisesti tai pelkän konkludenttisen toiminnan seurauksena. Yhtiöjärjestys sitoo kaikkia osakkeenomistajia ja osakassopimus vain sen osapuoliksi liittyneitä osakkeenomistajia. Yhtiöjärjestykseen liittyy viranomaiskontrolli toisin kuin osakassopimukseen. Osakassopimuksia tulkitaan lähtökohtaisesti kuten sopimuksia yleensä, kun taas yhtiöjärjestykseen ei kaikilta osin sovelleta sopimusoikeudellisia periaatteita.

Helminen¹²⁰ katsoo osakassopimuksella olevan kaksi huomionarvoista etua yhtiöjärjestykseen verrattuna. Ensinnäkin se on sopimusvapauden laajuuden vuoksi joustavampi sopimusväline eikä sen voimaantuloa tai muuttamista tarvitse hyväksyttää yhtiökokouksessa. Toiseksi osakassopimus ei lähtökohtaisesti ole julkinen asiakirja. Yhtiöjärjestyksen hyvinä puolina osakassopimukseen verrattuna voidaan pitää sen sitovuutta osakeyhtiöoikeudellisella tasolla ja toisaalta sitä, että osakassopimus sitoo vain sopimusosapuolia eikä automaattisesti kaikkia osakkeenomistajia¹²¹.

¹¹⁷ Helminen 2006, s.2

¹¹⁸ Helminen 2006, s. 97

¹¹⁹ Helminen 2006, s. 97-98

¹²⁰ Helminen 2006, s. 99

¹²¹ Helminen 2006, s. 99-101

4.5 Määräysvallan käyttö yhtiökokouksessa

4.5.1 Yleistä

Osakkeenomistajien määräysvallan käyttö tapahtuu yhtiökokouksessa (OYL 5:1.1). Osakkeenomistaja voi tietyissä tapauksissa (varsinkin yksityisissä yhtiöissä) olla samaan aikaan myös hallituksen jäsen tai toimitusjohtaja ja käyttää määräysvaltaa myös muilla foorumeilla, mutta juuri osakkeenomistajan ominaisuudessa ei lähtökohtaisesti voi asioista päättää muualla kuin yhtiökokouksessa.

Yhtiökokoukselle voidaan myös delegoida toimitusjohtajan ja/tai hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvia tehtäviä yhtiöjärjestyksen määräyksellä (OYL 6:7.1-2). Yhtiökokous voidaan pitää kahden tyyppisistä lähtökohdista. *Varsinainen* yhtiökokous pidetään vuosittain enintään 6 kk kuluessa tilikauden päättymisestä ja *ylimääräinen* yhtiökokous voidaan OYL 5:3:n mukaan määrätä pidettäväksi, jos

- 1) *yhtiöjärjestyksessä niin määrätään;*
- 2) *hallitus katsoo siihen olevan aihetta;*
- 3) *osakkeenomistaja tai tilintarkastaja vaatii sitä 4 §:n mukaisesti; taikka*
- 4) *hallintoneuvosto katsoo siihen olevan aihetta ja sillä on yhtiöjärjestyksen mukaan oikeus päättää ylimääräisen yhtiökokouksen pitämisestä.*

4.5.2 Yhtiökokouksen tehtävät

Ominaista yhtiökokouksen vallankäytölle verrattuna hallituksen ja toimitusjohtajan yleistoimivaltaan on se, että yhtiökokouksessa päätettävät asiat on määritelty joko osakeyhtiölaissa, tai yhtiöjärjestyksessä. Muutoin asia kuuluu hallituksen tai toimitusjohtajan yleistoimivaltaan¹²². Varsinaisen yhtiökokouksen tehtävänä on päättää OYL 5:3:n mukaan:

1) tilinpäätöksen vahvistamisesta, mikä emoyhtiössä käsittää myös konsernitilinpäätöksen vahvistamisen;

2) taseen osoittaman voiton käyttämisestä;

3) vastuuvapaudesta hallituksen jäsenille, hallintoneuvoston jäsenille ja toimitusjohtajalle;

4) hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten ja tilintarkastajan valinnasta, jollei tässä laissa säädetä tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin näiden toimikaudesta tai valinnasta; sekä

5) muista yhtiöjärjestyksen mukaan varsinaisessa yhtiökokouksessa käsiteltävistä asioista.

Ylimääräisessä yhtiökokouksessa päätettävistä asioista ei osakeyhtiölaissa ole määräystä, mutta yhtiöjärjestykseen voidaan kirjata esimerkiksi määräys ylimääräisen yhtiökokouksen pitämisestä tiettyinä ajanhetkenä liittyen pääoman jakamiseen osakkeenomistajille tai määräys voi velvoittaa hallituksen kutsumaan ylimääräisen yhtiökokouksen viivytyksettä koolle aina yhtiökokoukselle delegoidun, yleistoimivaltaan liittyvän asian tullessa ajankohtaiseksi.¹²³

¹²² Mähönen & Villa 2006c, s. 54

¹²³ Mähönen & Villa 2006c, s. 72

4.5.3 Enemmistö ja määräenemmistö yhtiökokouksessa

Yhtiökokouksessa äänestyksellä tehtävät päätökset vaativat tuekseen joko yksinkertaisen enemmistön, jonka saavuttamiseen tarvitaan yli puolet annetuista äänistä (OYL 5:26.1), tai sitten päätettävää asiaa koskee määräenemmistövaatimus, jonka mukaan päätös voi syntyä yli 2/3 enemmistöllä (OYL 5:27.1). Määräenemmistövaatimus eroaa tavallisesta enemmistövaatimuksesta myös siinä, että määräenemmistö on saavutettava sekä annettujen äänien, että kokouksessa läsnä olevien osakkeiden suhteen (OYL 5:27.1). Toisin sanoen myös äänioikeudeltaan rajoitetut osakkeet vaikuttavat tällöin äänestystulokseen.

Määräenemmistöllä tehtäviä päätöksiä OYL 5:27.2:n mukaan ovat, jollei muualla laissa säädetä tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin:

- 1) *yhtiöjärjestyksen muuttaminen;*
- 2) *suunnattu osakeanti;*
- 3) *optio-oikeuksien ja muiden osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien antaminen;*
- 4) *omien osakkeiden hankkiminen ja lunastaminen julkisessa osakeyhtiössä;*
- 5) *suunnattu omien osakkeiden hankkiminen;*
- 6) *sulautuminen;*
- 7) *jakautuminen; sekä*
- 8) *yhtiön asettaminen selvitystilaan ja selvitystilan lopettaminen.*

Osakeyhtiölain mukaiset äänimäärävaatimukset ovat sitovia eikä niitä voi lieventää yhtiöjärjestyksen määräykselläkään (OYL 5:26.2 ja 5:27.4). Enemmistövaatimusten kiristämistä yhtiöjärjestyksen määräyksellä ei

kuitenkaan ole kielletty. Osakeyhtiölakiin on jo itseensä sisällytetty määräykset ankarammista määräenemmistövaatimuksista tapauksissa, joissa osakeyhtiöllä on erilaisia osakkeita.

Ensinnäkin määräenemmistö on saavutettava *osakelajeittain*, jos päätös koskee sulautuvan yhtiön sulautumista, jakautuvan yhtiön jakautumista, yhtiön asettamista selvitystilaan, selvitystilan lopettamista tai julkisessa osakeyhtiössä suunnattua omien osakkeiden hankkimista (OYL 5:27.3). Toiseksi päätös yhtiöjärjestyksen muuttamisesta siten, että osakelajeja yhdistetään tai koko osakelajin oikeudet muuten vähenevät, on tehtävä osakelajikohtaisella määräenemmistöllä (OYL 5:28).

Määräenemmistövaatimusta voidaan tehostaa lisäksi suostumusvaatimuksella, joka voi olla osakekohtainen tai osakelajikohtainen. Osakelajikohtainen enemmistön suostumus vaaditaan lakisääteisenä juuri edellä mainittuun yhtiöjärjestyksen muutokseen koskien osakelajikohtaisia oikeuksien muutoksia (OYL 5:28).

Osakkeenomistajan suostumuksen vaativat päätökset yhtiöjärjestyksen muuttamisesta on lueteltu OYL:n kohdassa 5:29. Suostumus vaaditaan, jos päätös koskee:

- 1) hänen oikeuttaan yhtiön voittoon tai netto-omaisuuteen vähennetään 13 luvun 9 §:ssä tarkoitetulla yhtiöjärjestyksen määräyksellä*
- 2) hänen maksuvelvollisuuttaan yhtiötä kohtaan lisätään*
- 3) oikeutta hänen osakkeensa hankkimiseen rajoitetaan ottamalla yhtiöjärjestykseen 3 luvun 7 §:ssä tarkoitettu lunastuslauseke tai 3 luvun 8 §:ssä tarkoitettu suostumuslauseke*
- 4) hänen osakkeeseensa perustuvaa etuoikeutta osakkeisiin rajoitetaan 9 luvun 3 §:n 3 momentissa tarkoitetulla tavalla*

5) oikeutta vähemmistöosinkoon rajoitetaan 13 luvun 7 §:ssä tarkoitetulla tavalla

6) hänen osakkeeseensa liitetään 15 luvun 10 §:ssä tarkoitettu lunastusehto

7) yhtiön oikeutta vahingonkorvaukseen rajoitetaan 22 luvun 9 §:ssä tarkoitetulla tavalla; taikka

8) samanlajisten osakkeiden tuottamien oikeuksien keskinäistä suhdetta muutetaan ja muutos koskee hänen osakkeitaan.

Osakkeenomistajalta on saatava suostumus myös, kun osakkeita lunastetaan 15 luvun 6 §:ssä tarkoitetulla tavalla suunnatusti tai kun päätetään yritysmuodon muuttamisesta 19 luvun 5 §:ssä tarkoitetulla tavalla.

Osakkeenomistajan suostumusvaatimuksella on suora yhteys yhdenvertaisuusperiaatteeseen ja tämä on jopa kirjoitettu auki suostumusvaatimusluettelon loppuun (OYL 5:29.3):

”Yhtiökokous ei saa tehdä 1 luvun 7 §:ssä tarkoitetun yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä ilman sen osakkeenomistajan suostumusta, jonka kustannuksella epäoikeutettua etua annetaan”

Toisaalta, kuten Mähönen ja Villa¹²⁴ huomauttavat, suostumusvaatimuksesta säättäminen asiakohtaisesti on tarpeen, koska monissa tapauksissa pelkkään yhdenvertaisuusperiaatteeseen nojaaminen ratkaisutilanteessa olisi hankalaa.

¹²⁴ Mähönen & Villa 2006c, s. 127

4.5.4 Mahdollisuus käyttää määräysvaltaa yhtiökokouksessa

Koska osakkeen tuoma kontrollioikeus kulminoituu äänioikeuden käyttöön yhtiökokouksessa, on tärkeä osa osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun kannalta taata kaikille asianmukainen mahdollisuus osallistua päätöksentekoon yhtiökokouksessa. Etenkin kansainvälisesti hajautunut omistus luo haasteita osakkeenomistajien tasavertaiselle kohtelulle. Euroopan talousalueen osalta asiaan ollaan kiinnittämässä erityishuomiota *direktiivillä tiettyjen osakkeenomistajien oikeuksien käytöstä julkisesti noteeratussa yhtiössä* (Dir/2007/36/EC). Direktiivin sisältö tulee implementoida kansalliseen lainsäädäntöön 3.8.2009¹²⁵ mennessä.

Säädöksen tarkoituksena on nimenomaan parantaa esteettömän äänestyskäytännön toteutumismahdollisuuksia yhtiökokouksissa. Yleisesti ottaen äänestyksen tekeminen mahdolliseksi kaikille osakkeenomistajille on hyvän CG- järjestelmän kannalta oleellista, koska näin toteutuu osakkeenomistajien ylin vallankäyttö yhtiössä ja lisäksi osakkeenomistaja on osakkeen hinnassa joutunut maksamaan siitä, että hän voi valtaa käyttää.

Käytännön toimet, joihin direktiivillä aiotaan vaikuttaa, liittyvät ensinnäkin siihen, että yhtiökokouksen aikana osakkeenomistajan sijainti muualla kuin yhtiökokouspaikkakunnalla (joko asumisen vuoksi tai väliaikaisen esteellisyyden takia), eivät ole este suunnitelmalliselle omistajatoiminnalle. Toiseksi osakkeenomistajien mahdollisuuksia esittää kysymyksiä ja saattaa asioita yhtiökokouksen käsiteltäviksi pyritään tehostamaan parantamalla informaation saatavuutta ja poistamalla rajoituksia aloitteiden tieltä. Kolmanneksi äänestystoimintaa pyritään tehostamaan poistamalla äänestyksessä asiamiehen käyttöön liittyviä esteitä.¹²⁶

¹²⁵ ks. direktiivin 2007/36/EC artikla 15.

¹²⁶ ks. osakkeenomistajien oikeudet -direktiivin johdanto-osa.

Suurimmalta osin ”osakkeenomistajien oikeudet- direktiivin” määräykset sisältyvät jo Suomen lainsäädäntöön. Esimerkiksi direktiivin artikla 6:n määräys siitä, että osakkeenomistajalta ei voi vaatia yli 5 % omistusosuutta saadakseen haluamansa asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi, ei aiheuta muutoksia OYL:iin. OYL 5.5 antaa jo jokaiselle osakkeenomistajalle osuudesta riippumatta tällaisen mahdollisuuden. Tässä kohdin ei ole tarkoituksenmukaista käydä yksityiskohtaisesti läpi kaikkia direktiivin vaatimia muutoksia Suomen lainsäädännössä, mutta sen sijaan on hyvä selvittää periaatteita, joiden mukaan lainmuutokset tultaneen toteuttamaan.

