

**LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO**  
KAUPPATIETEIDEN OSASTO  
Laskentatoimi

**OSAKEYHTIÖN NIMELLISARVOTON PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ**

Tutkielman aihe on hyväksytty Lappeenrannan teknillisen yliopiston kauppätieteiden osaston osastoneuvostossa 4.5.2004.

Työn tarkastajat:           Professori Ulla Kotonen  
  Professori Seppo Villa

Lappeenranta 17.8.2004

Katri Lehtikangas  
Ruotsalaisenraitti 3 B 20  
53850 Lappeenranta  
puh. 040-7395588

## TIIVISTELMÄ

**Tekijä:** Katri Lehtikangas  
**Nimi:** Osakeyhtiön nimellisarvoton  
pääomajärjestelmä  
**Osasto:** Kauppatieteiden osasto  
**Vuosi:** 2004

**Pro gradu -tutkielma.** Lappeenrannan teknillinen yliopisto.  
110 sivua ja 6 kuvaa

**Tarkastajat:** professori Ulla Kotonen  
professori Seppo Villa

**Hakusanat:** osakeyhtiö, osakkeen nimellisarvottomuus,  
oma pääoma

**Keywords:** corporation, share of no par value,  
shareholder's equity

Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella, millainen pääomajärjestelmä vastaisi parhaiten markkinoiden tämän hetken vaatimuksiin yritysten välisessä kilpailussa. Tutkimuksessa selvitetään, millaisen sääntelyn puitteissa nykyinen osakeyhtiömuoto ilmenee ja miten osakeyhtiölaillinen sääntely ja osakeyhtiö toimijana esiintyvät tutkimuksellisesti. Lisäksi tarkastellaan, mitkä tekijät ovat osaltaan vaikuttaneet siihen, että yritysten tulisi uudistaa pääomajärjestelmäänsä, jotta ne voisivat järjestää toimintansa mahdollisimman tehokkaasti.

Tämän tutkielman luonne on puhtaasti teoreettinen. Tutkimus on suoritettu teoreettisesta näkökulmasta pohtien osakeyhtiöiden toiminnan sääntelyä ja millainen pääomajärjestelmä vastaisi nykyisiin liiketoiminnan vaatimuksiin parhaiten. Teorian avulla pyritään lisäämään ymmärtämystä, miksi tarvitaan uutta pääomajärjestelmää ja mitkä tekijät ovat muuttuneet niin, että nykyinen osakeyhtiölain sääntely ei ole enää tehokasta.

Lopputuloksena voidaan todeta, että nimellisarvoton pääomajärjestelmä haastaa vahvasti perinteisen pääomarakenteen, sillä sen voisi katsoa vastaavan parhaiten kansainvälistymisen ja rahoitusmarkkinoiden tuomiin tämän hetken vaatimuksiin. Nimellisarvoton pääomajärjestelmä muuttaa osakeyhtiön merkityksellisesti vapaan ja sidotun oman pääoman erien suhdetta tuoden uusia mahdollisuuksia varainhankintaan ja rakenneratkaisuihin.

## **ABSTRACT**

**Author:** Katri Lehtikangas  
**Title:** Osakeyhtiön nimellisärvoton pääomajärjestelmä  
**Department:** Department of Business Administration  
**Year:** 2004

**Master's Thesis.** Lappeenranta University of Technology.  
110 pages and 6 figures

**Supervisors:** professori Ulla Kotonen  
professori Seppo Villa

**Keywords:** corporation, share of no par value,  
shareholder's equity

The main objective of this study is to examine what kind of capital structure would be the best for corporation in present competitive environment. This study clarifies how we define corporation today and under the circumstances it functions. This study also looks into factors that argues on behalf of rearranging companies act and corporation's capital structure.

This study is purely theoretical. Study is carried out with the help of theoretical approach in order to analyze the regulation of corporation's actions and the best capital structure for it. The theoretical approach will increase the understanding why rearranging companies act is needed and current topic for corporations.

As a result can be stated that capital structure with no par value shares challenges strongly the traditional capital structure. It can be seen to correspond the demands like the change in financial markets and globalization better than the traditional system. The capital structure with no par value shares does a significant change between invested

capital and free shareholder's equity. It also brings new possibilities to corporation funding and structuring.

## ALKUSANAT

Minulta kysyttiin pienenä haaveammattia. Vastasin: ”Minusta tulee ainakin hieno rouva”. Kauppatieteen maisterin tutkinnon suorittuani joudun ehkä ottamaan muutaman lisäkurssin, jotta lapsuuden haaveeni toteutuisi.

Lämpimät kiitokset professori Ulla Kotoselle työn ohjauksesta, hyvistä kommentteista ja siitä, että minulle annettiin mahdollisuus tehdä tutkimus aiheesta, joka oikeasti kiinnostaa minua. Suuret kiitokset kuuluvat myös professori Seppo Villalle opastuksesta tutkimusteeman pariin ja asiantuntevista kommentteista. Lappeenrannan teknillistä yliopistoa ja tukisäätiötä haluan kiittää siitä rahallisesta tuesta, jonka olen saanut opiskeluihini. Lisäksi haluan kiittää perhettäni kannustuksesta, tuesta ja kaikista niistä lukuisista kirjastosta lainatuista kirjoista 18 vuotta kestäneen koulutieni varrella.

Iso halaus kuuluu Sinulle Olli. Jaat kanssani elämän ilot ja surut.

Lappeenrannassa 17.8.2004

Katri Lehtikangas

## SISÄLLYSLUETTELO

<b>1 JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1 Osakeyhtiö johtavana liiketoiminnan muotona .....	1
1.2 Osakeyhtiötä koskevan sääntelyn muutos .....	2
1.3 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset .....	4
1.4 Tutkimusaineisto ja menetelmät.....	6
1.5 Tutkimuksen rakenne .....	8
1.6 Olennaiset määritelmät ja niiden käyttö tutkimuksessa .....	9
<b>2 OSAKEYHTIÖMUOTO JA LIIKETOIMINTA</b> .....	<b>11</b>
2.1 Osakeyhtiön toiminnan lähtökohta .....	11
2.2 Osakeyhtiön piirteet.....	13
2.2.1 Rajoitettu vastuu .....	14
2.2.2 Sidotun pääoman pysyvyys .....	15
2.2.3 Enemmistöperiaate .....	16
2.2.4 Yhdenvertaisuusperiaate ja yleiset lausekkeet .....	17
2.2.5 Oikeushenkilöllisyys.....	17
2.2.6 Voiton tuottaminen .....	18
2.2.7 Osakkeiden vapaa luovutettavuus .....	19
2.2.8 Johdon velvollisuus edistää osakkaiden etua .....	19
2.2.9 Sopimusvapaus .....	20
2.2.10 Vähemmistön suojeleminen.....	20
2.3 Osakeyhtiön toimintaa koskevat säännökset .....	21
2.4 Osakeyhtiö ja instituutiot .....	22
2.4.1 Yleisesti instituutioista.....	22
2.4.2 Osakeyhtiön institutionaalinen sisältö .....	27
2.4.3 Instituution merkitys osakeyhtiölle .....	29
2.4.4 Instituutioiden muutos.....	30
2.5 Modernin yrityksen teoria ja osakeyhtiö .....	32
2.5.1 Lähtökohdat.....	32
2.5.2 Coasen teoreema ja transaktiokustannukset.....	36
2.5.3 Päämies-agentti suhde osakeyhtiössä .....	40
2.5.4 Varallisuus oikeudet.....	42
2.5.5 Osakeyhtiö sopimusverkkona .....	45
2.6 Yhteenveto .....	55
<b>3 OSAKEYHTIÖN PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ</b> .....	<b>58</b>
3.1 Osakeyhtiöoikeuden ja pääomarakenteen muutospaineet.....	58
3.1.1 Rahoitusmarkkinoiden muutos ja kansainvälistyminen.....	59
3.1.2 Osakeyhtiöiden oikeudellinen toimintaympäristö .....	64
3.1.3 Pyrkimys yritystoiminnan tukemiseen .....	65
3.1.4 Yhteinen vai erillinen osakeyhtiölaki? .....	67
3.2 Osakeyhtiölain mukainen pääomarakenne ja muutokset .....	69
3.2.1 Oman pääoman tunnusmerkit.....	69
3.2.2 Osakkeen nimellisarvo ja nimellisarvottomuus .....	71
3.2.3 Vertailu OYL 11:6 §:n mukaisen taseen ja nimellisarvottomuuteen perustuvan taseen välillä .....	73

3.2.4 Nimellisarvottomuuden merkitys pääomarakenteelle.....	80
3.3 Uuden sääntelyn mahdollistamat laajennukset yrityksen toimintaan.....	82
3.3.1. Osakeannit.....	82
3.3.2 Osakkeiden lunastaminen ja hankkiminen.....	84
3.3.3 Pääomasijoitus vapaaseen omaan pääomaan .....	85
3.3.4 Optiot ja vaihtovelkakirjalaina .....	85
3.3.5 Yritysjärjestelyt.....	86
3.4 Uuden sääntelyn vaikuttaminen osakeyhtiömuotoon .....	88
3.4.1 Yhtiöoikeuden harmonisointi.....	88
3.4.2 Osakeyhtiö mallisopimuksena .....	91
3.4.3 Intressiryhmien asema sopimusverkossa .....	99
3.5 Yhteenveto .....	102
<b>4 JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>105</b>
<b>LÄHDELUETTELO.....</b>	<b>111</b>



# 1 JOHDANTO

## 1.1 Osakeyhtiö johtavana liiketoiminnan muotona

Osakeyhtiö yritysmuotona on ottanut johtavan paikan markkinatalousmaailmassa. Menestys perustuu osakeyhtiömuodon perusnormiston yhtenäiseen kehitykseen, jolloin niin sijoittajien, asiakkaiden, työntekijöiden, rahoittajien kuin julkisen vallan tarpeet kohtaavat. (Backman et al. 1997, 13 & 21) Osakeyhtiömuoto ei myöskään rajoitu johonkin erityiseen toimialaan, yrityskokoon tai omistajuuteen. Kaupparekisterin mukaan (30.6.2003) osakeyhtiöitä oli 234 492, kun erilaisia yrityksiä oli kaupparekisterissä kaikkiaan 512 471. Nämä luvut kertovat, että osakeyhtiö on yritysmuodoista yleisin ja kansantaloutemme kannalta erittäin merkittävä tekijä. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 44)

Osakeyhtiön etuna muihin liiketoimintaa harjoittaviin yritysmuotoihin nähden on pidetty sen soveltuvuutta pääomien keräämiseen. Osakeyhtiömuodossa sijoittajaa houkuttelevat erityisesti osakeyhtiön ominaisuudet osakkeenomistajan rajoitetusta vastuusta yrityksen veloista, markka- ja ääniperiaate, osakkeen helppo luovutettavuus ja omistusosuuden perusteella määräytyvä oikeus osaan yhtiön voitoista. (OM 2000, 6) Osakeyhtiön toimintaa, niin oikeudellisia kuin taloudellisiakin prosesseja, säätelee osakeyhtiölaki. Osakeyhtiölaki yleislakina antaa puitteet kaikille osakeyhtiömuodossa toimiville yrityksille ja se on avainasemassa ohjaamassa erilaisten osakeyhtiöiden toimintaa. Kuitenkin talouselämän tarpeiden vaikutus osakeyhtiöiden kehityksessä on ollut merkittävä. Yhteyden voi huomata siten, että osakeyhtiöoikeus on kehittynyt länsimaissa

pääpiirteissään samansuuntaiseksi. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 22)

## **1.2 Osakeyhtiötä koskevan sääntelyn muutos**

Perinteisesti Suomessa on osakeyhtiölain sääntelyssä seurattu Pohjoismaisia suuntaviivoja. Traditio näkyy nykyisessä osakeyhtiölaissamme (734/1978). Kuitenkin yhteiskuntarakenne ja yrityselämän puitteet ovat muuttuneet kahdessakymmenessä vuodessa olennaisesti. Osakeyhtiöiden toimintaedellytykset ovat kehittyneet ja muu lainsäädäntö on muuttunut, joten myös osakeyhtiötä koskevien lakien ja säännösten on otettava huomioon muuttuneet olosuhteet. Suomen liityttyä Euroopan unioniin tehtiin vuoden 1980 lakiin laaja osittaisuudistus vuonna 1997 (145/97). Sen tarkoituksena oli pyrkiä lisäämään sopimusvapautta, lain johdonmukaisuutta ja laajentamaan osakeyhtiöiden toimintamahdollisuuksia. (Linnainmaa 2003) Vuoden 1997 tehdyn uudistuksen jälkeen pohjoismaiden merkitys on kuitenkin vähentynyt ja muiden EU:n oikeudellisten järjestelmien merkitys kasvanut. Muutokset pääomamarkkinoilla, yleisesti yhteiskunnallisella tasolla sekä EU:n yhdentymiskehitys ovat vaikuttaneet osaltaan lainsäädännön vaatimuksiin ja näin ollen laki ei ole enää vastannut täysin sille asetettuja vaatimuksia.

Työryhmä, joka valmisteli osakeyhtiölain kokonaisuudistusta, jätti mietintönsä muutoksista oikeusministeriölle 6.5.2003. Työryhmä on laatinut ehdotuksen kokonaan uudeksi osakeyhtiölaiksi. Yleinen maailmankaupan ja sijoitustoiminnan vapautuminen ovat merkinneet yhä suurempaa kilpailutilannetta yritysten välillä ja nämä tekijät ovat osaltaan nostaneet osakeyhtiöiden sääntelyn yhdeksi tärkeäksi kilpailutekijäksi (OM 2000, 1). Osakeyhtiölain uudistuksessa on pyritty saavuttamaan entistä joustavampi laki, jonka avulla yritykset voivat paremmin järjestää toimintansa kilpailukykyisemmäksi. Työryhmän

mukaan uudistettu laki voisi lisätä Suomen houkuttelevuutta kansainvälisesti katsoen ja saattaisi tuoda Suomeen yrityksiä ja helpottaa yrittäjyyttä. (Airaksinen 2003b, 7-8)

Mietintöön sisältyy merkittävä kokonaisuus ehdotus siirtymisestä aitoon nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään, jolloin katkaistaan side osakeoikeuksien ja osakepääoman välillä. Uudistus tulisi olemaan laajakantoinen, koska sillä tulisi olemaan vaikutus kaikkiin osakkeeseen liittyviin tapahtumiin kuten osakeanteihin, optio-oikeuksiin, yritysjärjestelyihin, omien osakkeiden hankkimiseen ja lunastamiseen. Huomattavaa on myös, että aito nimellisarvottomuus poikkeaa huomattavasti perinteisestä pohjoismaisesta traditiosta. (Airaksinen 2003a, 944–945)

Suomessa nimellisarvottomuus toisi uudenlaisen näkökulman yrityksen pääomajärjestelmään. Aiheena se on ajankohtainen, sillä se tulee koskemaan kaikkia suomalaisia osakeyhtiöitä. Nimellisarvottomuuden perusta tulee eurooppalaisesta suuntauksesta pois osakkeiden nimellisarvosta. Tutkimuksen kautta pyritään saamaan parempi ymmärtämys, mihin taloudellisiin ajatuksiin ja markkinoiden vaatimuksiin pääomajärjestelmä perustuu ja miksi on tärkeää muuttaa perinteistä nimellisarvoon perustuvaa pääomajärjestelmää. Tutkimuksen innoittajana on ollut mielenkiinto niitä teoreettisia lähtökohtia kohtaan, jotka ovat perustana sille, että nykyaikainen yritys tarvitsee uudenlaista pääomajärjestelmää järjestääkseen toimintansa tehokkaasti. Nimellisarvottomuuden perusta on kansainvälisessä osakeyhtiöoikeudessa, jossa on jo pitkään pyritty poistumaan nimellisarvoon perustuvasta pääomajärjestelmästä.

### 1.3 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset

Tutkimuksen aiheena on osakeyhtiö ja nimellisarvoton pääomajärjestelmä. Tutkielma laaditaan yrityksen ja yrityksen toiminnan sääntelyn näkökulmasta, jolloin keskeiseksi tekijäksi muodostuu se, millä tavalla lain sääntelyn muutos vaikuttaa yrityksen toimintaan ja sen varojen hankintaan. Tutkimus korostaa näin ollen yrityksen sääntelyn vaikutusta toiminnan organisoinnissa.

Tutkimusongelmaksi muodostuu:

***”Millainen tulisi osakeyhtiön tehokas pääomajärjestelmä olla, jotta se vastaisi yrityksen tarpeita?”***

Jotta päästäisiin pääongelmaan, on muodostettava seuraavat alaongelmat:

- Millaisena osakeyhtiömuoto ilmenee?
- Miten teoria näkee modernin yrityksen toiminnan ja lainsäädännön?
- Mitä haasteita osakeyhtiön toimintaympäristön muutos aiheuttaa?
- Mikä on nykyisen osakeyhtiölain mukainen pääomajärjestelmä ja millainen aito nimellisarvoton pääomajärjestelmä ja miten ne eroavat toisistaan?

Tutkimuksen tavoitteena on siis selvittää, millainen pääomajärjestelmä voisi vastata parhaiten markkinoiden tämän hetken vaatimuksiin yritysten välisessä kilpailussa. Jotta päästäisiin tähän päätavoitteeseen, on ensin tarkasteltava, millaisen sääntelyn puitteissa

nykyinen osakeyhtiömuoto ilmenee. Jotta saataisiin lisää syvyyttä tarkasteluun, tutkitaan teorioiden kautta, miten osakeyhtiölaillinen sääntely ja osakeyhtiö toimijana esiintyvät tutkimuksellisesti. Kun on selvitetty nämä asiat, voidaan tarkastella, mitkä tekijät ovat osaltaan vaikuttaneet siihen, että yritysten tulisi uudistaa pääomajärjestelmäänsä, jotta ne voisivat järjestää toimintansa mahdollisimman tehokkaasti. Sen jälkeen tarkastellaan ja vertaillaan nykyisen lain mukaista nimellisarvoon perustuvaa järjestelmää ja työryhmän ehdotuksen mukaista nimellisarvotonta pääomajärjestelmää. Tavoitteena on selvittää, mitä mahdollisuuksia osakeyhtiölain sääntelyn muutos toisi osakeyhtiöön ja miten se vaikuttaisi osakeyhtiömuotoon. Näiden alatavoitteiden avulla yritetään vastata päätavoitteeseen, millainen tulisi olla osakeyhtiön tehokas pääomajärjestelmä.

Tutkimus on rajattu koskemaan voimassa olevan osakeyhtiölain mukaisia osakeyhtiöitä. Tutkimus on tarkoitettu koskemaan erityisesti suuria markkinayhtiöitä eli oyj:tä, sillä teoriat eivät välttämättä ole luotettavia pienillä yksityisillä osakeyhtiöillä. Tutkimus ei myöskään koske muita liiketoimintaa harjoittavia yhtiöitä, kuten yksityisiä elinkeinoyrittäjiä, henkilöyhtiöitä eli avoimia tai kommandiittiyhtiöitä, osuuskuntia, laivanisännistöyhtiöitä tai eurooppalaista taloudellista etuyhtymää. Tutkimus perustuu teorioihin, jotka on katsottu olevan taustavaikuttajina siihen, että niiden toteutuminen edellyttää siirtymistä nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään. On huomioitava, että tutkimukseen valittu näkökulma ei ole absoluuttinen, joten tämä on vain yksi näkökulma nimellisarvottomuuteen siirtymisestä.

## 1.4 Tutkimusaineisto ja menetelmät

Tutkielman taustalla on ehdotus uudesta osakeyhtiölaista, johon sisältyy merkittävä kokonaisuus pääomajärjestelmän uudesta sääntelystä. Tutkimusongelma onkin johdettu juuri tarpeesta tarkastella, millainen pääomajärjestelmä sopisi osakeyhtiöiden tämän hetken toimintaympäristöön parhaiten. Teoreettisena lähtökohtana voi pitää taloustieteen merkityksen korostamista osakeyhtiöoikeuden sääntelyssä. Tässä tutkimuksessa yritetään osoittaa, että taloustieteen teorioilla on merkitystä lainsäädännölle ja toisaalta lainsäädännön merkityksestä yrityksen tehokkaassa liiketoiminnassa. Teorioita pyritään tarkastelemaan juuri osakeyhtiölakia ja osakeyhtiön toimintaa silmällä pitäen tuomalla niiden mukainen kontribuutio teoriaan. Tarkoituksena ei siten ole teorioiden tyhjentävä läpikäyminen, vaan teorioiden tuominen osaksi tätä tutkimusta ja osakeyhtiöiden toimintaa. Lainsäädäntö voi olla yritykselle kustannustekijä tai kilpailukykyä parantava tekijä (Timonen 1998, 100). Tämä tarkoittaa, että lainsäädäntö voi rajoittaa merkittävästi yhtiöiden toimintaa, jolloin yhtiö ei voi toimia haluamallaan tavalla. Kilpailukykyä lainsäädäntö taas voi tukea siten, että se antaa toiminnalle kehykset, joiden puitteissa yhtiö voi organisoida toimintansa tehokkaasti.