Oikeusministeriön arviomuistiossa¹²⁷ todetaan, että ainoastaan direktiivin soveltamisalaan kuuluvia yhtiöitä velvoittavat määräykset, kuten yhtiökokouksen järjestämiseen liittyvät tekniset informaatiovelvoitteet sisällytetään arvopaperimarkkinalakiin. Osakeyhtiölakiin taas sisällytettäisiin vain sellaisia periaatteellisia määräyksiä, joita voitaisiin soveltaa kaikkiin osakeyhtiöihin¹²⁸.

Perusteena oikeusministeriön kannalle sijoittaa lainmuutokset on se, että joustavaa ja osakkeenomistajalle keskeisen oikeussuojan tarjoavaa osakeyhtiölakia ei kannata rasittaa yksityiskohtaisilla säännöksillä esim. informaation esittämistavoista. Seurauksena olisi turhaa päänvaivaa osakkeenomistajille liittyen yhtiökokouksen päätösten mahdolliseen pätemättömyyteen muotovirheiden seurauksena, vaikka osakkeenomistajien moiteoikeus ei todellisuudessa laajenisikaan.¹²⁹

¹²⁷ OM 26/41/2007

¹²⁸ OM 26/41/2007, s.8

¹²⁹ OM 26/41/2007, s.3, 9. Huom! Vertaa VM:n hieman poikkeava kanta määräysten implementoinnista.

4.6 Osakeyhtiön julkisuuden merkitys CG- kehityksessä

Osakeyhtiön hallintoon liittyvät päämies-agentti- ongelmat ja niihin liittyvä sääntely liittyvät vahvasti lähinnä julkisiin ja listattuihin osakeyhtiöihin¹³⁰. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että yhtiön omistus on yleensä hyvin hajallaan ja tulee yhtiön ulkopuolelta. Näin ollen osakkeenomistajien asemat etenkin informaation suhteen voivat vaihdella huomattavasti ja tästä syystä yksittäisen sijoittajan suojaan on kiinnitettävä erityistä huomiota. Toiseksi yksityisille osakeyhtiöille tyypillisemmät ”omistajayrittäjät”, jotka ovat samalla sekä yrityksen enemmistöomistajia, että operatiivisia johtajia, ovat harvinaisia julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä. Informaatiovajeen aiheuttamia agentuurikustannuksia ei juuri synny, jos omistajakunta ja yritysjohto istuvat samassa työhuoneessa.

Huolimatta siitä, että CG- keskustelu on suuntautunut noteerattujen osakeyhtiöiden toimintaan, on CG:een kiinnitetty huomiota myös yksityisissä osakeyhtiöissä. KKK:n teettämän raportin¹³¹ mukaan vain pienyrityksille (työntekijämäärin mitattuna 1-50 työntekijää), joissa omistajuus ja johto ovat yksissä käsissä, on tarpeetonta laatia CG-ohjeistusta (ohjeistuksen kappale 3.2.1). Sen sijaan sekä pienissä, että suurissa yrityksissä, joissa on valtaa pitävä enemmistöomistaja ja sen lisäksi pienomistajia ja/tai ulkopuolisia hallitusjäseniä, olisi osapuolien riittävää informaation saantia hyvä tukea CG-ohjeistuksilla (3.2.2). Luonnollisesti raportti kehottaa käyttämään ohjeistusta saman informaatioepäsymmetrian lieventämiseen myös suurissa yrityksissä, joko toimintansa tai omistuspohjan laajuuden mukaan mitattuna (3.2.3).

¹³⁰ OYL 1:1.1:n mukaan osakeyhtiö voi olla *yksityinen* tai *julkinen*. Vain julkisen osakeyhtiön voivat olla AML 1:3:n tarkoittaman julkisen kaupankäynnin kohteena (OYL 1:1.2).

¹³¹ Listaamattomien yritysten Corporate Governance- työryhmän raportti (2005)

4.7 Arvopaperimarkkinat ja sääntelyn tarve

Jotta osakeyhtiön johdon ja enemmistöomistajien opportunistiset toimet eivät vahingoittaisi velkojia tai vähemmistöomistajia, tarvitaan toimiva yhtiölaki. Yhtiölain tehtävänä on näin osaltaan alentaa agentuurikustannuksia.¹³² Osakeyhtiön toimiessa avoimella markkina-alueella tarvitaan kuitenkin toimivan yhtiölain lisäksi myös tehokas arvopaperimarkkinasääntely. Toimivan markkinaympäristön voi lyhyesti luonnehtia syntyvän yhtiöoikeutta täydentävästä markkinasääntelystä ja markkinasääntelyä täydentävästä yhtiöoikeudesta.¹³³

Kuten Mähönen ja Villa¹³⁴ toteavat, AML ja muu erityissääntely ei ole ainoa tärkeä markkinasääntelyn lähde. Olennainen rooli on myös yksityisillä ja julkisilla instituutioilla, kuten arvopaperimarkkinapaikoilla ja -rekistereillä, arvopaperimarkkinavalvontaviranomaisilla, asiantuntevilla tuomioistuimilla, markkinaitsesääntelyllä ja tehokkailla tiedonsiirtojärjestelmillä. Esimerkkeinä markkinoiden itsesääntelystä voidaan mainita ainakin seuraavat normistot:

- RATA on laatinut määräyskokoelman¹³⁵, joka sisältää sekä velvoittavia, että suositusluonteisia standardeja. Määräyskokoelma koostuu kuudesta pääjaksosta, jotka käsittelevät 1) CG:a ja liiketoimintaa, 2) Menettelytapoja, 3) Tilinpäätöstä ja toimintakertomusta, 4) vakavaraisuutta ja riskienhallintaa, 5) Tietojen julkistamista ja 6) Raportointia.
- Helsingin pörssiä isännöivä OMX Group on laatinut mm. säännöt pörssin toimijoille ja kurinpitokomitealle. Lisäksi OMX Group on valmistellut omat CG-suositukset yhteistyössä muiden markkinaosapuolien kanssa.¹³⁶

¹³² Mähönen & Villa 2006a, s. 306-307

¹³³ Mähönen & Villa 2006a, s. 306-307

¹³⁴ Mähönen & Villa 2006a, s. 307

¹³⁵ RATA:n määräyskokoelma.

¹³⁶ OMX Pohjoismainen Pörssi. Helsingin Säännöt.

- Arvopaperimarkkinoiden toimintaan liittyvistä suosituksista olennaisia ovat KKK:n CG-suositukset listayhtiöille ja APL:n ratkaisusuositukset¹³⁷, joiden tehtävänä on antaa ohjausapua ja etsiä ratkaisuja asioissa, jotka koskevat arvopaperimarkkinalainsäädäntöä ja siihen liittyviä viranomaismääräyksiä.

Mitä sellaista sitten liittyy yleisesti arvopaperimarkkinoiden toimintaan, joita varten erityistä sääntelyä tarvitaan? Tutkimusteeman kannalta on järkevä ensi valjastaa arvopaperi-termi erittäin rajoitetusti¹³⁸ tarkoittamaan vain osuutta julkisesti noteeratusta osakeyhtiöstä. Koska informaatioepäsymmetrialla on perustava rooli päämies-agentti- suhteisiin liittyvissä ongelmissa, kannattaa myös arvopaperikauppaa lähestyä informaatio-näkökulmasta. Arvopaperin kulloisenkin hinnan voi yksinkertaisesti sanoa muodostuvan analyyseistä, jotka tehdään saatavissa olevan informaation avulla. Näin ollen arvopaperimarkkinoilla käydään periaatteessa kauppaa informaatiolla ja siihen perustuvilla tuotto-odotuksilla¹³⁹.

Arvopaperikaupan informaatioepätasapainon sääntely sisältää oman erityispiirteensä. *Annola*¹⁴⁰ mainitsee tällaisena sen, että transaktion kohde, sisältö ja toteuttamistavat ovat hyvin vakioituneita ja käytännössä ainoa muuttuja yksittäisen arvopaperin kaupassa on hinta. Jos ohitetaan se tosiseikka, että sijoittajat saattavat hankkia arvopapereita hyvin erityyppisin tarkoituksin, niin arvopaperikaupassa kaikki informaatio on yhtä arvokasta monille tahoille.¹⁴¹

Edelliseen nojaten, ei olisi kovin kaukaa haettua todeta, että arvopaperimarkkinasääntelyn tärkein tehtävä on tasoittaa

¹³⁷ APL:n ratkaisusuositukset.

¹³⁸ Ks. *Annola* 2005, s. 48. Arvopaperikauppa ei ole sopimustyyppinä yhtenäinen (vrt. asunto-osakekauppa, johdannaisopimus, velkakirjakauppa, ym...), eikä sitä kannata yhtenä kokonaisuutena tarkastellakaan.

¹³⁹ *Annola* 2005, s. 25

¹⁴⁰ *Annola* 2005, s. 30

¹⁴¹ *Annola* 2005, s. 30-31

informaatioepäsymmetriaa. Toisin sanoen ensin on taattava riittävän informaation kulku markkinoille sekä yksittäiselle sijoittajalle ja sen jälkeen luotava rajat sille, miten informaatiota on lupa käyttää hyväkseen markkinaosapuolena. Tiivistetysti ilmaistuna ensimmäisestä tehtävästä huolehtivat erilaiset transparenssi- ja raportointivelvollisuudet sekä arvopaperivälitystoiminnan erityislait¹⁴² ja toisesta ennen kaikkea sisäpiirisääntely.

¹⁴²Arvopaperivälitystoiminnan erityislaeiksi voidaan lukea ainakin laki sijoituspalveluyrityksistä (922/2007), laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termeineillä (772/1988), sijoitusrahastolaki (48/1999) ja kiinteistörahastolaki (1173/1997)

5 OMISTUSRAKENNE JA AGENTUURIKUSTANNUKSET

5.1 Yleistä

Siinä kun taloustiedettä kiinnostaa yrityksen omistusrakenteen merkityksen liiketoimintakykyyn, oikeustieteen on löydettävä säännöt ja rajat yhtiön organisoitumiselle niin, että minkään etutahon oikeuksia ei poljeta toisen tahon taloudellisen hyödyn edessä. Oli näkökulma sitten lainsäädännöllinen tai liikeloudellinen, niin ongelman lähteenä voidaan pitää agentuurikustannuksia, joita määräysvallan ja pääomarikin jaossa syntyy.

Keskustelu sijoitetun pääoman suhteesta määräysvaltaan yrityksessä sisältää monia tahoja, kuten yksi osake- yksi ääni- periaate ja kysymykset muista äänestysrajoituksista. Osake- instrumenttiin liittyvät rajoitukset erilaisuudet eivät ole ainoa määräysvallan strukturoinnin väline, vaan ainoastaan yksi helposti todettavissa oleva tapa keskittää valta yhtiössä. Osakeyhtiön määräysvalta on mahdollista suunnata tietyille taholle myös oikeanlaisella omistusrakenteella. Jos määräysvalta keskittyy pääomasijoitukseen suhteutettuna vähemmistötaholle, puhutaan CMS-rakenteesta (*Controlling Minority Shareholder- structure*)¹⁴³.

Toisenlainen problematiikka taas liittyy omistusrakennetta ajatellen ”persoonaltaan” hyvin erilaisiin omistajatahoihin. Esimerkkeinä tällaisista erityislaatuista osakkeenomistajista voidaan mainita sijoitus- ja eläkerahastot ja valtio.

Kun puhutaan kontrolloivasta omistajasta, ei ole itsestään selvää kuinka suuri osuus äänivallasta tarvitaan moiseen asemaan. Osakeyhtiölain puitteissa voisi mittarina käyttää esimerkiksi enemmistön (50 %) tai

¹⁴³ esim. Cronqvist & Nilsson (2003) ja Bebchuk et al. (1999) käyttävät termiä CMS-structure.

määräenemmistön (67 %) asemaan oikeuttavaa äänimäärää. Tai miksei toisaalta eräänlaisena kontrollin välineenä myös ”määrävähemmistön” (33 %) ja (10 %) rajapyykkejä. *Cronqvist* ja *Nilsson*¹⁴⁴ käyttävät 25 % äänivallasta rajana sille, että omistajalla on dominoiva vaikutus yhtiön päätöksentekoon ja näin ollen kontrolloiva asema. *La Porta et al.*¹⁴⁵ taas käyttävät kontrolloivan omistajan rajana 20 % äänimäärästä. Luonnollisesti on selvää, että todellinen kontrolliasema määräytyy aina yrityskohtaisesti omistusrakenteen hajanaisuudesta riippuen. Lisäksi reaalisesti äänivaltaan vaikuttaa loppujen lopuksi myös osakkeenomistajien äänestysaktiivisuus yhtiökokouksessa.