Kirjallisuus perustuu pitkälti amerikkalaiseen Law & Economics – tutkimussuuntaukseen. Tutkimuksen kannalta teorioista johtavia ovat perustat neoklassismiin ja neoinstitutionalismiin, joihin kuuluvat mm. modernin yrityksen teoria, päämies ja agentti – teoria sekä transaktiokustannukset. Amerikkalainen talouden ja oikeuden tutkimus ei sinällään ole suoraan yleistettävissä suomalaisen oikeudelliseen tai taloudelliseen tutkimukseen, mutta tutkimussuuntauksella on kuitenkin merkitystä tarkasteltaessa yritystä ja sen lainsäädännön tehokkuutta. Teoriapohja on valittu, koska nimellisarvoton pääomarakenne ja myös nykyinen osakeyhtiöoikeudellinen suuntaus perustuvat

transaktiokustannusten merkityksen tunnustamiselle. Näin ollen niiden selitysvoimaa ei voida aliarvioida, kun tutkitaan osakeyhtiön toiminnan ja lainsäädännön suhdetta. Tutkimuksessa osakeyhtiöitä koskevaa sääntelyä ja pääomajärjestelmää koskevat osiot pohjautuvat taas osakeyhtiölain mukaiseen normiperustaan.

Amerikkalaisessa tutkimuksessa tärkeimpiin modernia yritystä tarkastelleisiin tutkijoihin kuuluvat Williamson, Eggertson ja North, jotka ovat tuoneet uutta näkökulmaa Coasen transaktiokustannusteoriaan ja yrityksen taloudelliseen tutkimukseen. Suomalaisista tutkijoista Timosen (1997) väitöskirja ”Määräysvalta, hinta ja markkinavoima” käsittelee taloustieteellisen ja oikeustieteellisen tutkimuksen yhteensovittamista. Tämän tutkimuksen kannalta myös Mähösen (2001) väitöskirja ”Tulo -ja pääoma” soveltuu teorian muodostamisen pohjalle. Lisäksi Villan teokset osakeyhtiön toiminnasta ovat suomalaiselle osakeyhtiöoikeudelliselle tutkimukselle tärkeää lähdekirjallisuutta.

Tämän tutkielman luonne on puhtaasti teoreettinen. Tutkimusote on valittu, koska nimellisarvottomuus on suomalaisessa lainsäätelyssä periaatteessa tunnettu, mutta monelle kuitenkin vieras käsite. Teoreettisen tutkimusotteen taustalla onkin tutkijan valinta pohtia teoreettisesta näkökulmasta osakeyhtiöiden toiminnan sääntelyä ja sen pohjalta pohtia millainen pääomajärjestelmä vastaisi nykyisiin liiketoiminnan vaatimuksiin parhaiten. Teorian avulla pyritään lisäämään ymmärtämystä, miksi tarvitaan uutta pääomajärjestelmää ja mitkä tekijät ovat muuttuneet niin että nykyinen osakeyhtiölain sääntely ei ole enää tehokasta.

Tutkielman tiedon luonne on sekä deskriptiivistä että normatiivista. Osaongelmia pyritään lähestymään deskriptiivisellä tutkimusotteella. Niiden osalta pyritään

- kuvailemaan eli millaisena yritys nähdään nyt ja millaisena osakeyhtiö ja sen sääntelyn suhde esiintyy teoriaan pohjautuen?
- selittämään eli millaisia haasteita osakeyhtiöoikeus ja osakeyhtiö toimijana ovat kohdanneet, koska esiintyy tarvetta osakeyhtiölain muutokselle?

Itse pääongelmaa tutkitaan normatiivisella tutkimusotteella. Pyritään vastaamaan kysymykseen ”miten tulisi olla?”. Tutkimus on siis tavoitehakuista. Hyväksikäytetään deskriptiivistä tutkimusotetta, jotta päästäisiin kysymykseen ”millainen osakeyhtiön pääomajärjestelmän tulisi olla, jotta se toimisi tehokkaasti?”.

### **1.5 Tutkimuksen rakenne**

Ensimmäisessä jaksossa johdatettiin lukija tutkimukseen. Kerrottiin, mitkä tekijät ovat vaikuttaneet tutkimuksen taustaan ja millaisia rajoituksia tutkimuksessa tehdään. Esiteltiin tutkimusongelmat ja tavoitteet ja millä menetelmällä tutkimusongelmaa aiotaan lähestyä. Käsiteltiin tutkimukseen vaikuttavaa teoriataustaa ja kerrottiin, mitkä ovat tutkimuksen pohjalla vaikuttavat keskeiset lähteet. Lopuksi esiteltiin tutkimustyön rakenne eli käydään lävitse työn kannalta keskeiset kappaleet.

Toinen jakso käsittelee aluksi kysymystä ”miten yritystä määritellään nyt?” Sen avulla päästään käsitykseen, millainen on osakeyhtiömuoto. Sen jälkeen pyritään vastaamaan alaongelmaan ”Millaisena yritys ja sen sääntely esiintyvät teorian valossa?” Pyritään hahmottelemaan modernin yrityksen käsitettä erilaisten teorioiden avulla ja selvittämään, millaisia vaatimuksia sille asetetaan.



Kolmannessa jaksossa tuodaan esille niitä taustoja, jotka ovat pakottaneet miettimään osakeyhtiön lainsäädäntöä uudestaan, jotta pystyisimme vastaamaan markkinoiden haasteisiin. Vastataan kysymykseen ”mitkä taustatekijät ovat vaikuttaneet siihen, että on syntynyt muutospaineita kohti nimellisarvotonta pääomajärjestelmää?”. Kun on selvitetty vaatimukset ja tarpeet, niin pyritään antamaan vastaus kysymykseen ”Millainen yrityksen pääomajärjestelmän tulisi olla, jotta se vastaisi niin sanotun modernin yrityksen tarpeita?”. Tarkastellaan nimellisarvoon perustuvaa pääomajärjestelmää sekä nimellisarvotonta pääomajärjestelmää ja miten ne eroavat toisistaan.

Neljänteen jaksoon sisältyvät johtopäätökset. Se kokoaa aikaisempien jaksosten myötä saavutetut lopputulokset.

## **1.6 Olennaiset määritelmät ja niiden käyttö tutkimuksessa**

Seuraavaksi esitellään tutkimuksessa esiintyviä määritelmiä, joiden käyttöä on hyvä tarkentaa.

**Yrityksessä** ja yritystoiminnassa on kyse taloudellisesta toiminnasta, jolla pyritään saamaan taloudellista hyötyä eli voittoa yrityksen omistajille (Villa 2003, 4). Tutkimuksessa yrityksellä viitataan osakeyhtiöön ja sen toimintaan, vaikka teorian kannalta voi osittain olla mahdollista ymmärtää yritys myös muuksi liiketoimintaa harjoittavaksi yksiköksi.

**Markkinat** voidaan määritellä tarkoittamaan vaihdannan koko ympäristöä, jolloin kysyntä ja tarjonta kohtaavat. Timosen tutkimuksessa (2000, 29–31) markkinoilla tarkoitetaan, ei pelkästään organisoituja markkinapaikkoja, vaan huomioidaan myös vaihdanta

sopimuksena tai kahdenvälisenä kauppana. Tässä työssä markkinat käsitetään samalla tavalla.

**Osakeyhtiöllä** tarkoitetaan yritystä, jossa omistajat eli osakkaat ovat sijoittaneet varojaan yhtiöön. Osakkaat eivät ole henkilökohtaisessa vastuussa yhtiön velvoitteista, vaan vastuu rajoittuu osakepääomasijoituksen määrään. Rajauksien vuoksi tässä tutkimuksessa osakeyhtiöllä viitataan suuriin, julkisen kaupan käynnin kohteena oleviin, markkinayhtiöihin (oyj), jolloin osakepääoma tulee olla vähintään 80 000€. Toinen osakeyhtiömuoto on yksityinen osakeyhtiö (oy), joka kuitenkin on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle.

Yhtiön osakkeilla on perinteisesti ollut kunkin yrityksen yhtiöjärjestyksessä määrätty **nimellisarvo**. Osakkeen katsotaan edustavan nimellisarvon osoittamaa osuutta osakepääomasta ja nimellisarvoa vastaava osa kirjataan aina osakepääomaan. Osakkeelle ei välttämättä tarvitse määrätä nimellisarvoa. Tuolloin osake on **nimellisarvoton**. Osakepääoman (80 000€) täytyessä, osakkeista saatua osuutta ei tarvitse välttämättä laittaa osakepääomaan, vaan sen voi laittaa myös muihin pääoman eriin kuuluvaksi. (OM 2003, 53)

**Pääomajärjestelmä** – käsitteen käyttö on tässä tutkimuksessa omaksuttu Oikeusministeriölle (2003) tehdystä osakeyhtiölainmuistiosta. Pääomajärjestelmällä ei tässä tarkoiteta ainoastaan osakeyhtiön yhtä perustuntemerkeistä eli sidotun pääoman pysyvyyttä. (Airaksinen 2003b, 944) Sillä tarkoitetaan yhtiön oman pääoman eria eli yhtiössä olevien pääomien järjestelmää.

## **2 OSAKEYHTIÖMUOTO JA LIIKETOIMINTA**

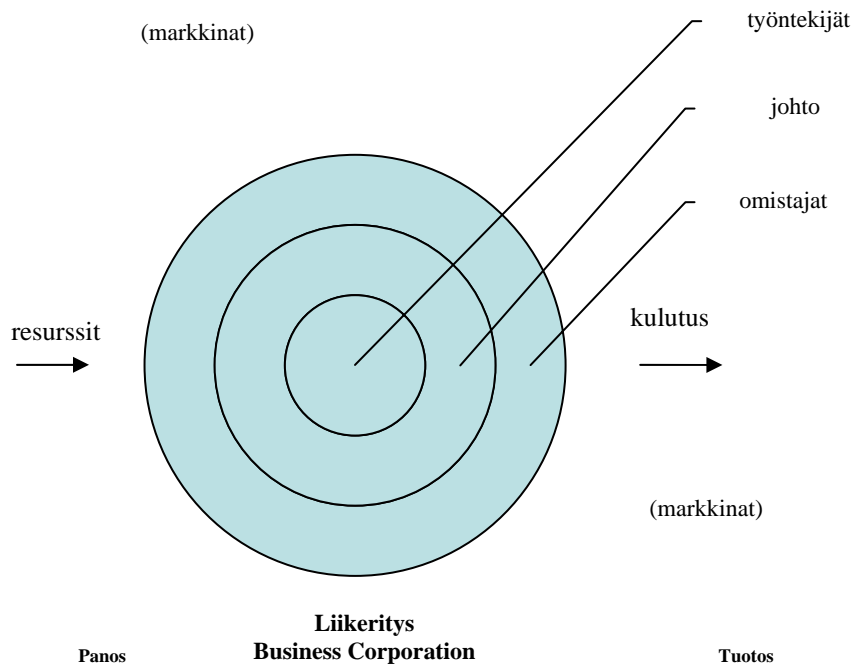
Tämän jakson tarkoituksena on lähteä tarkastelemaan osakeyhtiömuotoa ja sen toiminnan lähtökohtia liikeyrityksenä. Tavoitteena on selvittää, millainen osakeyhtiömuoto on ja millaisia piirteitä se sisältää. Sen jälkeen tarkastellaan osakeyhtiötä instituutiona ja niitä tekijöitä, jotka muodostavat osakeyhtiön institutionaalisen sisällön. Tarkastelun avulla päästään käsitykseen, millainen on nykyinen osakeyhtiömuoto ja millaisten säännösten puitteissa se toimii. Lopuksi tarkastelua laajennetaan osakeyhtiön toimintaa koskevaan modernin yrityksen teoriaan, jolloin tavoitteena on hahmottaa osakeyhtiön liiketoimintaa teorioiden avulla ja selvittää, miten ne liittyvät osakeyhtiön toiminnan sääntelyn muutokseen.

### **2.1 Osakeyhtiön toiminnan lähtökohta**

Oikeustieteen näkökulmasta katsottuna osakeyhtiötä ja sen toimintaa voidaan säännellä useilla erilaisilla normeilla, jotka vaihtelevat lainsäädännöllisistä sopimusperusteisiin tai yrityksen sisäisiin normeihin. Normistot toimivat apuna yritysten liiketoiminnan hahmottamisessa. Oikeustieteen kautta tapahtuva osakeyhtiötä koskeva sisällön määrittäminen tapahtuu taas pääasiallisesti osakeyhtiölailla. (Villa 2002, 6-7)

Osakeyhtiöoikeudellisten normien tarkastelua voidaan tehdä myös enemmän taloustieteellisestä näkökulmasta. Tällöin lähtökohtana on, että tarkastellaan osakeyhtiötä osakkaiden, päätöksentekijöiden tai velkojien näkökulmasta. Nämä kolme intressitahoa kuuluvat osakeyhtiöiden toimintaan läheisesti ja niiden välisiä suhteita

säädellään laajasti myös osakeyhtiölain kautta. Seuraava Timosen (1997, 134) väitöskirjassa oleva Schanzen kuvio osoittaa havainnollisesti osakeyhtiön toimijakentän, kun se toimii liikeyrityksenä. (Timonen 1997, 134)



Kuvio 1. Osakeyhtiö liikeyrityksenä, perinteinen malli

Kuvio osoittaa, että perinteisessä mallissa katsotaan, että osakeyhtiö toimii aina tietyillä markkinoilla, joilta yhtiö pyrkii hankkimaan rahoitusta toiminnalleen. Toimijoina yhtiössä ovat ensinnäkin osakeyhtiön omistajat eli osakkaat, jotka muodostavat osakeyhtiön ytimen. Seuraavaksi tulevat päätöksentekijät eli usein yrityksen hallitus ja työntekijät. Näiden toimijoiden kautta virtaavat yhtiön resurssit, jotka muuntuvat prosessin edetessä yhtiön rahoitukseksi. Yksinkertaistettuna mallina osakeyhtiö voidaan nähdä tällaisena tavaroiden ja palveluiden tuotantoyksikkönä, jonka avulla sen liiketoiminta organisoidaan.

Timonen (1997, 136) listaa olennaisia seikkoja nimenomaan osakeyhtiölain ja sen toiminnan kannalta siitä, miten ja minkälaisilla kustannuksilla osakeyhtiömuodossa toimiva yritys toimii. Ensinnäkin on huomioitava, kuinka paljon osakeyhtiö kerää pääomia osakkailta ja muilta rahoittajilta. Tarkastelu on suoritettava määrällisesti. On myös mietittävä minkälaisilla kustannuksilla yritys kerää pääomia toimintansa rahoittamiseen. Osakeyhtiölain kannalta tulisi saavuttaa edullisin päätöksenteon ja liiketoiminnan organisointitapa ja niiden tehokas valvonta. Tärkeää on huomioida myös eri etutahojen oikeuksien ja velvollisuuksien järjestäminen siten, että kaikki on lainsäädännöllisesti asianmukaisesti järjestetty. Tämä tarkoittaa, että etutahojen vaihtuvuus ei saisi vaikuttaa oikeuksiin tai velvollisuuksiin. Osakeyhtiöiden organisoituminen voidaankin tässä yhteydessä nähdä niiden tarkoituksenmukaiseksi tavaksi minimoida kustannuksia, hyödyntää yhteistyötä sekä myös rajata vastuuta (Villa 2002, 8).

## **2.2 Osakeyhtiön piirteet**

Osakeyhtiöt eroavat muista liiketoimintaa harjoittavista yrityksistä. Niille on ominaista tietyt piirteet, jotka luonnehtivat erikokoiset ja eri aloilla toimivat yritykset osakeyhtiöiksi. Osakeyhtiölain (OYL) puitteet sisältävät yleisiä periaatteita, jotka perustuvat yhtiön vapautteen järjestää toimintansa hyväksi katsomallaan tavalla. Periaatteet tuovat yhtiöille toimintavapautta, mutta suojaavat kaikkia yrityksenharjoittajia antamalla toiminnalle tietyt rajat. Yleisistä periaatteista voidaan johtaa kaikki lain yksityiskohtaiset säännökset. Nämä yksityiskohtaiset säännökset pyrkivät varmistamaan, että yleisiä periaatteita noudatetaan myös käytännössä. Kaikki säännökset yhdessä tukevat lain ennustettavuutta eli pyritään turvaamaan, että osapuolet pystyvät arvioimaan miten lakia tulee käytännössä tulkita. Usein OYL:n yleisiä

periaatteita perustellaan taloudellisella tarkoituksenmukaisuudella, esimerkiksi ne mahdollistavat muun muassa rahoituksen yrityksen ulkopuolelta ja muita vastaavia käytännönjärjestelyjä. Periaatteet eivät ole vain yksittäisiä ohjeita, vaan niillä on jokaisella yhtymäkohtia toisiinsa. Jotta pystyttäisiin ymmärtämään OYL:n säännöksiä ja toimintaa, on tutustuttava OYL:n taustalla oleviin tekijöihin, johon seuraavat periaatteet kuuluvat. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 44–45; Villa 2002, 33–34)

### **2.2.1 Rajoitettu vastuu**

Osakeyhtiön luultavasti tärkein tunnusmerkki on osakkaan rajoitettu vastuu, jota säädellään OYL 1:1.2 (KHT-yhdistys 1999, 9). Tämä tarkoittaa, että osakkeenomistajat eivät ole henkilökohtaisesti vastuusta yhtiön veloista. He vastaavat veloista vain yhtiön sijoittamallaan pääomapanoksella. Pääomapanoksen ohella heillä ei ole velvollisuutta kantaa vastuuta osakeyhtiön veloista.

Kun yhtiö perustetaan, osakkaat sijoittavat yhtiöön tietyn panoksen, josta osakeyhtiön vähimmäispääomavaatimus koostuu. Mikäli osakkeenomistaja haluaa, hän voi vastata yhtiön sitoumuksista sopimusoikeudellisesti, kuten takaamalla yhtiön lainan tai antamalla pantin. Osakkeenomistajien ei tarvitse osallistua osakepääoman korottamiseen, eikä heillä ole velvollisuutta mihinkään sijoituksiin konkurssitilanteessa. Voidaan sanoa, että osakeyhtiöllä on omat velkansa ja osakkeenomistajalla omansa. Osakeyhtiön purkautuessa osakkaat menettävät vain yhtiön sijoittamansa pääomapanoksen verran. Osakeyhtiö muodostaa siis erillisen varallisuuspiirin (Villa 1997, 163). Yhtiöjärjestykseen ei saa ottaa määräystä, jolla asetettaisiin osakkeenomistajat vastuuseen yhtiön veloista. Tämä vastuun rajoittuminen osakepääomaan -periaate mahdollistaa tehokkaan

pääoman keräämisen, omistuksen ja johdon eriytymisen sekä enemmistöpäätökset. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 158–159)

### **2.2.2 Sidotun pääoman pysyvyys**

Vastinparina edelliselle rajoitetun vastuun periaatteelle on velkojia suojaava yhtiön sidotun oman pääoman pysyvyys. Osakeyhtiön sidotusta pääomasta säädetään OYL:n 11 luvun 6 pykälässä (KHT-yhdistys 1999, 54; Koski & af Schulten 2000, 249). Sen mukaan sidottua pääomaa ovat osakepääoma, ylikurssirahasto, vararahasto sekä arvonkorotusrahasto. Usein yhtiön ulkopuoliset velkojat sijoittavat yhtiöön suurempia rahasummia kuin osakkeenomistajat ja heillä ei ole määräysvaltaa yhtiöön liittyvissä asioissa, kuten yhtiökokouksessa. Tämä periaate suojaa siis yhtiön velkojia ja muita yhtiön toimintaan liittyviä intressitahoja, joilla on pääomaa tai muuta vastiketta kiinni yrityksessä.