5.2 Määräysvallan keskittäminen CMS- omistusrakenteilla

5.2.1 Pyramidimalli

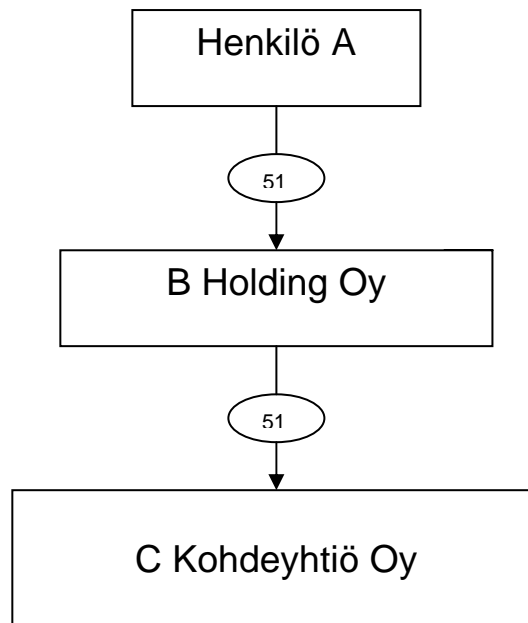
Yksinkertainen tapa hallita kohdeyrityksen päätöksentekoa ilman suoraa enemmistöosuutta sen osakepääomasta on kahdesta tai useammasta yhtiöstä koostuva *pyramidirakenne*. Pyramidirakenteessa kohdeyhtiön määräysvaltaa pitää hallussaan holdingyhtiö, jonka määrävällä osakkeenomistajalla on sitä kautta kontrolloiva asema kohdeyhtiössä¹⁴⁶. Kuvio 3 selventää ajatuksen pyramidirakenteesta, jossa A kontrolloi kohdeyhtiö C:n toimintaa omistamalla suoraan vain yksinkertaisen enemmistön yhtiö B:stä.

¹⁴⁴ Cronqvist & Nilsson 2003, s. 704

¹⁴⁵ La Porta et al 1998, s. 10

¹⁴⁶ Bebchuk et al. 1999, s. 4

Kuvio 3.



Pyramidirakenteen hyöty määräysvaltaa hakevan tahon kannalta perustuu siihen, että se erottaa tehokkaasti kontrollioikeudet residuaaliriskiä kantavista oikeuksista yrityksen voitonjakoon. Jos oletetaan, että kohdeyhtiö noudattaa osake ja ääni-periaatetta, niin kuvion 3 omistussuhteilla henkilö A:lla on määräysvalta kohdeyhtiössä 51 %:lla äänioikeudesta, mutta vain 13 % voitonjako-oikeuksista. Edellinen perustuu laskutoimitukseen:

Kaava 1.¹⁴⁷

$$\alpha = (s)^n \rightarrow \alpha = (0,51)^3 \rightarrow \alpha \approx 0,13$$

jossa α = osuus voitonjako-oikeuksista, s = määräysvaltaan oikeuttava omistusosuus (tässä tapauksessa 51 %) ja n = yhtiöiden lukumäärä pyramidissa.

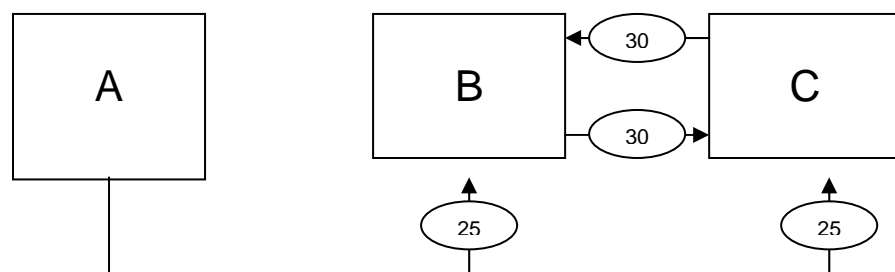
¹⁴⁷ Bebchuk et al. 1999, s. 5

Samalla kaavalla laskien, yksi porras lisää osakepyramidiin (51 %:n omistuksella) toisi äänivallan portaan alapäässä jo alle 7 %:n osuudella voitonjako-oikeuksista. Lisäämällä yhtiöitä pyramidissa voidaan helposti vähentää osuutta kohdeyhtiön voitonjako-oikeuksista haluttuun määrään säilyttäen silti kontrolliasema.

5.2.2 Ristiinomistus

Vertikaalisen pyramidirakenteen lisäksi määräävä asema kohdeyhtiöissä ilman vastaavaa osuutta voitonjako-oikeuksista on saavutettavissa horisontaalisilla ristiinomistusrakenteilla. Ristiinomistus eroaa pyramidirakenteista siinä, että kontrollioikeus saattaa olla jakautunut useammalle kontrolloivalle taholle.¹⁴⁸ Kuvio 4 ja laskutoimitus annetulla kaavalla (kaava 2)¹⁴⁹ selventää ristiinomistuksen vaikutusta tilanteessa, jossa kontrolloiva taho A omistaa saman (vähemmistö)osuuden kohdeyhtiöistä B ja C. Lisäksi yhtiöt B ja C omistavat toisistaan identtisen (vähemmistö)osuuden.

Kuvio 4.



¹⁴⁸ Bebchuk et al. 1999, s. 6

¹⁴⁹ Bebchuk et al. 1999, s. 6

Esimerkkitilanteen omistusosuuksilla saadaan aikaan seuraava laskutoimitus:

Kaava 2.

$$\alpha = \left(\frac{s}{1-h} \right) \rightarrow \alpha = \left(\frac{0,25}{1-0,30} \right) \rightarrow \alpha \approx 0,36$$

jossa $\alpha = A$:n osuus kohdeyhtiöiden voitonjako-oikeuksista, mikäli se omistaa 25 % osuuden (s) kummastakin kohdeyhtiöstä ja kohdeyhtiöt B ja C omistavat toisistaan 30 % (h).

Jos verrataan määräysvallan keskittämistä erilajisten osakkeiden avulla tai omistusrakenteiden avulla, niin voidaan todeta, että erilajiset osakkeet ovat yksinkertaisin ja helppoiten havaittavissa oleva tapa, koska siihen ei liity useita yhtiöitä¹⁵⁰. Samalla on huomattava, että lainsäädännöllä on myös helpompi estää erilajisista osakkeista johtuvat agentuuriongelmat yksinkertaisesti rajoittamalla niiden käyttöä.

Pyramidirakenteestakin ilman ristiinomistuksia on vielä melko helppoa löytää mahdollinen kontrolloiva taho, mutta ristiinomistusrakenne, joko ”pyramidilla” tai ilman, tekee jo huomattavasti vaikeammaksi määrittää kontrolloiva taho tai useat tahot. Monimutkaisten omistusrakenteiden takana piileviin agentuuriongelmiin on lainsäädännön avulla vaikeampi puuttua. Tällöin on turvauduttava sääntelyssä yleisempiin linjoihin, kuten yhdenvertaisuusperiaatteeseen ja vähemmistönsuojaan.

¹⁵⁰ Bebchuk et al. 1999, s. 3

5.3 Kontrolloivat osakkeenomistajat ja agentuurikustannukset

5.3.1 CMS- omistusrakenteen aiheuttamat kustannukset

Huolimatta siitä, mitä edellisistä mekanismeista määräysvallan keskittämiseen käytetään, voitonjako-oikeuksien erottaminen kontrollioikeuksista vaikuttaa yrityksen toimintaan. Keskittyneen omistusrakenteen vaikutuksia on tutkittu laajasti ja niiden todentamiseen on yleisesti käytetty agentuurikustannusten määrää. Omistusrakenteen blokkiutumisen voimakkaasti nostaa esiin osakkeenomistajien ja johdon sekä osakkeenomistajien keskinäisten päämies-agentti- suhteiden (ks. kpl 3.3 ja 3.4) ongelmat. Osakkeenomistajat ilman kontrollivaltaa joutuvat kärsimään agentuurikustannuksista, jotka aiheutuvat joko johdon tai kontrolloivan omistajatahon valvomisesta ja negatiivisista vaikutuksista yrityksen toimintaan. Kontrolloiva omistajataho voi kuitenkin olla yritykselle myös hyödyksi, mikäli sen läsnäolo alentaa agentuurikustannuksia.

Yleisesti on katsottu, että kontrolliblokkien muodostaminen CMS-rakenteiden avulla nostaa agentuurikustannuksia, jotka ovat havaittavissa sekä yrityksen (=osakkeen) arvon, että liiketoimintakyvyn alentumisena¹⁵¹. Bebchuk et al.¹⁵² luettelevat negatiivisten vaikutusten koostuvan epäedullisista investointipäätöksistä, alentuneista toimintaedellytyksistä sekä määräysvallan optimaalisen siirtymisen estymisestä. Verrattuna täysin hajautuneesti omistettuun tai määräysvaltaa vastaavan osakeomistuksen kautta keskitetyksi kontrolloituun yhtiöön, CMS-rakenteesta puuttuu tietyt ”sisäänrakennetut” agentuurikustannuksia alentavat elementit.

¹⁵¹ Cronqvist & Nilsson 2003, s. 714-715

¹⁵² Bebchuk et al. 1999, s.8

Epäedullisten päätösten suhteen hajautuneesti omistetun yhtiön määräysvalta luisuu toki helposti yrityksen johdolle, mutta tehoton johto on vastaavasti helpommin vaihdettavissa. Suuren osakeomistuksen kautta keskittyneessä omistusrakenteessa taas kontrolloivan tahon tekemät päätökset tuntuvat myös kontrolloivan tahon omassa varallisuudessa vahvasti, joten turhat riskipäätökset karsiutuvat. CMS- rakenteessa vahingon kärsii suurimalta osin muut osakkeenomistajat kuin päätöksentekijätaho. Osin samasta riskin ja määräysvallan epäsuhteesta johtuu myös se, että yhtiö määräysvalta ei siirry markkinaehtoiseen hintaan, vaan tehoton toiminta saa jatkua saman kontrollitahon alaisuudessa pidempään kuin ääni ja osake- periaatetta käyttäen.¹⁵³

Vaikka CMS- rakenteiden negatiivinen vaikutus yrityksen arvoon on monessa tutkimuksessa todettu, ei *Adamsin* ja *Ferreiran*¹⁵⁴ mukaan ole niin yksinkertaista tehdä vedenpitävää johtopäätöstä CMS- rakenteen vaikutuksesta. Jos yrityksen arvoa mitataan yksittäisten osakkeenomistajien kokonaishyötynä, tekee tilanteen ongelmalliseksi se, että hyöty kontrolloivalle osakkeenomistajalle voi olla suhteessa suurempi kuin haitta muille osakkeenomistajille. Tällöin kokonaisvaikutus yhtiön arvoon osakkeenomistajien kokonaishyödyn näkökulmasta ei ole negatiivinen¹⁵⁵. On myös huomioitava, että vaikka kontrollivalta olisikin yhdellä taholla, se ei automaattisesti tarkoita, että päätökset olisivat yhtiön edun vastaisia.

Adams ja Ferreira¹⁵⁶ käyttävät esimerkkinä tilannetta, jossa kontrolloiva omistaja haluaa kaikista ehdokkaista yhtiön toimitusjohtajaksi oman jälkeläisensä ja hän pystyisi äänivallallaan myös valinnan tekemään. Tällöin kontrollivallan hyväksikäyttö vahingoittaa yrityksen arvoa vain, mikäli kyseinen henkilö ei ole todellisuudessa paras vaihtoehto ehdokkaista. Jos taas kontrolloivan ehdokkaan poika on paras ehdokas toimitusjohtajaksi, hyödyttää päätös taloudellisesti kaikkia osapuolia.

¹⁵³ Bebchuk et al. 1999, s. 8-12

¹⁵⁴ Adams & Ferreira 2007, s. 7

¹⁵⁵ Adams & Ferreira 2007, s. 15

¹⁵⁶ Adams & Ferreira 2007, s. 14

Toisena hankalasti määriteltävänä yhteytenä CMS- rakenteen ja yrityksen arvonalentumisen välillä voidaan mainita kontrolloivan osakkeenomistajan opportunistinen käyttäytyminen ja kontrollivallattoman osakkeenomistajan kustannuksella. Adams ja Ferreira¹⁵⁷ kritisovat tiukasti sitä, että moni tutkimus käsittelee yrityksen arvonalentumista ja kontrolloivan osakkeenomistajan opportunistista käyttäytymistä lähes synonyymeinä. Kritiikki perustuu siihen näkemykseen, että varsinaista kontrollivähemmistön hyväksikäyttöä voi katsoa tapahtuvan vain, jos ennalta arvaamattomassa tilanteessa kontrolloiva taho hyötyy hänen kannaltaan suotuisan osakkeen hinnanmuodostumisen kautta.

Tällöinkään ei yrityksen arvo aina välttämättä laske. Tärkeä seikka tilanteessa on juuri se, että on pidettävä todennäköisenä, että osakkeen hinta pitää jo sisällään ne riskitekijät, jotka mahdolliseen hyväksikäyttötilanteeseen liittyvät¹⁵⁸. Lisäksi Adams ja Ferreira¹⁵⁹ katsovat, että jos yrityksen toimintaympäristön sääntely sallisikin odottamatta tilanteen, jossa kontrolloiva taho pystyy lunastamaan osakkeita alihintaan, niin tällöin kysymys on vain varallisuuden siirrosta osakkeenomistajalta toiselle eikä yrityksen arvon alentumisesta.

5.3.2 Keskittyneen omistusrakenteen hyödyt

CMS- rakenteiden mahdolliset negatiiviset vaikutukset on tullut jo todettua, mutta määräysvallan keskittymisellä voi olla myös hyödyllisiä vaikutuksia. Yhtenä tärkeänä tekijänä keskittyneen omistusrakenteen vaikutuksesta agentuurikustannuksiin näyttäisi olevan se, pitääkö valtaa yrityksen perustaja vai joku muu taho. Esimerkiksi Cronqvist ja Nilsson¹⁶⁰ osoittavat, että perheyrietykset ovat hanakimpia käyttämään erilaisia instrumentteja

¹⁵⁷ Adams & Ferreira 2007, s. 16

¹⁵⁸ Adams & Ferreira 2007, s. 16-17

¹⁵⁹ Adams & Ferreira 2007, s. 17

¹⁶⁰ Cronqvist & Nilsson 2003, s. 705-707

kontrollin hallintaan. Perheyrityksen vaikutuksia agentuurikustannuksiin on tutkittu runsaasti ja se tarjoaa hyvän keinon lähestyä keskittyneen määräysvallan mahdollisia hyötyjä.