Periaate vaikeuttaa yhtiöön sijoitettujen varojen vapaata siirrettävyyttä. Käytännössä osakkaat eivät voi ottaa vapaasti pääomaa yhtiöstä, vaan OYL 6 luvun 5 pykälän mukaan se vaatii velkojilta hankittua lupaa. Osakkeenomistajilla on mahdollisuus saada pääomasijoituksilleen tuottoa eli osinkoa vain, mikäli yhtiö tuottaa voittoa ja sillä jää myös sidotulle pääomalle ja muille jakokelvottomille varoille täysi kate (OYL 12:2). (Airaksinen & Jauhiainen 2000,150; Villa 2002, 166) Sidotun pääoman pysyvyyden periaate vastinparina osakkeenomistajien vastuun rajoituksen periaatteelle tarkoittaa, että pyritään korvaamaan juuri rajoitetun vastuun tuoma aukko velkojille. Näin pääomille ja varoille taataan koskemattomuus (Villa 2002, 36).

### 2.2.3 Enemmistöperiaate

Osakkaat tekevät yhtiötä koskevia päätöksiä yhtiökokouksissa. Aina osakkaat eivät kuitenkaan ole yksimielisiä päätöksenteossa. Osakeyhtiö voi myös olla omistajapohjaltaan niin laaja, että yksimielisiä päätöksiä on mahdotonta tehdä. Osakeyhtiöissä perustana on pätevän päätöksen syntyminen kokouksessa annettujen äänien enemmistöllä. Vain joissakin poikkeustapauksissa vaaditaan esimerkiksi 2/3 äänten enemmistö. Yhtiön osakkeisiin sijoittanut saa aina äänivaltaa osakeomistuksensa suhteessa eli mitä enemmän on sijoittanut sitä enemmän saa äänivaltaa, koska heillä on suurin syy tehdä yhtiön kannalta hyviä päätöksiä. Osakkaiden enemmistöllä on eniten valtaa määrätä, miten yhtiö sijoittaa varansa, miten se ratkaisee pääomaa, hallitusta tai yhtiön rakennetta koskevat kysymykset ja mitä liiketoimintaa yhtiö harjoittaa. Merkittäviinkään päätöksiin ei tarvita yksimielisyyttä. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 151 & 160; Airaksinen & Jauhiainen 1997, 46–47)

Enemmistön päätöksien valtaa voidaan kuitenkin rajoittaa. Enemmistön valtaa rajoittavat osakeyhtiölain pakottavat säännökset, yhdenvertaisuusperiaate, osakeyhtiön voiton tuottamistarkoitus sekä kieltä antaa perusteettomia etuja (Villa 1997, 38). Osakeyhtiöissä enemmistöllä on siis eniten valtaa päättää yrityksen toiminnasta ja varojen sijoittamisesta. Usein kuitenkin on tavallista, että valta on välillistä, jolloin enemmistö valitsee hallituksen. Hallitukselle annetaan yhtiön asioiden hoitaminen. Etenkin suuret markkinayhtiöt ovat hajauttaneet toimintansa näin. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 161)



#### **2.2.4 Yhdenvertaisuusperiaate ja yleiset lausekkeet**

Yhdenvertaisuusperiaate merkitsee, että kaikkien osakkaiden oikeuksia, jotka lausutaan osakeyhtiölaissa ja yhtiöjärjestyksessä, on kunnioitettava. Se ei kuitenkaan tarkoita, että kaikkien osakkaiden asema yhtiössä olisi samanlainen, vaan sillä pyritään varmistamaan, että osakkaiden asema säilyy sellaisena kuin se on määritelty laissa ja yhtiöjärjestyksessä. Yhtiön kaikki osakkeet tuottavat samanlaisen aseman, mikäli yhtiöjärjestys ei muuta säädä. Mikäli yhtiöjärjestykseen on otettu maininta osakkeiden erilaisuudesta, se voi merkitä eroa äänioikeudessa, osinko-oikeudessa tai takaisinmaksuoikeudessa. Yhdenvertaisuusperiaate huolehtii siitä, että tehty sopimus yhtiön ja osakkaan välillä pitää. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 47–49; Villa 2002, 39–41)

Yhdenvertaisuusperiaate ei ole kirjoitettu mihinkään tiettyyn OYL:n säännökseen, vaan se käy ilmi eri kohdista lakia. Parhaiten se ilmenee lain *yleislausekkeista*. OYL 9:16 mukaan yhtiökokous ei saa tehdä sellaista päätöstä, joka tuottaa osakkaalle tai jollekin muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkaan kustannuksella. Yhdenvertaisuusperiaate ilmenee myös OYL 8:14 mukaan, koska yhtiön hallitus, toimitusjohtaja tai toiminimenkirjoittaja ei saa tehdä tällaista päätöstä tai toimenpidettä, eivätkä myöskään panna tällaista päätöstä käytäntöön. Yleislausekkeet säätelevät muutakin kuin yhdenvertaisuutta. Niillä kielletään epäoikeutetun edun antamisen muillekin kuin osakkaille. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 47–49; KHT-yhdistys 1999, 45 & 51; Villa 2002, 39–41)

#### **2.2.5 Oikeushenkilöllisyys**

Oikeushenkilöllisyydellä tarkoitetaan, että yhtiöllä on osakkaista ja johdosta erillinen oikeuskelpoisuus ja oikeustoimikelpoisuus. Nämä

oikeudet eivät koske osakkeenomistajia. Osakkeenomistajilla on omat oikeutensa ja velvollisuutensa. Oikeuskelpoisuus merkitsee, että yhtiöllä on mahdollisuus saada oikeuksia ja tulla veloitetuksi. Tämän mukaan yritys voi omistaa omaisuutta ja sillä voi olla toiminnasta johtuvia velkoja. Oikeustoimikelpoisuudella tarkoitetaan, että yhtiö voi tehdä oikeudellisia toimia eli se voi tehdä sopimuksia ja kantaa vastuuta oikeudessa. Tärkeä seikka on, että oikeustoimet koskevat yhtiötä, ei sen osakkaita tai jäseniä. Osakkaat eivät kuitenkaan voi edustaa yhtiötä, vaan yhtiön toimielimet kuten hallitus on tehtävään valtuutettu. OYL 2:14.1 mukaan yhtiön oikeushenkilöllisyys alkaa, kun se syntyy eli kun se on merkitty kaupparekisteriin. Ennen tätä yhtiö ei voi olla osapuolena sopimuksessa, saada oikeuksia tai kantaa vastuuta. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 57 & 2000, 159; Villa 2002, 34–35)

#### **2.2.6 Voiton tuottaminen**

Lähtökohtana osakeyhtiöissä on, että kaikkien osakeyhtiöiden tarkoituksena tulee olla voiton tuottaminen. OYL 12:1.2 selviää, että kyseessä on yhtiön oikeudellinen tarkoitus (Koski & af Schulten 2000, 293). Yhtiölle voiton tuottamistarkoitus korostuu sellaisissa yrityksissä, joissa yhtiön johto, omistus ja rahoitus ovat eriytyneet. Tästä voidaan poiketa ainoastaan ottamalla määräys yhtiöjärjestykseen. Määräyksellä yhtiöllä voi siis olla esimerkiksi yleishyödyllinen tarkoitus. Myös yksimielisinä osakkaat voivat poiketa tästä voitontuottamisperiaatteesta ilman yhtiöjärjestystäkin. Tietenkään tämä periaate ei merkitse, että voittoa tulisi tehdä lyhyellä aikavälillä. Se olisi monille yhtiöille mahdottomuus. Voitontuottamistarkoituksella on merkitystä erityisesti osakkaiden keskinäisissä suhteissa. Esimerkiksi, kun arvioidaan johdon vahingonkorvausvelvollisuutta, on huomioitava omistuksen ja johdon eriytyminen ja erilaiset intressit. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 164; Villa 2002, 43)

### **2.2.7 Osakkeiden vapaa luovutettavuus**

Yhtiön osakkeita voi vapaasti hankkia tai myydä OYL 3:2 mukaisesti (KHT-yhdistys 1999, 18). Tätä voidaan rajoittaa vain yhtiöjärjestyksen kautta ottamalla siihen kohdat lunastus- tai suostumuslauseista. Osake voidaan muuttaa rahaksi milloin vain ja sijoitusta voidaan käyttää myös vakuutena. Käytännössä vapaalla luovutettavuudella on suuri merkitys. Koska osakepääoman palauttaminen toiminnan aikana on tiukasti säädeltyä, osakesijoituksen muuttaminen rahaksi lisää sijoittajien kiinnostusta yhtiön osakkeisiin. Se myös nostaa osakkeesta saatavaa hintaa. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 165; Villa 2002, 42–43)

### **2.2.8 Johdon velvollisuus edistää osakkaiden etua**

Etenkin suurissa yhtiöissä yrityksen johto ja omistajuus ovat eriytyneet. Omistajien rajoitettu vastuu mahdollistaa tämän eriytymisen. Niiden tavoitteet eivät useinkaan ole samansuuntaisia ja tämä voi johtaa ristiriitoihin. Ristiriitoja pyritään ehkäisemään tarjoamalla johdolle kannustinjärjestelmiä ja johdon kontrollijärjestelmillä. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 166)

Lain mukaan hallituksen ja johdon velvollisuutena onkin edistää kaikessa toiminnassaan osakkaiden etua. Käytännössä tämä ilmenee voiton tuottamisena osakkaille. Johdon on edistettävä kaikkien osakkaiden etua, ei vain tiettyjen tahojen etujen mukaan. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 165)

Jotta periaate toteutuisi, vaaditaan johdolta erityistä *huolellisuusvelvollisuutta*. Johdon on suoritettava päätöksentekotilanteensa asiaan vaativalla huolellisuudella tilanteen mukaisesti. Tämä ei tarkoita, että liiketoiminta ei saisi olla tappiollista.

Tappiot ovat mahdollisia ilman, että huolellisuusvelvollisuutta rikottaisiin. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 166)

### **2.2.9 Sopimusvapaus**

Jotta osakeyhtiölaki toimisi yhtiöiden kannalta mahdollisimman sujuvasti, perustuu se pakottavista ja vähemmistöä suojaavista säännöksistä huolimatta sopimusvapaudelle. Se ilmenee laista monin eri tavoin. Esimerkiksi liiketoimintaa ja sen hoitamista koskevia yksityiskohtaisia säännöksiä ei löydy. Yhtiöt voivat järjestää vapaasti toimintansa osakeyhtiölaissa sääntelemättömissä asioissa. Toimintakehykset sovitaan osakkaan ja sopijaosapuolen kanssa tapauskohtaisesti. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 152) Koska osakeyhtiölain piiriin kuuluu monenlaisia yhtiöitä, monet lait ovat säännelty tahdonalaisiksi, jotta niistä voidaan sitten poiketa yhtiöjärjestyksellä tai sopimuksella.