Perheyrityksen olemus tarjoaa mahdollisuuden lähestyä päämies-agentti-teoriaa kahdelta suunnalta. Ensinnäkin perheyrityksestä on helposti muodostettavissa analogia keskittyneeseen omistusrakenteeseen, jolloin osakkeenomistajaryhmien väliset intressiristiriidat nousevat esiin. Toisaalta ajatus perheyrityksestä tarjoaa myös esimerkin tilanteesta, jossa usein ylin yritysjohto ja mahdollisesti myös operatiivinen johto ovat samalla suurilla osakkeenomistajilla yrityksessä. Tällöin myös johdon ja osakkeenomistajien väliset intressiridat on huomioitava eri tavalla kuin ”normaalisti” omistetussa yrityksessä.

Jos lähtökohdaksi otetaan ajatus, että hyvän CG- järjestelmän tehtävä on varmistaa, että määräysvalta on osakkeenomistajilla eikä yritysjohdolla, niin *Randøyn* ja *Goelin*¹⁶¹ mukaan perustajaomistajan johtama hallintojärjestelmä voi korvata tehokkuudessaan tällaisen CG- järjestelmän. Tämä perustuu siihen, että oletettua agentuurikustannusten nousua ei tapahdu perheyrityksessä samalla tavoin kuin ulkoisesti omistetussa yrityksessä, jossa määräysvaltaa on tarpeettoman paljon johdolla ja/tai kontrolliblokeissa.

Randøy ja Goel¹⁶² korostavat, että perheyrityksen tuomaa hyötyä perustuu ennen kaikkea valvontakustannusten alhaisuuteen. Jos yritystä johtaa perhe, niin ulkopuolisella omistajalla ei ole kovin suurta huolta siitä, että yritysjohton motivaatiossa olisi ongelmia. Tästä seuraa, että vaikka yrityksen toiminta ei olisi ulospäin kovin transparenttia, se ei aiheuta samaa valvontaongelmaa kuin jos kontrollivallassa olisi motiiveiltaan epämääräinen taho. Tällöin ei myöskään ole ongelma, että yritysjohtoa on hankala vaihtaa ulkopuolelta.

¹⁶¹ Randøy & Goel 2003, s. 623-625

¹⁶² Randøy & Goel 2003, s. 623-625

Jos ”perinteisen” CG-järjestelmän periaatteet eivät välttämättä toimi agentuurikustannuksiin perheyrietyksissä, niin samoin on tilanne keskittyneen omistusrakenteen ja perheyrietyksien kanssa. Yleisesti ottaen ulkoinen kontrolliblokki toimii hyvänä johdon valvojana¹⁶³, mutta sitä vastoin perhevetoisessa yrityksessä ulkopuolinen kontrolliblokki saattaa olla rasite puuttuessaan liikaa päätöksentekoon ja omistajajohdon tuomat hyödyt jäävät käyttämättä¹⁶⁴.

Kuten kappaleessa 5.3.1 todettiin, ei erilaisten omistusrakenteiden hyötyjä ja haittoja ole yksinkertaista luetella kovin vedenpitävästi. Aiheen lähestyminen yrityksen kokonaisarvon ja agentuurikustannusten kautta tarjoaa mahdollisuuden käyttää erittäin laajaa tutkimusmateriaalia, jonka näyttöä voisi luonnehtia kiistattomaksi, jos omaksuu ensin periaatteen: ”numerot eivät valehtele”.

On myös hyvä muistaa, että mikäli esimerkiksi yksittäisen investoijan näkökulmasta katsottuna haluaa luoda vähänkään pätevän käsityksen omistusrakenteen vaikutuksista, on tutkimuksessa otettava huomioon monia muuttujia¹⁶⁵ pelkän omistuksen jakautumisen lisäksi. Lainsäätäjän kannalta olennaisena voidaan pitää kuitenkin vähemmistönsuojaa¹⁶⁶ ja sen kautta omistusrakenteiden lähestyminen. Tästä näkökulmasta on tärkeää erottaa ne mahdolliset ongelmat omistusrakenteissa, joihin lainsäädännöllä on puututtava tai on yleensä edes mahdollista puuttua.

¹⁶³ Singh & Davidson III 2003, s. 796

¹⁶⁴ Randøy & Goel 2003, s. 624-625

¹⁶⁵ esim. Villalonga & Amit (2006) ottavat omistusrakenteen ja kontrollimekanismien lisäksi huomioon *toimialan* ja *yrietyksen iän* tutkiessaan perheomistuksen vaikutuksia yrityksen arvoon.

¹⁶⁶ Adams & Ferreira 2007, s. 17-18. Hyvän vähemmistönsuojan ohella myös velkojansuoja lienee lainsäätäjälle tärkein tavoite.

5.4 Institutionaaliset omistajat

5.4.1 Rahastot omistajina

Kuluvalle vuosituhannele tyypillisenä piirteenä voidaan pitää sitä, että institutionaaliset sijoittajatahot omistavat yhä merkittävämpiä osuuksia listatuista yhtiöistä etenkin rahastojen muodossa. Koska institutionaalinen taho on usein myös yksi suurimpia omistajia, sen rooli yrityksen toiminnan kontrolloinnissa on tärkeä. Rahaston vaikutus kohdeyhtiön päätöksenteossa riippuu paljon sen luonteesta ja sijoitusstrategiasta. *Kahan* ja *Rock*¹⁶⁷ mainitsevat sijoitusrahastojen hyödyntävän sijoituskohteen monitoroinnissa massiivisia varojaan kahdella tavalla. Ensinnäkin sijoitus yhteen yhtiöön on niin suuri, että monitorointikustannukset ovat suhteessa investointiin pienet. Toiseksi paksusta lompakosta riittää sijoituksia niin moneen yhtiöön, että samoilla monitorointikustannuksilla katetaan useiden yhtiöiden valvonta.

Haittaavina tekijöinä sijoitusrahastojen toimintakyvylle kohdeyhtiön omistajina *Kahan* ja *Rock*¹⁶⁸ luettelevat sääntelyn, riittävän kannustimen puuttumisen ja intressiristiriidat. Sääntelyn rajoittavuus liittyy tässä kohtaa esimerkiksi siihen, että sijoitusyhtiöt ovat velvollisia raportoimaan rahastojensa sisältämät omistukset vähintään puolivuositain ja näin ollen omistusten strateginen kasvattaminen ei onnistu ”markkinoilta piilossa”.

Näkökulma on tosin tässä kodin yhdysvaltalainen siinä suhteessa, että toisin kuin Yhdysvaltojen congressin antama sijoitusyhtiölaki (*The Investment company act of 1940*), johon *Kahan* ja *Rock* viittaavat, Suomen sijoitusrahastolaki (29.1. 1999/48) ei suoranaisesti vaadi rahastoyhtiöltä raportoimaan yksittäisistä osakkeista. SRL:n kohdan 4.29:1:n mukaan sijoitusrahaston sisältämien osakkeiden tuoman äänioikeuden käytöstä kohdeyhtiöiden yhtiökokouksessa on mainittava rahastoyhtiön puolivuotiskatsauksessa ja vuosikertomuksessa. VM:n asetuksella (515/2004) on tarkennettu vuosikertomuksen ja

¹⁶⁷ Kahan & Rock 2006, s. 19-20

¹⁶⁸ Kahan & Rock 2006, s. 20-25

puolivuotiskatsauksen sisältöä, mutta vaatimuksiin kuuluu osakkeiden suhteen ainoastaan erityyppisten sijoitusinstrumenttien suhteellisen osuuden ilmoittaminen rahaston sijoituksista (asetuksen luvut 5 ja 6). Toisaalta osakkeenomistajalla on Suomessa AML 2.9:n mukainen liputusvelvollisuus, jos omistusosuus julkisen kaupankäynnin kohteena olevassa yhtiössä ylittää tai alittaa 5, 10, 15, 20, 25, 33, 50 tai 66 %.

Riittävän kannustimen puuttuminen tarkoittaa tässä sitä, että sijoitusrahaston hoitajille tulee todennäköisesti hyvin kalliiksi ensin huolellisesti tutkia ja löytää oikeanlainen strategia ja sitten yrittää implementoida se kohdeyhtiön strategiaksi. Tällöin operaatiosta saatavan hyödyn on oltava merkittävän suuri, jotta suurempiin toimenpiteisiin kannattaa ryhtyä. Lisäksi rahastonhoitajien usein kiinteät palkkiot eivät kannusta ylimääräiseen aktivismiin, koska osuuksien arvonnousut eivät samassa suhteessa näy rahastonhoitajan palkkiossa. *Villalonga ja Amit*¹⁶⁹ näkevät toisaalta sen hyvän puolen sijoitusrahaston kannustinpulassa, että tällöin myös kohdeyhtiöiden vähemmistöomistajat ovat turvassa enimmältä hyväksikäytöltä.

Kahanin ja Rockin mainitsema kolmas seikka, joka jarruttaa sijoitusrahastojen aktiivisuutta käyttää osakkeenomistajan oikeuksiaan, on mahdollinen intressiristiriita rahastonhoitajan ja rahastoyhtiön hyödynsaajan välillä. Kysymys on siitä, että rahastoyhtiö on hyvin usein esimerkiksi investointipankin omistuksessa ja tällöin yksittäisen rahastonhoitajan on otettava toimiessaan huomioon kytkökset emoyhtiön ja rahaston kohdeyhtiöiden välillä.

Yleisellä tasolla on vielä mahdollista käsitellä rahastoja yhtenäisenä ryhmänä, mutta käytännössä erilaiset rahastot eroavat huomattavasti aktiivisuudessaan kontrolloida kohdeyhtiöiden päätöksentekoa. Eläke- ja sijoitusrahastot (varsinkin ns. open-ended) ovat varsin passiivisia omistajia

¹⁶⁹ Villalonga & Amit 2006, s. 387

verrattuna ns. *hedge-rahastoihin*¹⁷⁰, jotka hyvinkin aggressiivisilla keinoilla pyrkivät manipuloimaan kohdeyhtiöidensä osakkeen arvoa. Kahanin ja Rockin¹⁷¹ esimerkkejä lainaten hedge-rahastot käyttävät omistusblokkejaan aktiivisesti hyväksi ensinnäkin torpedoimalla joko omistamiensa yhtiöiden myynti tai yritysostoaiheet alkuperäisin hinnoin tavoitteena parantaa sopimusehtoja. Toiseksi hedge-rahastot voivat yksin tai yhdessä toisten rahastojen kanssa toimia tehokkaina yritysostojen alkuunpanijana.

Verrattuna edellisiin kontrollitoimenpiteisiin voidaan hieman yleistäen sanoa, että perinteisten sijoitusrahastojen suurin mielenkiinto kohdeyhtiön toiminnassa liittyy hyvän CG-järjestelmän ylläpitoon ja sitä kautta yleisten päämies-agentti- ongelmien ratkomiseen. Toisin sanoen perinteinen sijoitusrahasto käyttää resurssinsa mieleisensä hallituksen valintaan ja samalla hallituksen valvontaan sekä haitallisten yhtiöjärjestysmääräysten vastustamiseen.¹⁷² Kun jatkossa puhutaan sijoitusrahastosta omistajana, tarkoitetaan sillä perinteistä rahastoa eikä niinkään korkean riskin hedge-rahastoa.

Aikaisemmin on jo todettu, että kontrolloiva asema yhtiössä voi syntyä katsannosta riippuen jo suhteellisen pienelläkin omistuksella. Finanssi-instituutioiden omistusosuuksia tutkineet *Li et al.*¹⁷³ määrittelevät tällaisen institutionaalisen omistusblokin keskiarvoksi 10 %, jota voidaan pitää ns. *vapaamatkustajaongelma*¹⁷⁴ ja mahdollinen monitorointihaluttomuus huomioiden melko korkeana, mutta yhtiöoikeudellisesti vasta 10 % ylittävä omistusosuus olisi merkittävämpi. Toisaalta kysymyksessä on vain yhden tutkimuksen keskiarvo ja yhtiöissä voi olla useita eri instituutioiden omistusblokkeja, jolloin ne yhdessä ovat hyvinkin kontrolloivassa

¹⁷⁰ Hedge-rahasto on korkean riskin sijoitusrahasto, joka pyrkii vakaaseen tuottoon lyhyelläkin aikavälillä huolimatta yleisistä kurssiliikkeistä markkinoilla. (Puttonen & Repo 2006, s. 70)

¹⁷¹ Kahan & Rock 2006, s.8-14

¹⁷² Kahan & Rock 2006, s.15

¹⁷³ Li et al. 2004, s. 9

¹⁷⁴ Ks. vapaamatkustajaongelmasta kontrollivallan kohdentamisessa esim. Mähönen & Villa 2006a, s.224

asemassa. Ulkomaalaisten sijoitusinstituutioiden väliintulosta löytyy aivan viimeaikaisia esimerkkejä niin Suomesta kuin Ruotsistakin.

Ruotsissa 10 % ylittävä institutionaalinen omistusblokki aiheutti keskustelun lainsäädännön muuttamiseksi ns. *Lex Leo*- tapauksessa, jossa ulkomaalaiset sijoitusrahastot äänestivät yllättäen nurin Ericssonin hallituksen ehdottaman, yhtiön johdolle suunnatun osakepohjaisen kannustinjärjestelmän.¹⁷⁵ Sijoitusrahastojen yhteenlaskettu omistus ylitti juuri 10 % rajan, joka riittää kumoamaan ehdotuksen, koska Ruotsissa laki suunnatusta annista listayhtiöissä (1987:464) 3 § määrää, että ehdotusta on kannatettava 9/10 annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista. Suomessa vastaavaan suunnatun osakeannin toteuttamiseen tarvitaan 2/3 määräänemmistö (OYL 5:27.2).

Suomalainen pörssi-yhtiö Elisa Oyj järjesti ylimääräisen yhtiökokouksen 21.1.2008 islantilaisen investointiyhtiön Novator Finland Oy:n pyynnöstä. Novator omistaa Elisasta n. 12 %¹⁷⁶ ja tämä riittää ylimääräisen yhtiökokouksen koollekutsumiseksi (OYL 5:4). Novator on myös Elisan suurin yksittäinen omistaja. Novatorin tarkoitus oli muuttaa hallituksen kokoonpanoa ja laajentaa yhtiön toimialaa. Hallituksen kokoonpanon muuttamiseksi Novator olisi tarvinnut vähintään enemmistön tuen yhtiökokouksessa ja toimialamäärityksen muuttamiseksi yhtiöjärjestykseen vähintään määräänemmistön tuen (OYL 5:26-27.2). Novator hylkäsi sittemmin vaatimuksen yhtiöjärjestyksen muuttamisesta, joten merkittävä äänestys käytiin vain hallituksen vapauttamisesta tehtävistään. Vaatimus ei mennyt yhtiökokouksessa läpi, mutta äänet jakautuivat melko tasaisesti suhteessa 53/47¹⁷⁷, joten on todettava, että hieman yli 10 % omistuksella on mahdollista katalysoida suuriakin muutoksia yhtiössä. Vaikka Novatorin ehdotukset kaadettiin ylimääräisessä yhtiökokouksessa, niin tuloksena oli kuitenkin se, että Novator yhdessä muutaman eläkerahaston kanssa tulevat ehdottamaan hallituksen kokoonpanon muuttaminen varsinaisessa yhtiökokouksessa¹⁷⁸ ja ehdotus tullaan todennäköisesti hyväksymään. (Tätä kirjoitettaessa varsinaista yhtiökokousta ei ole vielä pidetty).

¹⁷⁵ Ks. esim. KL 13.4.2007, s. 7

¹⁷⁶ Novatorin omistusosuus 3.3.2008. Lähde: Elisan internetsivusto.

¹⁷⁷ Ks. Elisan yhtiökokouspöytäkirja 21.1.2008

¹⁷⁸ Ks. Elisan pörssitiedote 27.2.2008

Elisan tapaus tarjoaa esimerkin aikaisemmin mainittuihin strategisiin eroihin rahastojen toiminnassa. Ensin aggressiivisempi sijoittajataho pyrkii radikaaleihin muutoksiin yhtiössä ja konservatiiviset eläkerahastot yrittävät toimia jarruna. Muutoksen kannattamiseen eläkerahastot taas ajaa hyvän hallintotavan noudattaminen. Toisin sanoen suurimmalle omistajalle voidaan pitää oikeutettuna saada edustajansa yhtiön hallitukseen. Lisäksi huomionarvoista on jälleen todeta, että määräysvallan suuruus realisoituu vasta yhtiökokouksen äänestyksessä, koska läsnä olevien osakkeiden määrä välttämättä (käytännössä ei koskaan) vastaa kaikkien osakkeiden määrää. Elisan hallituksen vapauttamisesta esimerkiksi äänesti vain n. 42 % kaikista äänestyskelpoisista osakkeista¹⁷⁹.

Kaiken kaikkiaan institutionaalisilla omistajilla näyttäisi olevan tärkeä osa päämies-agentti-ongelman hallinnassa mitä tulee varsinkin kansainvälisiin omistettuihin yhtiöihin. Perusteena tälle on se tosiasia, että instituutioilla on resursseja selviytyä monitorointikustannusten lisäksi myös muista *transaktiokustannuksiin* kuuluvista *oikeustoimikustannuksista*. Transaktiokustannuksilla tarkoitetaan kustannuksia, joita yrityksille syntyy sekä sen sisäisestä organisoitumisesta, että itse liiketoiminnasta. Timonen¹⁸⁰ kuvaa transaktiokustannuksien johtuvan varallisuus oikeuksien siirtämisestä ja täytöntöönpanosta. Samassa yhteydessä Timonen nimeää transaktiokustannukset yrityksen näkökulmasta liiketoimintakustannuksiksi ja yksittäisen liiketoimen näkökulmasta oikeustoimikustannuksiksi.

¹⁷⁹ luku saatu vertaamalla kyseistä äänestystulosta osakkeiden kokonaismäärään.

¹⁸⁰ Timonen 2000, s. 25

Oikeustoimikustannukset voidaan jakaa vielä Timosen¹⁸¹ esittämällä tavalla ennakollisiin ja jälkikäteisiin kustannuksiin seuraavasti:

Ennakollisia kustannuksia ovat

- *etsintäkustannukset*, jotka aiheutuvat potentiaalisten sopimus Kumppanien etsimisestä löytymisestä.
- *sopimuskustannukset*, jotka aiheutuvat sopimusneuvotteluista ja sopimusten laatimisesta.
- *valvonta- ja/tai turvaamiskustannukset*, jotka aiheutuvat sopimuksen tavoitteiden toteutumisen ja sopimusvelvoitteiden täyttymistä varmistavista toimista.

Jälkikäteisiä kustannuksia ovat:

- *virhesuorituskustannukset*, joita aiheutuu, jos sopimusehdot eivät jostain syystä täyty edellytetyllä tavalla.
- *tinkimiskustannukset*, jotka aiheutuvat virhesuoritusten korjaamiseen tai vahinkojen minimoimiseen tähtäävistä neuvotteluista.
- *järjestelmäkustannukset*, jotka aiheutuvat mekanismeista, joiden avulla sopimusriidat ratkaistaan.
- *täytäntöönpanokustannukset*, jotka aiheutuvat valvonta- ja turvaamistoimien tai -mekanismien täytäntöönpanosta.

¹⁸¹ Timonen 2000, s. 25-26

Oikeustoimikustannuksista selviäminen on ehto tehokkaiden markkinoiden toimivuudelle. Jotta tehottomasti toimivissa yrityksissä määräysvalta olisi siirrettävissä omistajille, jotka saavat yrityksen resurssit tehokkaampaan käyttöön, tarvitaan toimivat määräysvaltamarkkinat¹⁸². Yksi asia on poistaa markkinoilta määräysvallan siirtymistä haittaavia tekijöitä, kuten esim. ostotarjousdirektiivillä (ks. kpl 4.6) tehtiin. Markkinoilla tarvitaan kuitenkin myös aktiivisia tahoja, joilla on resurssit tehdä määräysvaltasiirtoja.

*Ferreira et al.*¹⁸³ katsovat, että institutionaaliset omistajat ovat elintärkeä tekijä markkinoilla juuri sen vuoksi, että ne toimivat yritysjärjestelyjen toteuttavana voimana. Ajatellen varsinkin kansainvälisiä yritysjärjestelyjä, edellä mainitut transaktiokustannukset saattavat nousta niin korkeiksi, ettei niitä tapahtuisi ilman suuria resursseja omaavia omistajatahoja.

Lisäksi Ferreira et al.¹⁸⁴ toteavat, että etenkin ulkomaalainen institutionaalinen omistaja tuo vauhtia markkinoille, koska se ei toimiessaan kansainvälisesti ole haitallisen patrioottinen, kuten kotimainen omistaja saattaa olla. Edellisestä voidaan siis päätellä, että lainsäätäjän ei ole syytä muodostaa rajoitteita institutionaalisten omistajien operoinnille kansainvälisesti. Tässä kohdin on alleviivattava, että koska tässä tutkielmassa nykypäivän kuuma aihe *yhteiskuntavastuu* ei kuulu varsinaiseen tutkimusongelmistoon, on turvallista yhtyä olettamukseen, että ulkomainen instituutio olisi mainituista syistä tehokkaampi vaihtoehto kuin kotimainen.

¹⁸² Timonen 2000, s. 87-89

¹⁸³ Ferreira et al. 2007, s.6-9

¹⁸⁴ Ferreira et al. 2007, s. 8

5.4.2 Valtio omistajana

Valtio institutionaalisen osakkeenomistajan muodostaa aivan oman kategoriansa puhuttaessa omistusblokeista. Yhtiöoikeudellisesti valtion asema ei eroa muista osakkeenomistajista, mutta omistajana valtio ei operoi samalla tavoin kuin muut. Valtio tosin voi käyttäytyä aivan kuten tavallinen sijoittaja omistussosuudesta ja kohdeyhtiöstä riippuen, mutta kohdeyhtiöllä voi myös olla erityismerkitys valtion toiminnassa. Seuraava esitys valtion omistamien yhtiöiden jaottelusta perustuu Kaisanlahden¹⁸⁵ määritelmään. Valtion kokonaisintressi omistettavassa yhtiössä koostuu kahdesta osasta:

- *osakkeenomistajan intressi*, mikä yleisesti ottaen vastaa omistussosuuden suuruutta.
- *yhteiskunnallinen tai vastaava erityisintressi*, joka riippuu kohdeyhtiön merkityksestä yhteiskunnalle ja kansantaloudelle.

Edellisten intressien mukaan valtionyhtiöt¹⁸⁶ voidaan jakaa kolmeen ryhmään sen mukaan, mitä valtion intressejä ne palvelevat:

Ryhmä 1:

Yhtiöt, joilla on valtion myöntämä erityistehtävä (esim. erityisrahoitusyhtiöt)

Ryhmä 2:

Yhtiöt, joilla on tärkeä strateginen yhteiskunnallinen rooli

¹⁸⁵ Kaisanlahti 2001, s. 29-30

¹⁸⁶ termillä *valtionyhtiö* viitataan tässä kaikkiin yhtiöihin, joissa valtio on joko vähemmistö- tai enemmistöomistajana

Ryhmä 3:

Yhtiöt, joiden strateginen tärkeys on vähäinen ja valtion intressi vastaa tavallisia sijoittajia yhtiössä.

Ryhmään 1 kuuluvat yhtiöiden toiminta on täysin valtion hallinnoimaa, ryhmän 2 yhtiöissä valtio on enemmistöosakkeenomistaja ja ryhmän 3 yhtiöissä vähemmistöomistuskin riittää valtiolle ja omistuksesta voidaan jopa luopua tilanteesta riippuen.

Edellisen esityksen tarkoituksena on tuoda esiin valtion ominaispiirteet omistajana ja luoda hahmotelma siitä kentästä, jolla valtio osakkeenomistajan liikkuu. Suurin problematiikka liittyy ryhmän 3 yhtiöihin ja mahdollisesti ryhmästä 2 ryhmään 3 siirtymässä olevat yhtiöt. Mitä enemmän tavallista sijoittajaa valtion intressit lähenevät, sitä haasteellisempaa sen toiminta on.

Poliittinen aspekti tekee valtiosta päämies-agentti- teorian valossa tietyllä tapaa sekä päämiehen, että agentin. Valtio toimii kansalaistensa lukuun¹⁸⁷ agenttina ja yritysjohtoon nähden päämiehenä. Se, että suuri osakkeenomistaja on vastuussa omistajan toimistaan yhtiön ulkopuoliselle taholle (ei siis muille osakkeenomistajille), ei voi olla aivan merkityksetön asia muiden osakkeenomistajien näkökulmasta. Kaisanlahti ja Sarkio¹⁸⁸ toteavat kuitenkin, että muilla sijoittajilla on mahdollisuus huomioida taloudellista tehokkuutta syövät valtion ylimääräiset vastuut maksamalla alempi hinta yhtiön osakkeesta. Ylimääräisten intressien myötä osakkeesta sulavan arvon joutuu lopulta valtio itse korvaamaan alemman myyntihinnan muodossa.

¹⁸⁷ ajatus kansalaisten agentista perustuu siihen, että *laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta* (21.12.2007/1368) määrää, että sellaisiin omistusjärjestelyihin, joiden seurauksena valtio lakkaa olemasta kohdeyhtiön ainoa omistaja tai enemmistöomistaja, tarvitaan eduskunnan lupa. Samoin eduskunnan hyväksyntä tarvitaan myös omistusjärjestelyyn, jonka seurauksena valtiosta tulee yhtiön enemmistöomistaja (VYOL 3 §:1-2)

¹⁸⁸ Kaisanlahti & Sarkio. 2000, s. 31

Valtion toimintaa markkinoilla omistajan voidaan pitää haasteellisena ja tehokkuutta uhkaavana, mutta valtio-omistajan läsnäoloa voidaan pitää tietyissä tapauksissa myös erittäin tärkeänä. Perotti¹⁸⁹ määrittää kaksi yritysten toimintaympäristön ongelmaa, joiden seurauksista huolehtiminen on valtio-omistajan tehtävä. Ensimmäinen ongelma on ns. julkisten velvoitteiden ongelma (*public commitment problem*). Kysymys on tilanteesta, jossa suvereeni valtio ei ole pystynyt luomaan sääntelyn valossa houkuttelevaa markkina-aluetta ja tämän seurauksena yritystoimintaan ei virtaa tarpeeksi yksityisiä varoja. Tällöin valtion roolina on ylläpitää julkisilla varoilla tiettyjen toimintojen jatkuvuus.