### **2.2.10 Vähemmistön suojeleminen**

Vähemmistösuojasäännös muotoillaan siten, että esimerkiksi kymmenesosan osakkeita omistavilla on oikeus vaatia jotakin tiettyä toimenpidettä. Se on usein yksityiskohtaisesti määritelty. Airaksinen (2000, 163) listaa eräitä tärkeimpiä vähemmistösäännöksiä:

- Oikeus saada ylimääräinen yhtiökokous koolle OYL 9:6.2
- Oikeus saada yhtiöön lisätilintarkastaja OYL 10:1.3
- Oikeus vaatia erityisen tarkastuksen toimittamista OYL 10:14
- Oikeus vähimmäisosingonjakoon tilikauden jakokelpoisesta voitosta OYL 12:4.2
- Oikeus ajaa kannetta yhtiön kustannuksella yhtiön johtoa, tilintarkastajaa tai toista osakasta vastaan OYL 15:6

Vähemmistöä suojaavat säännökset ovat pakottavia eli niistä ei voi poiketa edes yhtiöjärjestyksellä. Osakkeenomistajien tavoitteet saattavat vaihdella, koska omistajuuden laajuus voi vaihdella muutamista osakkeista moniin kymmeneen prosentteihin yhtiön omistuksesta. Tällaisessa tilanteissa suuremmat osakkeenomistajat saattavat tahottomasti tai tarkoituksella loukata pienempiä osakkeenomistajia. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 163)

### **2.3 Osakeyhtiön toimintaa koskevat säännökset**

Osakeyhtiöiden toimintaa ohjaavat erilaiset säännökset, jotka sisältyvät osakeyhtiölakiin. Nämä säännökset määrittävät yhtiöiden toiminnan rajat, joiden puitteissa yritykset harjoittavat liiketoimintaansa. Ne voidaan jakaa kahteen ryhmään: pakottaviin eli indispositiivisiin ja tahdonvaltaisiin eli dispositiivisiin säännöksiin. Pakottavista säännöksistä ei voida poiketa sopimalla, mutta tahdonvaltaisilla tällainen säännöstä poikkeaminen on mahdollista.

*Pakottavat säännökset* merkitsevät, että lain pakottavien säännösten mukaisesta toiminnasta ei voida poiketa missään tapauksessa, ei yhtiöjärjestyksellä eikä mitenkään sopimalla (Mäntysaari 2002, 51). Pakottavien säännösten asettamisella on merkitystä juuri osakeyhtiöiden toiminnan vähimmäisrajojen asettamisessa. Osaltaan pakottavuus antaa tietyn luonteen sille liiketoiminnalle, jota osakeyhtiö harjoittaa. Usein nämä säännökset suojaavat tiettyjä tahoja väärinkäytöksiltä, sillä monesti toiminnalla on välillisiä vaikutuksia kolmansiin osapuoliin, joilla ei muuten olisi tekemistä itse sopimisen kannalta. Tärkein niistä on osakkeita omistava vähemmistö, jonka asemaa voidaan parantaa erilaisin sopimuksin, mutta pakottavat säännökset estävät aseman huonontamisen. Pakottavuus voi ilmentyä eri tavoilla. Se voi olla ehdotonta tai sen avulla voidaan antaa

vähimmäisrajat toiminnalle. Esimerkkinä pakottavasta sääntelystä voi mainita, kun osakeyhtiölaki määrää osakepääoman vähimmäismääräksi yksityisillä osakeyhtiöillä 8000€ ja julkisilla osakeyhtiöillä vähintään 80 000€. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 25; Cheffins 1997, 244–247)

*Tahdonvaltaiset säännökset* tarkoittavat, että osakkaat voivat vapaasti sopia, miten järjestävät toimintansa. Rajana ovat tietysti pakottavat säännökset, joista ei voi poiketa. Tahdonvaltaisia säännöksiä sovelletaan, jollei yhtiöjärjestyksestä tai muusta sopimuksesta löydy asiaa koskevaa määräystä. (Mäntysaari 2002, 51) Tahdonvaltaiset säännökset ikään kuin legitimoivat sopijaosapuolien välisen järjestelyn, joka ei itse lain mukaan olisi välttämättä pakottava (Cheffins 1997, 218). Osakeyhtiöt voivat ratkaista kirjoittavatko säännöksen esiin. Tavallisesti sääntelystä poiketaan kirjoittamalla poikkeava kohta yhtiöjärjestykseen. Osakkaat voivat myös sopia erilaisissa yksittäistilanteissa, ettei joitakin lain säännöksiä sovelleta. Tällaisia tilanteita ovat muun muassa yhtiökokousmenettely ja osakemerkinnän muutosäännökset. Tahdonvaltaisilla säännöksillä on siten tärkeä asema yhtiön toiminnan järjestämisessä ja sopimusten teossa, koska ne mahdollistavat sopimusosapuolia sitovat järjestelyt ja täten tuovat hyötyä ja tehokkuutta yhtiön toimintaan. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 25; Cheffins 1997, 218)

## **2.4 Osakeyhtiö ja instituutiot**

### **2.4.1 Yleisesti instituutioista**

Kun osakeyhtiö määritellään olevan oikeushenkilö, on samalla hyvä tutkia, miten osakeyhtiö muodostuu oikeudelliseen muotoonsa

(institutionaalinen muoto) ja miten toiminnalliseen muotoonsa (organisaatioon) (Mähönen 2001, 125). Tarkasteltaessa sääntelyn merkitystä osakeyhtiöissä, neoinstitutionismi korostaa yrityksen institutionaalisen ympäristön ja institutionaalisen järjestelyn huomioon ottamista. *Institutionaalinen ympäristö* tarkoittaa vaihdannan koko ympäristöä, johon kuuluvat niin yrityksen markkinat kuin sääntelykokonaisuuskin. *Institutionaalinen järjestely* määrittyy taas toimijoiden välisen yhteistoiminnan kautta. Sekä institutionaalisen ympäristön että järjestelyiden hahmottaminen ovat modernin yrityksen teorian keskeisenä perustana. (Villa 2003, 12)

Osakeyhtiötä ja sen toiminnan pohjalla olevaa lainsäädäntöä voidaan siis selittää institutionaalisella rakenteella. Prasad (2003, 741) argumentoi, että instituutioiden roolia ei voi väheksyä niin koko yhteiskunnan kuin yksittäisten yritystenkään kehityksessä ja muutoksessa. North (1990) korostaakin kirjassaan *lainsäädännön keskeistä roolia yhteiskunnallisena instituutiona*. Hän lähestyy yritystä organisaation näkökulmasta ja käsittää sen toimintaa koskettavat säännöt instituutioiksi. Ulen (1993, 307) näkee, että yritys on parhaiten ymmärrettävissä juuri sen institutionaalisessa muodossaan, jolloin se kytkeytyy markkinoihin. North (1990, 4-5) tekee kuitenkin eron organisaatioiden ja instituutioiden välille. Ne voidaan erottaa niin sanotuilla pelisäännöillä, jolloin säännöt ovat instituutioita ja pelaajat organisaatioita. Timonen (1997, 63) katsoo, että instituutiot voidaan mieltää tavallaan selittäjinä astetta ylemmäksi kuin organisaatiot. Se ei kuitenkaan tarkoita, ettei organisaatioiden toiminta voisi muuttaa instituutioita. Vaikutukset eivät ole yksipuolisia. Villa (2003, 23) katsoo, että organisaatiot vaikuttavat selvästikin toimijoiden valintoihin. Kuitenkin on olennaista ymmärtää, että organisaatioiden kehittyminen perustuu instituutioiden muutoksiin. Instituutiot muokkaavat siten osaltaan organisaatioita. Myös Timosen (1997, 63) mukaan on olennaista huomioida instituutioiden ja organisaatioiden keskinäisissä

suhteissa, että juuri organisaatiot joutuvat sovittamaan toimintansa ja päätöksentekonsa instituutioiden toimintaan.

North (1990, 4) käsittää instituutioiksi kaiken ihmisten välisen toiminnan, jolla on vaikutusta inhimilliseen käyttäytymiseen. Timonen (1997, 62) on kääntänyt inhimillisen käyttäytymisen tekijät ”ohjaimiksi”. Tämä viittaa merkitykseltään instituutioiden ohjausvaikutukseen. Hän haluaa tehdä eron, jotta instituutioita käsitellessä ei tarkoitettaisi pakottamista tai rajaamista, vaan korostettaisiin niiden käytöstä *ohjaavaa vaikutusta*. Se merkitsee, että instituutiot toimivat valintakehyksinä, jolloin ne ohjaavat taloudellista toimintaa määrittelemällä valittavissa olevat vaihtoehdot sekä niihin liittyvät edut ja haitat. Tällöin instituution kokonaisuus muovaa myös lainsäädännön sisältöä, sen merkityksiä ja muutoksia.

Northin (1990, 118) mukaan instituutioilla on erittäin tärkeä rooli epävarmuuden vähentämisessä, koska ne luovat suhteellisen pysyvän rakenteen ihmisten väliselle toiminnalle. Samalla instituutiot luovat järjestystä ja vakauttavat taloudellista toimintaa. Mähönen (2001, 138) käsittää Northin tarkoittavan, että juuri organisaatiot vähentävät toiminnallaan epävarmuutta, joka liittyy instituutioiden voimassaoloon. Näin ne samalla vähentävät liiketoimintakustannuksia ja tulevat toiminnassaan yhä tehokkaammiksi.