Toinen ongelma on ns. yksityisten velvoitteiden ongelma (*private commitment problem*). Tämä ongelma syntyy siitä, että yksityisissä yhtiöissä tehtävien, valtion näkökulmasta merkittävien päätösten valvominen voi olla mahdotonta, jos valtiolla ei ole ehdotonta määräysvaltaa yhtiössä.

Jos ajatellaan Perrottin nimeämiä ongelmia jotka puhuvat valtio-omistuksen puolesta ja samalla huomioidaan tehokkuusongelmat valtionyhtiössä, on selvää, että oikeanlaisen omistuspolitiikan määrittäminen ei ole yksinkertaista. Suomessa valtion toiminta osakkeenomistajana on noussut suureksi puheenaiheeksi johtuen valtion hankalasta tasapainoilusta yhteiskuntavastuun ja tehokasta pääoman sijoitusta tukevien päätösten välillä.

Kuten jo aikaisemmin mainittiin ristiriidat valtion toiminnassa kärjistyvät yhtiöihin, joissa rooli lähenee tavallista sijoittajaa. Koska valtion on periaatteessa saatava ”siunaus” toimilleen omistajana kaikilta tahoilta (sekä kansalaisilta, että toisilta osakkeenomistajilta), tulisi edellä mainitun johdosta valtion huolehtia kahdesta asiasta: mikäli valtio-omistuksessa ei ole kysymys kummankaan ”Perrottin ongelman” ratkaisu, on päätöksissä tuettava omistajana yhtiön kannalta tehokkainta ratkaisua ja se on tehtävä

¹⁸⁹ Perrotti 2004, s. 5

myös etukäteen selväksi. Jos taas omistuksen syynä on ratkaisu jompaan kumpaan ”Perrottin ongelmaan”, on valtion luotava markkinoille uskottava kuva onnistumisestaan kontrolloivana omistajana, jotta osakkeen markkina-arvo pysyisi mahdollisimman korkeana.

5.5 Risk management - vaihtoehto agentuurikustannuksille?

Osakeyhtiön listautuessa julkisille pääomamarkkinoille sen omistajat saavat paremman mahdollisuuden luopua omistuksestaan ja realisoida mahdollinen omistuksensa arvon nousu. Julkisille markkinoille voidaan myös mennä myös pääoman perässä, jos esimerkiksi voimakas kasvu on yrityksen tavoitteena. Residuaaliriskin sisältävä osakepääoma tuo kuitenkin myös agentuurikustannuksia tullessaan.

*Gilson ja Whitehead*¹⁹⁰ kritisoivat ajatusmallia, jonka mukaan ns. vanhan koulukunnan CG- tutkimus on keskittynyt vain agentuurikustannusten minimoimiseen sillä perusoletuksella, että sijoituksensa hajauttamaan pystyville osakesijoittajille tulee halvimmaksiksi kantaa residuaaliriski ja näin ollen välttämättömät agentuurikustannukset ovat alhaisimmat. Toisin sanoen CG- tutkimuksen tehtävänä on ollut yrittää pienentää agentuurikustannuksia, jotka syntyvät yritysjohtoon ja osakkeenomistajien välisistä suhteista.

*Gilson ja Whitehead*¹⁹¹ esittävät näkemyksen, jonka mukaan listautuminen julkisen pääoman perässä ei kannata, jos siitä seuraavat agentuurikustannukset ovat ohitettavissa muilla keinoin. Ajatus perustuu siihen, että mikäli liiketoiminnan riskit olisivat eroteltavissa käyttöpääoman tarpeesta ja hajautettavissa erikseen, ei kaikkia liiketoiminnan riskejä tarvitse siirtää osakeannin myötä osakkeenomistajien kannettavaksi.

¹⁹⁰ Gilson & Whitehead 2007, s. 2-3

¹⁹¹ Gilson & Whitehead 2007, s. 3-4

Tällainen riskien ulkoistamiseen nojaava pääomanhallinta on Gilsonin ja Whiteheadin¹⁹² mukaan mahdollista yhä täydellisemmiksi käyvillä pääomamarkkinoilla. Erilaisten *risk management* – instrumenttien avulla on mahdollista hankkia pääoma tehokkaammin ja halvemmalla vieraan pääoman ehtoisena kuin osakepääoman muodossa.

Esimerkkinä uudenlaisesta pääoman hallinnasta Gilson ja Whitehead¹⁹³ käyttävät Toronton pörssiin listattua Agricore United ("AU")- yhtiötä. Yhtiö on Kanadan suurin maatalousalan yritys ja sen toimialaan kuuluu tuottaa palveluita maanviljelijöille lähes laidasta laitaan. Maatalousalan yrityksenä AU:n toiminnan suurimmat riskit liittyvät säätilojen vaihteluihin. Haitallisilla sääilmiöillä oli niin suuri vaikutus vuosittaiseen tulokseen, että AU joutui aikaisemmin hankkimaan markkinoilta uutta pääomaa puskuroimaan äkillisiä heilahduksia tuotoissa. AU päätti poistaa säätilojen suoran vaikutuksen voittoihin siirtämällä "säätila-alttiuden" yhtiön toiminnan ulkopuolelle. Tämä tapahtui tekemällä vakuutus sopimus Swiss Re:n kanssa, jälleenvakuuttamiseen ja riskienhallintaan erikoistuneen yhtiön kanssa. Swiss Re sitoutui sopimuksen mukaan korvauksiin, jos koko toimialan viljantuotanto putosi viiden vuoden keskiarvoa alemmaksi. Vakuutus aiheutti sen, että AU:n oli mahdollista pienentää pääomansa kokonaiskustannusta kasvattamalla velkarahoituksen osuutta, erottamalla käyttöpääoman tarve riskipääomasta ja korvata osuus kokonaispääoman tarpeesta uudella vakuutuksella. AU:n toimintaa osoitti sen, että jos riskinhallinta- instrumenteilla voidaan korvata korkean residuaaliriskin sisältävän pääoman käyttö, voidaan näin halutessa välttää myös agentuurikustannukset.

On syytä huomata, että Gilsonin ja Whiteheadin esittämällä tavalla on ehkä mahdollista vähentää agentuurikustannuksia, mutta agentuurikustannuksista ei ole periaatteessa mahdollista päästä kokonaan eroon.

¹⁹² Gilson ja Whitehead 2007, s. 6

¹⁹³ Gilson ja Whitehead 2007, s. 9-11

Jensen ja Meckling¹⁹⁴ osoittivat, että oman pääoman korvaaminen velkarahalla ei kuitenkaan poista agentuurikustannuksia tilanteessa, jossa yhtiön pääoma koostuu suurimmalta osalta velkarahasta ja vain murto-osaltaan omistajajohtajan sijoittamasta osakepääomasta. Ensinnäkin kyseinen yrittäjä olisi investoinneissaan tässä tilanteessa kaikkea muuta kuin talusteoriasta tuttu riskinkaihtaja, koska onnistuessaan hän saisi parhaan tuoton residuaalivoiton muodossa ja toisaalta investoinnin epäonnistuessa kärsijänä olisi pääosin velanantaja.

Käytännössä tällainen tilanne ei toteudu, koska velkarahan hinta olisi korkeampi, jos ja kun velkojalla olisi pelko yrittäjän opportunistisesta käyttäytymisestä. Tämän vuoksi omistaja joutuu pudottamaan omia tuottovaatimuksiaan, jotta velkojan kanssa löytyy molempia osapuolia tyydyttävä riskin ja tuoton suhde. Lopullisessa residuaalivoiton alenemisessa on kysymys agentuurikustannuksista.

Lisäksi agentuurikustannuksia syntyy Jensenin ja Mecklingin¹⁹⁵ esittämällä tavalla velkojien asettaessa kovenantteja rasittamaan kohdeyritysten toimintaa. Kustannuksia syntyy tällöin sekä velkasopimusten laadinnasta ja ylläpidosta¹⁹⁶, että yritysjohtajien rajoittuneesta mahdollisuudesta toimia joissakin tapauksissa optimaalisella tavalla. Toisaalta on huomioitava, että velkarahoituksen tuomilla agentuurikustannuksilla on taipumus olla hyvinkin alhaisia, jos yritys on esimerkiksi perheomisteinen tai sen omistus on muuten keskittynyt taholle, joka on vahvasti sitoutunut yrityksen toimintaan pitkällä aikavälillä¹⁹⁷.

¹⁹⁴ Jensen & Meckling 1976, s.41-45

¹⁹⁵ Jensen & Meckling 1976, s. 45

¹⁹⁶ ks. ennakolliset ja jälkikäteiset transaktiokustannukset kpl 5.4.1

¹⁹⁷ Andersson et al. 2003, s. 283

5.6 Omistuksen ja määräysvallan suhde erityyppisissä markkinaympäristöissä

5.6.1 Markkinajärjestelmät ja omistusrakenne

Samalla kun mahdollisuudet ryhtyä osakkeenomistajaksi yli rajojen paranevat ja sääntelyä pyritään harmonisoimaan kansainvälisesti, on huomionarvoista muistaa, että suhtautumisessa omistuksen ja määräysvallan keskinäiseen suhteeseen esiintyy huomattavaa vaihtelua. Toisin sanoen historian saatossa on muodostunut markkina-alueita, joissa yhtiöiden omistusrakenteilla on taipumus olla juuri tietyn tyyppisiä. Se, miten markkina-alueella kohdellaan sijoittajia esim. vähemmistösuojan ja informaatio sääntelyn muodossa, ei ole vailla merkitystä, koska pääomilla on kansainvälisesti tahtoa virrata sinne, missä markkinat ovat likvidit ja toiminta on läpinäkyvää¹⁹⁸.

Kun huomion kohteeksi otetaan se, miten omistukseen ja kontrolliin suhtaudutaan, voidaan järjestelmät jakaa markkinavoimiin nojaavaan ja kontrolloivaa omistajaa suosivaan järjestelmään. Alueellisesti esimerkiksi Yhdysvallat ja Iso-Britannia edustavat markkinavetoisia järjestelmiä ja keskittynyt omistus kuuluu mannereurooppalaiseen järjestelmään¹⁹⁹. Jaottelu voidaan ilmaista myös kuvaamalla rahoitusmarkkinoiden luonnetta. Tällöin puhutaan pääomanrakenteen *pankkikeskeisyydestä* ja *markkinakeskeisyydestä*²⁰⁰. Tosin ainakin La Porta et al²⁰¹ pitävät jaottelua pankkikeskeiseen ja markkinakeskeiseen järjestelmään hatarana.

¹⁹⁸ Söderström et al. 2003, s. 6-7

¹⁹⁹ Söderström et al. 2003, s.11

²⁰⁰ ks. esim. Mähönen & Villa 2006a, s. 305

²⁰¹ La Porta et al.1999, s. 29-30. Tämä johtuu heidän mukaansa siitä, että ensinnäkin sääntelyn valossa on *pankkikeskeisiä* järjestelmiä, joissa pankkien osakevaihdanta on tiukasti rajoitettua, kun taas joissain *markkinakeskeisissä* järjestelmissä pankit saavat vapaasti toimia osakemarkkinoilla. Ja toisaalta taas käytännössä velkarahoitusmarkkinat ovat markkinakeskeisissä järjestelmissä usein kehittyneemmät kuin pankkikeskeisissä järjestelmissä.

Seuraava taulukko kuvaa näiden kahden omistus- ja pääomarakenteeltaan eroavan järjestelmän ominaispiirteitä.

Taulukko 3.²⁰²

	Market-based system (USA/UK)	Controlling-owner system (Europe)
Ownership and control	Diversified ownership	Controlling owner
Minority protection	Strong	Weak
Board	Potentially autonomous	Close to controlling owner
Management	Strong, autonomous	Close to controlling owner
Bank relations	Arm's length, diversified, no ownership	Close, concentrated, possible ownership
Management incentives	Central, strong	Less central, weaker
Capital structure	Lower debt ratio	Higher debt ratio
Control market	Hostile bids important	Hostile bids rare

Taulukosta käy ilmi, että vähemmistönsuoja on heikompi pankkikeskeisessä järjestelmässä, jossa omistus on tyypillisesti keskittynyt. Vähemmistönsuojan tarpeettomuus voidaan johtaa ajatuksesta, että kontrolloivalla osakkeenomistajalla ei ole tarvetta hajauttaa omistustaan, koska velkarahoituksen osuus on suuri²⁰³. Samoin voidaan huomata, että yritysten johto on pääsääntöisesti itsenäisempää markkinakeskeisessä järjestelmässä ja tältä osin päämies-agentti-

²⁰² Söderström et al. 2003, s. 11

²⁰³ Mähönen & Villa 2006a, s. 305-306

ongelmat vaativat enemmän huomiota esim. johdon kannustimien muodossa.

Lisäksi varsinkin yhteiseurooppalaista markkina-aluetta rakennettaessa, on huomioitava yritysvaltausten tärkeys markkinaehtoisessa järjestelmässä ja toisaalta harvinaisuus pankkikeskeisemmässä järjestelmässä. Esimerkiksi ostotarjousdirektiivin tarkoituksena on pidetty sitä, että yritysvaltaukset yleistyisivät Euroopassa samaa tahtia, kun pääomamarkkinoita yritetään muuttaa lähemmäs angloamerikkalaiseen suuntaan. La Porta et al.²⁰⁴ epäilee kuitenkin, että esimerkiksi osake ja ääni-periaatteen tuominen pakolliseksi ei merkittävästi vähemmistönsuojaa alueella, jossa määräysvalta on keskitetty muilla keinoin kuin eriaänisillä osakkeilla. Tehokkaampana ratkaisuna La Porta et al.²⁰⁵ pitävät sen sijaan uudistuksia, jotka antavat vähemmistöosakkaille paremmat mahdollisuudet vaatia korvauksia kärsimästään hyväksikäytöstä.