North luokittelee instituutiot kahdentyyppisiin. Ne voivat olla luonteeltaan informaalisia tai formaalisia. Informaaliset instituutiot ovat usein sidoksissa kunkin maan sosiaalisesti välittyneeseen tietoon ja käytökseen. Ne ovat usein kirjoittamattomia sääntöjä, eivätkä siten niin yksinkertaisesti järjestäytyneitä kuin formaaliset instituutiot. Esimerkkinä informaalista instituutiosta voi käyttää maan tapakulttuuria, joka määrittää kirjoittamattomien sääntöjen tulkintaa. Se antaa piirteet kunkin maan tyypilliselle käytökselle. Formaaliset



instituutiot ovat usein kirjoitettuja sääntöjä. Muutos kirjoittamattomista säännöistä kirjoitettuihin on lisääntynyt yhteiskunnan kehittyessä yhä moninaisemmaksi. Formaaliit säännöt sisältävät poliittiset säännöt, lainsäädännön, talouden säännöt ja sopimukset. Ne esiintyvät usein myös hierarkkisessa järjestyksessä. Usein formaaliit instituutiot täydentävät ja lisäävät informaalisten instituutioiden tehokkuutta. Molempien tyyppiset instituutiot siis täydentävät toisiaan. (North 1990, 36–39; 46–49)

Williamsonin tapa lähestyä instituutioita eroaa hieman Northista. Ensinnäkin hän katsoo organisaatioiden olevan yritykseen osallisten luomia hallintajärjestelmiä. Jotta organisaatiot toimisivat, ne edellyttävät yhtenäisiä sääntöjä. (Villa 2001b, 65; ks. myös Williamson 1985, 294–297) Williamsonin lähtökohtana on, että instituutioiden luonne on monimuotoisempi kuin Northin käsityksen mukaan. Instituutioita tarkasteltaessa analyysin voi ulottaa neljään tasoon, joita hän kutsuu nimellä ”social analysis”. Jokaisella tasolla on yhteys toisiinsa ja ylimmäinen taso toimii ohjaajana alemman tason toiminnassa. Ensimmäiseen tasoon (embeddedness) kuuluvat yhteiskuntaan sulautuneet tavat, traditiot, normit ja uskonto. Ne ovat usein vaikeasti määriteltävissä laskennallisesti ja ominaista niille on spontaanisuus. Tämän tason instituutiot ovat myös hitaasti muutettavissa. Seuraavalle tasolle asettuvat pelin muodolliset säännöt eli toiminnan institutionaalinen ympäristö, kuten lait, oikeudet ja varallisuus-oikeudet. Myöskään tällä tasolla muutos ei ole nopeaa, vaan tietyt hetket ovat olennaisia tämän tason muutoksessa. Jos verrataan Northin kategorisointia, Williamsonin kaksi ensimmäistä tasoa vastaisivat melko hyvin hänen käsitystään instituutioiden luonteesta. Williamson laajentaa kuitenkin tarkastelua vielä kahteen tasoon. Kolmannella tasolla määritellään, miten tiettyä peliä tai toimintaa tulisi pelata. Tähän kuuluu yksittäiset sopimukset, jotka tarkentavat toimintaa, kun yleiset sopimukset ovat epätäydellisiä. Sen jälkeen

tapahtuu resurssien yksityiskohtainen kohdentaminen, jota ei voi suorittaa, jollei ole määritelty analyysin aikaisempia tasoja. (Williamson 1998, 24–26; Williamson 2000, 595–600)

Houtsonen (2002, 238) lähtee tarkastelemaan instituutioita määrittämällä ne kaikiksi sellaisiksi toimintamalleiksi sekä säännöiksi, jotka mahdollistavat ja rajoittavat toimintaa ja joiden seurauksena taloudellinen toiminta saa järjestäytyneitä muotoja. Esimerkkeinä instituutioista Houtsonen nostaa esille "sopimuksen", "myynnin" tai "osakeyhtiön". Ne ovat taloudellisen toiminnan instituutioiden ilmentymiä. Yritysten välisessä taloudellisessa vaihdannassa on määritelty kunkin toimialan keskuudessa vakiintuneet, yleistyneet ja itsestäänselvät sopimusmallit, jotka mahdollistavat ja rajoittavat toimintaa. Institutionaaliset säännöt, jotka muodostuvat sekä muodollisista oikeusnormeista että epämuodollisista sosiaalisista ja kulttuurisista normeista, tukevat näitä toimintamalleja. Merkittävää on, että malleihin uskotaan ja niitä ylläpidetään niin kauan kuin ne ovat legiimejä. Instituutiot näin vakiinnuttavat vaihdon osapuolten asemaa ja poistavat samalla tulevaisuuteen liittyvää epävarmuutta. (Houtsonen 2002, 236–238)

Kun tarkastellaan instituutioita, lainsäädäntö näyttäisi olevan vahvasti sidoksissa juuri formaalisiin säännöksiin, joita on suhteellisen vaikeata muuttaa. Sillä on samoin vahvat siteet kunkin maan tapakulttuuriin ja taloudellisen toiminnan järjestämiseen. Se on kuitenkin myös riippuvainen niin sanottujen alempien tasojen järjestäytymisestä, jolloin on huomioitava tietyn tilanteet pelisäännöt. Timonen (1997, 66–67) on määritellyt lainsäädännön asemaa instituutiona seuraavasti. Ensinnäkin lainsäädäntö näyttää olevan keskeinen niin sanotuista muodollisista instituutioista, jotka ovat aktiivisesti muokattavissa, luotavissa ja poistettavissa. Lainsäädäntö ei ole yksin instituutiona, vaan sen merkitys riippuu sen suhteesta muihin muodollisiin ja

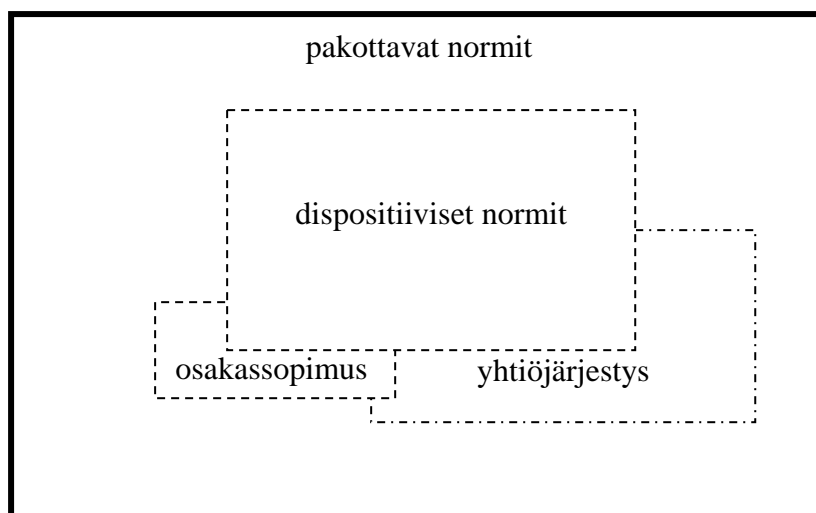
epämuodollisiin instituutioihin. Lainsäädäntö on yhteistoiminnassa siis myös epämuodollisten instituutioiden kanssa, jotka muuttuvat ja mukautuvat omalakisesti ja saattavat näin vähentää tai jopa muuttaa lainsäädännön merkitystä. Molempien tyyppiset instituutiot määräävät organisaatioiden syntymistä ja kehittymistä, mutta kuitenkin myös organisaatioilla on mahdollisuus vaikuttaa instituutioiden toimintaan. Lainsäädäntöä ja muita instituutioita tulisi näin ollen tarkastella osana koko talousjärjestelmää, eikä irrallisina tekijöinä.

#### **2.4.2 Osakeyhtiön institutionaalinen sisältö**

Edellisen kappaleen perusteella voi todeta, että osakeyhtiömuoto on mainio esimerkki instituutiosta liiketoiminnan järjestämisestä. Näin ollen osakeyhtiö voidaan mieltää instituutioksi, jonka tehtävän on järjestää yrityksen hallinnoiminen ja tehokas pääomien hankinta. Osakeyhtiössä luodaan toiminnan ja eri intressitahojen organisoimiseksi osakeyhtiöitä koskevien säännöksiä puitteissa yhteiset pelisäännöt, joiden mukaan toimitaan. (Villa 2003, 23)

Pelisääntöjä voisi verrata kappaleessa 2.4.1 esiintyneisiin Northin esittämiin pelisääntöihin, jolloin pelaajat eli instituutiot ja toimijat eli organisaatiot sovittavat toimintansa yhteisiin sääntöihin. Nämä säännöt antavat puitteet organisaatioiden toiminnalle ja vähentävät samalla kustannuksia, jotka aiheutuvat liiketoiminnasta silloin, kun toiminnalla ei ole selviä malleja, kuinka tulisi sopia. Näin ne tuovat toimintaan tarvittavaa ennustettavuutta. Villa (2001b, 66) katsoo instituutiomallin mukaan osakeyhtiön olevan enemmänkin *toiminnan viitekehys eli apuväline toiminnan järjestämiseen* kuin organisaatio. Hänen mukaansa osakeyhtiön käsittely viitekehyyksenä korostaa osakeyhtiön tehtävää pääomien keruun välineenä.

Keskeistä osakeyhtiön institutionaaliseen sisällöön näyttää olevan osakeyhtiön osakkaiden rajoitettu vastuu ja pääomien kerääminen, joita on käsitelty tarkemmin kappaleessa 2.2. Nämä tekijät määrittävät osakeyhtiön muotoa ja sisältöä. Tärkeää osakeyhtiön toiminnalle on, että yhtiön eri intressitahot, kuten kilpailijat, velkojat, rahoittajat, asiakkaat jne. tietävät, millä tavoin osakeyhtiö toimii tietyissä tilanteissa. Heidän on tiedettävä, miten yhtiössä järjestetään esimerkiksi velkojan suoja, pääomien pysyvyys, vahingonkorvaus, varojen jakaminen ja päätöksenteko. Tietoa tarvitaan jo ennen yhteistyötä, jolloin voidaan määritellä, mikä on toimijoiden asema. Osakeyhtiön institutionaalinen sisältö määrittyy siis käsityksestä, että osakeyhtiö on eräänlainen ***mallisopimus***, johon liitetään ***pakottavaa sääntelyä***. Villa esittää alla olevassa kuviossa, kuinka osakeyhtiöiden toiminta järjestäytyy sitä koskevan sääntelyn avulla. (Villa 2001b, 24&26)



Kuvio 2. Osakeyhtiö mallisopimuksena ja pakottavana sääntelynä

Kuvio osoittaa, että osakeyhtiö mallisopimuksena luo puitteet ja yhteiset säännöt osakeyhtiöiden toiminnalle. Pakottavat säännökset antavat vähimmäissuojan osakeyhtiöille ja sen intressitahoille. Näin

intressitahot voivat varmistua, ettei niiden asema voi olla huonompi kuin määritelty vähimmäistaso. Tietysti on myös huomioitava, että sääntelyn vahvat puitteet ja pakottavat säännökset tuovat toimintaan usein tarvittua ennakoitavuutta. Osakassopimuksella, yhtiöjärjestyksellä ja tahdonvaltaisilla säännöksillä voivat osakeyhtiö ja sen intressitahot määritellä toimintansa ja sopimustensa laajuuden. Mitä vahvemmat puitteet osakeyhtiölle asetetaan, sen ennakoitavampaa on sen toiminta. Toisaalta tällöin osakeyhtiö ei voi täysin määritellä sille tarpeellisten sääntöjen rajoja ja ei välttämättä pysty toimimaan tarvittavalla tehokkuudella.