5.6.2 Euroopan pääomamarkkina-alueen yhtenäistämistä

EU:n komission teettämästä raportista²⁰⁶ selviää, että vakiintuneet käytännöt omistus järjestelemisessä vaihtelevat huomattavasti maittain. Esimerkiksi Ruotsissa n. 80 % tutkimukseen osallistuneista yrityksistä käytti moniääniosakkeita, kun Iso-Britannian vastaava luku on 3 %. Sääntelyn puolesta määräysvallan keskittämismekanismeista (*control enhancing- mechanism*) pyramidistrukturointi ja ristiinomistus ovat sallittuja kaikissa maissa, mutta moniääniosakkeet sallii vain noin puolet EU-maista.

²⁰⁴ La Porta et al. 1999, s.36

²⁰⁵ La Porta et al. 1999, s.36

²⁰⁶ Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007)

Huomionarvoista on, että kaikista tutkimukseen osallistuneista yhtiöistä 44 % käyttää jotain mekanismeista keskittääkseen yhtiön määräysvaltaa. Jos ajatellaan, että kaikki poikkeaminen sijoitetun pääoman ja kontrollivallan samansuhtaisuudesta heikentävät markkinoiden toimivuutta, niin on todettava, että esteitä ”täydellisille” markkinoille löytyy Euroopan alueelta hyvin paljon. Monikansallisella lainsäädännöllä on kuitenkin erittäin vaikea puuttua omistusrakenteisiin, jotka ovat kansallisella tasolla hakeneet muotonsa kymmenien vuosien kuluessa. On myös kysyttävä, että onko edes tarkoituksenmukaista poistaa mekanismeja, joiden avulla esimerkiksi tiettyihin kulttuureihin syvästi liittyvät perheytykset kontrolloivat määräysvaltaa.

5.6.3 Suomen omistusrakennnekehitys

Suomen asema Eurooppalaisessa markkinakentässä on sikäli erikoinen, että se kokenut vasta hiljattain rakennemuutoksen rahoitusjärjestelmässä. Kun vielä 1980-luvulla maassa vallitsi pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä, jossa rahoitusinstituutit myös osittain omistivat rahoittamiaan yhtiöitä, niin 20 vuotta myöhemmin rahoitusinstituutit eivät enää omista eivätkä myöskään rahoita samoissa määrin yhtiöitä. Vuonna 1990 pankit omistivat 25 % suomalaisista yhtiöistä ja ulkomaalaisomistusta ei ollut. Kun pääomamarkkinat avautuivat, niin vuoteen 2000 mennessä pankkien omistusosuus oli laskenut 4 %:iin ja ulkomaalaisomistus kasvanut 53 %:iin.²⁰⁷ Yhtiöiden rahoitusjärjestelmä siis muuttui totaalisesti. *Hyytinen et al.*²⁰⁸ huomauttavat kuitenkin, että omistusrakenne ei Suomessa muuttunut radikaalisti hajautuneemmaksi, vaikka sijoittajansuoja paranikin. Seuraavassa taulukossa (taulukko 4) on esitetty suomalaisten listayhtiöiden suurimman omistajan osuus kassavirta- ja äänivaltaoikeuksista vuodesta 1980 vuoteen 2000.

²⁰⁷ Hyytinen et al. 2003, s. 273

²⁰⁸ Hyytinen et al. 2003, s. 275-276

Taulukko 4.²⁰⁹Suurimman omistajan osuus

vuosi	Kassavirtaoikeudet (ka. ja med.)	Äänivaltaoikeudet (ka. ja med.)
1980	22 % / 14 %	-----
1985	25 % / 15 %	23 % / 14 %
1990	28 % / 22 %	29 % / 18 %
1995	28 % / 22 %	36 % / 30 %
2000	28 % / 23 %	34 % / 31 %

Taulukosta on havaittavissa, että Suomessa yhtiöiden omistusrakenteessa ei ole tapahtunut suuria muutoksia. Listayhtiöille on tavallista, että niissä on vähintään yksi kontrolloiva omistaja. Itse asiassa n. 60 % suomalaisista listayhtiöistä sisälsi kontrolloivan omistajan (yli 20 % omistus) vuonna 2007 tehdyn selvityksen²¹⁰ mukaan. Suomalaisille listayhtiöille ei sen sijaan ole erityisen tyypillistä kassavirta- ja äänivaltaoikeuksien erottaminen toisistaan. Omistusrakennepöytäkirjan mukaan Suomessa kontrolloivat omistajat eivät ole taipuvaisia pyramidirakenteita tai ristiinomistuksia muiden omistajien kanssa. Lisäksi merkittävät osakassopimukset ovat harvinaisia ja ne ovat hyvin markkinoiden tiedossa.²¹¹

Suomalaisista vallitsevista yhtiörakenteista voisi päätellä, että merkittävin muutos on tapahtunut ja tapahtumassa omistajissa eikä varsinaisesti omistusrakenteissa. Omistus siirtyy globalisaation myötä erilaisille tahoille kuin ne, jotka kontrolloivat yhtiöitä 80-luvulla. Vaikka ulkomainen omistus, joka nyt on n. 50 %, on laskenut vuoden 2000 huippulukemista (73 %)²¹², niin merkittävä osuus yhtiöiden kontrollivoimasta sijaitsee ns.

²⁰⁹ Taulukon luvut Hyytinen et al. 2003, s. 275

²¹⁰ Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007), s. 43

²¹¹ Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007), s. 43

²¹² FESE Share Ownership Structure in Europe (2005), s. 31

”kasvottomien” omistajien käsissä. Haasteena tällöin on se, että miten kaikkien omistajien kesken pystytään luomaan yhteinen linja yhtiön johtamisesta ja miten informaatiota jaetaan etutahoille.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

6.1 Tutkielman lähtökohdat

Osakeyhtiömuotoisen yrityksen toimiessa julkisilla markkinoilla, päämies-agentti-ongelmat ovat alati läsnä. Yritys voi elää pitkäänkin seesteistä aikaa mitä tulee omistusrakenteen muutoksiin ja toimintastrategiaan. Sekä omistusrakenteeseen ja toimintastrategiaan että hallinto-organien koostumukseen voi tulla kuitenkin nopeasti muutoksia, koska määräysvalta muutosten toteuttamiseen on hankittavissa markkinoilta.

Yrityksen toimintastrategiaa tai sen muutokset toteuttaa yritysjohto. Viimekädessä siitä, miten yrityksen varallisuutta hyödynnetään liiketoiminnassa, päättää kuitenkin hän, jolla on yhtiön osake eikä hän, jolla on työhuone yhtiön pääkonttorissa tai puheenjohtajan nuija. Päätösvallan jaon suhteen voi päämies-agentti-ongelma kärjistyä joko, yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välille tai eri osakkeenomistajien välille.

Tämän tutkielman tavoitteena oli luoda määritelmä päämies-agentti-ongelmasta osakeyhtiömuotoisessa yrityksessä ja kartoittaa ne lainsäädännön ja virallisoheistuksen keinot, joilla päämies-agentti-ongelmiin puututaan ja osakeyhtiön valtarakenne pidetään toimivana. Koska omistussuhde yhtiöön on avaintekijänä yhtiön kontrolloinnissa, suureksi teemaksi nousi osakkeen äänioikeusteoria ja erilaisten omistusrakenteiden merkitys sen rinnalla. Suorat ohjeistukset ja myös teemaan liittyvä ydinlainsäädäntö suurelta osin oli loogista kerätä corporate governance-kehysten sisään.

6.2 Päätelmiä ja loppusanoja

Määräysvalta osakeyhtiössä kuuluu osakkeenomistajille, jotka kantavat residuaaliriskin viimesijaisena edunsaajana yhtiön tuloksesta. Tämä on myös yksiselitteisesti määritelty yhtiölainsäädännöllä. Yhtiölainsäädännön tehtävänä on myös antaa riittävä suojaa vähemmistöosakkeenomistajille ja ulkopuolisista etutahoista velkojille. Suomessa osakeyhtiölaki myös antaa hyvän suojan vähemmistöosakkeenomistajille ja velkojille. Vaikka suora sääntely takaa teoriassa asiaankuuluvan kontrollimahdollisuuden tärkeimmille etutahoille, liittyy yksittäisiin päätöksentekokäytäntöihin ja omistusrakenteisiin monia seikkoja, joita lainsäädännössä ei ole mahdollista huomioida.

Teoriassa osakkeeseen liittyvä vallankäyttö, jonka oikeutus perustuu sijoitettuun pääomaan, toimii tehokkaimmin, jos valtaa on samassa suhteessa vallan panttina olevaan pääoman sijoitukseen. Tämä suhde on kuitenkin muutettavissa niin, että valtaa on enemmän kuin sellaisilla tahoilla, joilla on vastaavasti enemmän riskipääomaa menetettävänä. Vähemmistöosakkeenomistuksella on mahdollista hankkia määräysvalta joko erilajisten osakkeiden avulla tai erilaisilla omistusrakenteilla.

Eriajisten osakkeiden käyttöä on helppo kontrolloida yhtiölainsäädännöllä. Suomessa OYL esimerkiksi antaa toisaalta vapaat kädet liittää haluttu määrä äänioikeutta osakkeeseen, mutta yhtiökokouksessa ”ylimääräisten” äänien käyttöä suhteessa muihin osakelajeihin vastaavasti kontrolloidaan. Erilaiset ristiinomistukset ja holding-yhtiöiden käyttö voivat keskittää määräysvallan taholle, jolla ei ole kohdeyhtiössä vastaavaa pääomansijoitusta. Ongelmat, joita tällaiset rakenteet mahdollisesti luovat, eivät ole yhtiöoikeuden ratkaistavissa jos yhtiörakenteet on instrumentoitu lain mukaisesti ja varsinainen päätöksenteko suoritetaan samoin.

Kun päämies-agentti- ongelmat siirtyvät yhtiöoikeuden ulottumattomiin, muodostaa arvopaperimarkkinasääntely tärkeimmän osan oikeussuojasta. Määräysvallan käytön sijasta arvopaperimarkkinasääntely kontrolloi etupäässä informaation jakamista etutahojen kesken. Informaatioepäsymmetria on osa päämies-agentti- ongelman perustaa. Yhtiölainsäädäntö pyrkii poistamaan yhtiön sisäisen informaatioepäsymmetrian aiheuttamia ongelmia, mutta ulkopuolisilla markkinoilla, joilla samalla yhtiöiden määräysvallasta käydään kauppaa, arvopaperimarkkinasääntely huolehtii informaation tasapuolisesta jakelusta.

Hyvä vähemmistösuoja ja turvallinen informaatioympäristö luovat markkina-alueelle houkuttelevuutta. Suomessa molemmat alueet ovat tehokkaasti säänneltyjä. Tutkielman aihealueen ulkopuolelta mainittujen seikkojen lisäksi verosääntelyllä on suuri merkitys markkina-alueen imagolle. Verosääntely voi itse asiassa ratkaisevasti vaikuttaa pääoman tuloon tai pitäytymiseen loitolla markkina-alueelta vaikka muu sääntely olisi kunnossa.

Suomalainen yritysmaailma elää mielenkiintoista vaihetta varsinkin kansainvälisillä pääomamarkkinoilla operoivien yhtiöiden osalta. Yhtiölainsäädäntö ja arvopaperilainsäädäntö sinänsä ovat kunnossa, mutta ajatusmaailma markkinaehtoisesta toiminnasta ja omistuksenjärjestelyistä alkaa vasta vähitellen yhteiskunnallisesti aueta. Rakennemuutos on ollut melko nopeaa ja siirtyminen yksityis- tai valtio-omistuksista markkinaehtoiseen omistukseen luo haasteita.

Viime aikojen suuri teema on ollut yritysten vastuu myös muista etutahoista osakkeenomistajien ja velkojien lisäksi. Joista mainittakoon erityisesti vastuu työntekijöistä. Markkinaehdoilla toimiessa eivät yhteiskuntavastuu ja tulostavoitteet aina sovi yhteen. Kuten esimerkiksi

*Toiviainen*²¹³ päätelee, osakeyhtiön toiminnassa on kysymys hyödykkeiden tuottamisesta ihmisille, vaikka sen oikeudellinen tarkoitus on voiton tuottaminen osakkeenomistajille.

Nämä modernit ongelmat suomalaisessa yritysmaailmassa, jotka vielä konkreettisesti kärjistyivät kirjoitustyön aikana, antoivat tutkielmatyölle oman lisäpotkunsaa. Työn yhdeksi tavoitteeksi pääteemojen lisäksi muodostui se, että tutkielma antaisi kuvan siitä, missä määrin lainsäädäntöön voidaan vedota "huonojen päätösten" edessä ja milloin ongelmat on ennakoitava ja otettava muuten huomioon.

Osakeyhtiön päätöksenteko on niin säännelty, että teoriassa vain hurjalla enemmistöosuudella osakkeista voi dominoida kaikkia päätöksiä. Teoriassa yhtiökokouskäytäntö antaa hyvät mahdollisuudet olla mukana vaikuttamassa päätöksiin. Käytännön ongelmana on ensinnäkin se, että markkinayhtiöiden yhtiökokouksissa äänioikeuttaan käyttää vain pieni osa osakkeista. Syynä on osittain se, että suuria osakemääriä makaa ulkomaisen omistuksen johdosta passiivisena. Syynä on kuitenkin myös yksittäisten omistajien poissaolo ja äänestysshaluttomuus yhtiökokouksessa. Tällöin pienemmälläkin äänimäärällä on mahdollista nujia merkittäviä päätöksiä läpi.

Markkinaehtoisen toiminnan jalkautuminen Suomeen on tuonut samalla päämies-agentti- ongelmat ja corporate governance- järjestelmät. Yhteiskunnallisesti on ollut mielenkiintoista seurata reaktioita (varsinkin negatiivisia), joita suuret yritysjohtojen optiojärjestelyt ja yritysostot ovat synnyttäneet. Optiot ja yritysvaltauksset, kaksi merkittävää tekijää tehokkaiden markkinoiden ja toimivan corporate governance- järjestelmän takana – mitä siis tulee päämies-agentti- suhteisiin ja intressiristiriitoihin. Kyseenalaistaa voidaan tietysti se, kuinka pääomaorientoitunut markkina-alue tahdotaan Suomeen tai Eurooppaan luoda.

²¹³ Toiviainen 2004, s. 407

Tämä tutkielma käsitteli pääosin yritysjohton ja osakkeenomistajien välisiä suhteita. On selvää, että muut etutahot alkavat saada yhä enemmän huomiota. Kun osakkeenomistajia houkuttelevia markkina-alueita luodaan, jäävät muut etutahot helposti vähemmälle huomiolle. Velkojansuojasta ei yleensä tingitä, mutta työntekijät ja miksei yhteistyökumppanitkin ovat sitä turvattomammassa asemassa, mitä tehokkaammiksi markkinat muuttuvat.

Löytyy selvä ristiriita siitä, että suuret institutionaaliset omistajat pystyvät operoinnillaan tekemään markkinoista entistä tehokkaammat ja pääoma allokoituu oikeisiin kohteisiin, mutta samalla yhtiö voidaan repäistä irti entisistä sidosryhmistään. Suomessa valtio on jo suurena osakkeenomistajana kiinnittämässä enemmän huomiota vallan käyttöön omistamissaan yhtiöissä. Merkinä siitä voidaan pitää valtioneuvoston alaisuuteen perustettua omistajaohjausosastoa.

Päämies-agentti- ongelmat ja kontrolli osakeyhtiössä ovat laajoja teemoja, jotka vaativat jo paljon rajauksia yhden tutkielman sisällä. Aihealueen sisältä löytyy monia polkuja, jotka olisivat jatkotutkimuksen arvoisia. Juridisesti mielenkiintoinen alue löytyisi esimerkiksi vahingonkorvaussääntelystä päämies-agentti- teorian valossa. Osakkeenomistajien välisiä suhteita määrittävät osakassopimukset käsiteltiin hyvin suppeasti tässä tutkielmassa, mutta olisivat sopimuksina oman oikeudenalansa myötä myös mielenkiintoinen tutkimusteema.

Osakassopimukset saavat sitä suuremman roolin yritysmaailmassa, mitä kansainvälisemmäksi markkinat muodostuvat. Tällä tarkoitetaan tässä kohdin sitä, että markkina-alueen laajentuessa ja tullessa kirjavammaksi, niiden läpinäkyvyys samalla pienenee. Osakassopimukset, jotka eivät ole julkisia sekä monimutkaiset ristiinomistukset luovat merkittäviä uusia haasteita kansainvälisissä kontrolli- ja omistusjärjestelyissä.

Lopuksi esitetään vielä näkökulmaa laajentaen huomio tutkimusteeman merkityksestä. Kansainvälisellä pääomakentällä tulee lähitulevaisuudessa tapahtumaan todennäköisesti suuria asioita varsinkin sen vuoksi, että avautuvien aasialaisten markkinoiden takana odottaa massiivisia varallisuuksia, jotka voivat muokata huomattavasti sekä eurooppalaisia, että amerikkalaisia omistusrakenteita. Tällöin ei ole merkityksetöntä luoda kuvaa kontrollijärjestelmistä, joita eri markkina-alueiden sääntelyt tukevat.

LÄHDELUETTELO

KIRJALLISUUS

Adams, Renee & Ferreira, Daniel. 2007. *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*. ECGI Working Paper Series in Finance. Working paper Nro 177/2007.

Saatavilla:

http://ssrn.com/abstract_id=987488

Andersson R. C., Mansi S. A., Reeb D. M. 2002. *Founding family ownership and the agency cost of debt*. Journal of Financial Economics 68 (2003) s. 263–285.

Annola, Vesa Antero. 2005. *Informaatio, Sisäpiiri, Markkinat*. Vaasa: Ykkös-Offset.

Bebchuk, L., Kraakman, R. & Triantis, G. 1999. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*.

Saatavilla:

<http://papers.ssrn.com/abstract=147590>

Berle, Adolf A. & Means, Gardiner C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Limited review by Murray L. Weidenbaum & Mark Jensen.

Saatavilla:

<http://books.google.com/books?q=The+Modern+Corporation+and+Private+Property&spell=1&oi=spell>

Cheffins, Brian R. 1997. *Company Law: Theory, Structure and Operation*. Oxford: Clarendon Press.

Cronqvist, Henrik & Nilsson, Mattias. 2003. *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*. Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol 38 No. 4. December 2003 s. 695-719.

Ferreira, M., Massa, M., Matos, P. 2007. *Shareholders at the Gate? Cross-Country Evidence on the Role of Institutional Investors in Mergers and Acquisitions*. EFA 2007 Ljubljana Meeting paper.

Saatavilla:

<http://ssrn.com/abstract=966107>

Gilson, Ronald J. & Whitehead Charles K. 2007. *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*. Law and Economics Working Paper No.302 Columbia University Law School.

Saatavilla:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991352

Helminen, Sakari. 2006. *Osaakeyhtiön yhtiöjärjestys*. Helsinki: Karisto.

Hyytinen, A., Kuosa, I., Takalo, T. 2003. *Rahoitusmarkkinoiden kehitys Suomessa 1980-2002*. Kansantaloudellinen aikakauskirja –99.vsk.–3/2003 s. 266-277.

Iqbal, Zahid & French, Dan W. 2006. *Executive share ownership, trading behavior, and corporate control: Evidence from top management turnover during financial distress*. Journal of Economics and Business 59 (2007) s. 298–312.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*.

Saatavilla:

<http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>

Kahan, Marcel & Rock, Edward B. 2006. *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*. ECGI - Law Working Paper No. 76/2006.

Saatavilla:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=919881

Kaisanlahti, Timo. 1998. *Osakkeen jakamattomuus ja osakkaan äänioikeuden perusta*. Teoksessa: *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2*. (toim.) Kanninen, Vesa & Määttä, Kalle. Helsinki: Multiprint.

Kaisanlahti, Timo & Sarkio, Leena. 2000. *Corporate Governance ja valtionyhtiöt – Kehittämistarpeet*. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 25/2000. Helsinki: Edita.

Kaisanlahti, Timo. 2001. *Corporate Governance in State-Owned Companies*. Ministry of Trade and Industry Finland- Studies and Reports. Helsinki: Edita.

Kanninen, Vesa. 1996. *Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies-agentti- teoria*. Teoksessa: *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*. (toim.) Kanninen, Vesa & Määttä, Kalle. Tampere: Gaudeamus.

Khachaturyan, Arman. 2006. *The One-share-One-Vote Controversy in the EU*. ECMI Paper No. 1/ August 2006.

Saatavilla:

<http://ssrn.com/abstract=908215>

Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa. 2004. *Moderni rahoitus*. Vantaa: Dark.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. 1998. *Corporate Ownership Around the World*. The Journal of Finance Vol. 14 No. 2, April 1999 s. 471-517.

Lauriala, Jari. 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita.

Li, D., Moshirian, F., Kien Pham, P., Zein, J. 2004. *When Financial Institutions are Large Shareholders – The Role of Macro Corporate Governance Environments*. School of Banking and Finance. University of New South Wales.

Saatavilla:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=921963

Mähönen, Jukka. 2001. *Tulo- ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä*. Helsinki: Edita.

Mähönen, Jukka. 2005. *Kansainväliset tilinpäätösstandardit ja yhtiöoikeus*. Helsinki: Edita.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo. 2006a. *Osakeyhtiö 1 : Yleiset opit*. Porvoo: WS Bookwell.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo. 2006b. *Osakeyhtiö 2 : Pääomarakenne ja rahoitus*. Porvoo: WS Bookwell.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo. 2006c. *Osakeyhtiö 3 : Corporate governance*. Porvoo: WS Bookwell.

Perrotti, Enrico. 2004. *State Ownership: The residual Role?* World Bank Policy Research Working Paper 3407, September 2004.

Saatavilla:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=625284

Puttonen, Vesa & Repo, Elias. 2006. *Miten sijoitan rahastoihin*. Juva: WS Bookwell.

Randøy, Trond & Goel, Sanjay. 2003. *Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: implications for financing entrepreneurial opportunities*. Journal of Business Venturing 18 (2003) s. 619–637.

Rudanko, Matti. 2004. *Yritysjuridiikka – kauppaoikeutta vai liiketaloutta?* Lakimies 7–8/2004 s. 1225–1243.

Singh, Manohar & Davidson III, Wallace M. 2003. *Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms*. Journal of Banking & Finance 27 (2003) s. 793–816.

Söderström, T. H., Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt P., Meyersson Milgrom, E. M. 2003. *Corporate Governance and Structural Change-European Challenges*. SNS Economic Group Report 2003. Kristianstadt: Kristianstadts Boktryckeri.

Timonen, Pekka. 1997. *Määräysvalta, hinta ja markkina voima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely*. Jyväskylä: Gummerrus.

Timonen, Pekka. 2000. *Corporate governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys*. Jyväskylä: Gummerrus.

Toiviainen, Heikki. 2004. *Yrityksen yhteiskuntavastuu ja corporate governance*. Business Law Forum 2004.

Saatavilla:

<http://www.edilex.fi/lakikirjasto/3076.pdf>

Villa, Seppo. 2001a. *Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet*. Jyväskylä: Gummerrus.

Villa, Seppo. 2001b. *Välipääomarahoitus*. Jyväskylä: Gummerrus.

Villa, Seppo. 2003. *Velkojan asema osakeyhtiössä*. Saarijärvi: Gummerrus.

Villalonga, Belen & Amit, Raphael. 2006. *How do family ownership, control and management affect firm value?* *Journal of Financial Economics* 80 (2006) s. 385–417.

Werlauff, Erik. 1993. *EC Company Law. The common denominator for business undertakings in 12 states*. Copenhagen: Jurist- og Økonomforbundets Forlag/DJØF Publishing.

VIRALLISLÄHTEET

Euroopan yhteisön perustamissopimus (konsolidoitu toisinto 2002)

Lait ja asetukset:

Arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495)

Laki elinkeinotulon verottamisesta (24.6.1968/360)

Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (1368/2007)

Lag om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag (464/1987) (Ruotsi)

Osakeyhtiölaki (624/2006)

Osakeyhtiölaki (734/1978)

Sijoitusrahastolaki (48/1999)

The Investment company act of 1940 (Yhdysvallat)

Tuloverolaki (1535/1992)

Valtionvarainministeriön asetus 515/2004

Direktiivit:

Direktiivi tiettyjen omistajanoikeuksien käytöstä (Dir/2007/36/EC)

Ostotarjousdirektiivi (Dir/2004/25/EC)

Hallituksen esitykset:

Hallituksen esitys (109/2005) Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

Hallituksen esitys (6/2006) Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta.

Ohjeet, raportit ja muistiot:

Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositukset

Saatavilla:

<http://www.arvopaperilautakunta.fi/?2>

FESE: Shareholder Structure in Europe 2006

Saatavilla:

http://www.fese.eu/_lib/files/FESE%20Share%20Ownership%20Structure%20in%20Europe%202006.pdf

Listaamattomien yritysten Corporate Governance- raportti (21.9.2005)

Saatavilla:

http://www.keskuskauppakamari.fi/kkk/julkaisuja/selvityksetjatutkimukset/fi_FI/selvitykset_ja_tutkimukset/files/74602681347473603/default/cg-%20raportti%2021%209%202005%20pdf.pdf

OECD: Principles of Corporate Governance 2004

Saatavilla:

<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

Oikeusministeriön arviomuistio 26/41/2007

Saatavilla:

<http://www.om.fi/Etusivu/Vireilla/Saadoshankkeet/Yhtiooikeus/1189657158927>

OMX Pohjoismaisen Pörssin Helsingin säännöt.

Saatavilla:

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/markkinatoimijat/saannot/helsinkirulesregulations>

Rahoitustarkastuksen määräyskokoelma (17.12.2007)

Saatavilla:

<http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Maarayskokoelma/etusivu.htm>

Report on the Proportionality Principle in the European Union 2007

Saatavilla:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä 2003

Saatavilla:

http://www.keskuskauppakamari.fi/kkk/julkaisuja/selvityksetjatutkimukset/fi_FI/selvitykset_ja_tutkimukset/files/73787882670064926/default/cg.pdf

The Combined Code on Corporate Governance 2003

Saatavilla:

http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf

Oikeustapaus:

KHO:2008:6

Muut Internetlähteet:

Elisan yhtiökokouspöytäkirja 21.1.2008

Saatavilla:

http://www.elisa.fi/ir/docimages/attachment/0764_001.pdf

Elisan pörssitiedote 27.2.2008

Saatavilla:

<http://www.elisa.fi/ir/index.cfm?t=5&o=5110.00&did=14690>

Elisan suurimmat omistajat

Saatavilla:

http://www.elisa.fi/ir/index.cfm?t=4&o=4125.00&redir=archive_dropdown.cfm

Patentti- ja rekisterihallitus: yritysten lukumäärä kaupparekisterissä

Saatavilla:

<http://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/tietopalvelut/yritystenlkm/lkm.html>