#### **2.4.3 Instituution merkitys osakeyhtiölle**

Instituutiot ovat merkittävässä asemassa osakeyhtiöiden toiminnassa. Koska osakeyhtiö instituutiona ilmenee parhaiten pääomien keräämisen välineenä ja siten myös osakkaiden rajattuna vastuuna, merkitsee se, että instituutioita koskevat pelisäännöt pyrkivät mahdollisimman hyvin tukemaan rahoituksen hankintaa ja sen piirissä olevien toimintojen järjestämistä.

Sillä, kuinka hyvin instituutiot pystyvät tukemaan kunkin osakeyhtiön toimintaa ja kuinka vahvoja instituutiot ovat, on suuri merkitys osakeyhtiölle. Vaikutusta on muun muassa institutionaalisella toimintaympäristöllä, siihen miten yrityksen pääomarakenne saa sisältönsä. Se määrää myös yritykseen tehtävien investointien kannattavuuden sekä sijoittajien aseman. Mikäli toimintaympäristön instituutiot ovat heikkoja, yritys tarvitsee vahvan lain, jotta väärinkäsityksiä, kuten johdon huolimattomuudesta johtuvia virheitä, ei syntyisi. Mikäli taas osakeyhtiön toimintaympäristö on tarkoin määritelty, ei vahvaa lakia ja pakottavaa sääntelyä tarvita niin paljon. (Villa 2003, 23–25) Voidaan todeta, että jokainen liiketoimintaa

harjoittava yritys tarvitsee tietyn määrän pakottavaa sääntelyä. Sen avulla voidaan toimintaa ennakoida paremmin, sekä niin sijoittajien kuin vähemmistöosakkaidenkin kannalta. Määrittelemällä toimintansa rajat vakioiksi osakeyhtiö pystyy toteuttamaan haluamallaan tavalla sen tarkoitusperiä eli harjoittamaan liiketoimintaa hankkimalla pääomia toimintaansa. Instituutioilla on näin ollen suuri merkitys niiden luodessa osakeyhtiön toiminnasta *mallisopimuksen*, joka helpottaa osapuolten sopimista, kun perussäännöt ovat tiedossa.

#### **2.4.4 Instituutioiden muutos**

Eräänä instituutioiden keskeisenä tehtävänä on luoda järjestystä ja ennakoitavuutta ja samalla vähentää toiminnan epävarmuutta. Taloudelliset organisaatiot pyrkivät käyttämään instituutioita hyväkseen toiminnassaan, jolloin ne samalla vaikuttavat ja muokkaavat itse instituutioita. Niin yleisesti instituutiot kuin osakeyhtiömuotokin osana toiminnan järjestämistä eivät ole stabiileja, vaan muotoutuvat vähitellen ajan tai erilaisten tapahtumien seurauksena. (Timonen 1996, 157)

Laajemmassa merkityksessään North (1990, 7) katsoo instituutioiden muutoksen muodostuvan yhteiskunnan ja talouden organisaatioiden ja instituutioiden symbioottisesta suhteesta, jolle perustana ovat olleet instituutioiden mahdollisuuksien hyödyntäminen. Muutos muodostuu myös siitä prosessista, joka syntyy, kun toimijat huomaavat vaihtoehtojen muutokset ja uudet mahdollisuudet. Muutosta ohjaavat sellaiset ryhmät, joiden vaikutusvalta on sillä hetkellä suurin. Usein juuri oikeudellisilla aloilla, kuten tässä tapauksessa osakeyhtiön muutoksessa, muutokset eivät tule ainoastaan osakeyhtiön sisäisen muutoksen tarpeesta, vaan siihen vaikuttavat myös muut talouden kentän muutokset (Houtsonen 2002, 244). Timonen (1996, 157) toteaa muutoksien, kuten uuden lainsäädännön, toteuttavan usein etutahojen

ja organisaatioiden tavoitteita. Hän jatkaa, että on tärkeää tunnistaa nämä tilanteet ja niistä aiheutuvien kustannusten jakautuminen, jotta voitaisiin selvittää, mitkä ovat niiden vaikutukset sääntelyyn.

Taloudellinen muutos edellyttää tekniikan kehittymistä tai instituutioiden muutosta. Muutos johtuu usein teknisestä innovaatiosta, jonka seurauksena voimavaroja voidaan käyttää tehokkaammin. Kun instituutiot uudistuvat, teknisiä innovaatioita on mahdollista hyödyntää ja se osaltaan tuottaa juuri voimavarojen tehokkaamman käytön. (Timonen 1996, 158; North 1990, 103–104) Williamsonin (2000, 598) mukaan instituutioiden muutos tällä tasolla on aina hidasta ja suhteellisen vaikeaa. Hän kuvaa tiettyjen merkityksellisten hetkien muuttavan instituutioita. Esimerkkinä hänellä on Euroopan unioni, joka on ollut 50 vuotta muutoksessa, eikä kehitykselle näy loppua. North (1990, 103–104) kuvaa tyypillisiä esimerkkejä institutionaalisista innovaatioista olevan muun muassa eri yritysmallit, organisoidut markkinat kuten pörssit, patentit ja rahoitusinstrumentit. Eräänä tärkeimpänä instituutioiden muuttajana voidaan pitää kuilua tai epätasapainoa talouden mikro ja makro tasojen välillä (Sjöstrand 1995, 42). Osakeyhtiöissä tämän voisi katsoa ilmentävän toimintaa koskevien säännöksiä ja itse toimijoiden välisenä kuiluna, jolloin osakeyhtiön toiminta ei vastaa sille asetettuihin tavoitteisiin.

Huomioitava on, että instituutioiden muutos on pääosiltaan hidasta ja vähittäistä. Nopeita ja dramaattisia muutoksia tapahtuu harvoin. (Timonen 1996, 158) Näin ollen myös valtavat lakimuutokset ovat harvinaisia. Suomalaisessa lainsäädännössä se ilmenee osakeyhtiölaistamme, joka on säilynyt pääosiltaan samanlaisena 20 vuoden ajan. Sen muutoksissa heijastuu myös yhteiskunnan suuret muutokset, kuten liittyminen Euroopan unioniin 1995, joka aiheutti muutoksia lakiin 1997. Oikeudelliset instituutiot ovat luonteeltaan erilaisia kuin taloudelliset instituutiot, jotka reagoivat oikeudellisia

instituutioita nopeammin erilaisiin yhteiskunnan muutoksiin (Toivonen 2000, 968).

## 2.5 Modernin yrityksen teoria ja osakeyhtiö

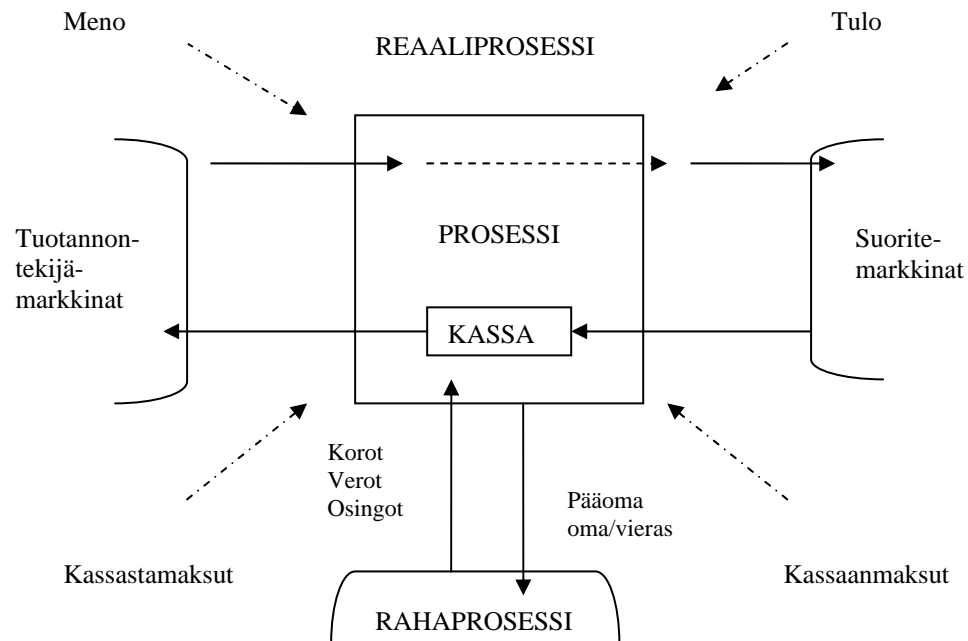
### 2.5.1 Lähtökohdat

Taloustiedettä voi hyödyntää osakeyhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa. Pääasiassa on tarkasteltu ja sovellettu osakeyhtiöihin sopivaa niin sanottua modernin yrityksen teoriaa, johon lukeutuvat niin transaktiokustannusteoria, päämies-agenttiteoria kuin varallisuus oikeudetkin. Laajemmassa merkityksessään modernin yrityksen teorian voi käsittää myös osakeyhtiön toiminnan erilaisten sopimusten välisenä verkkona.

Taloustieteet pitävät yritystä eräänä tapana järjestää tuotanto, jotta saavutettaisiin kustannustehokkuutta (Mähönen 2001, 126). Yrityksen toimintaa voidaan lähteä tarkastelemaan neoklassisen mallin mukaan. Timonen (1998, 108–109) selventää neoklassisen mallin perusedellytyksiä, joihin kuuluvat olennaisesti käsitys markkinoilla päätöksiä tekevästä rationaalisesta yksilöstä, joka on täysin informoitu ja tasavertainen muiden osapuolten kanssa. Neoklassisen mallin mukaan tällainen johtaa aina optimiratkaisuihin. He mieltävät yrityksen ”*mustaksi laatikoksi*”, joka valmistaa hyödykkeitä tuotannontekijämarkkinoilla. Tämän kaltaisen yrityksen tarkoituksena on saada mahdollisimman suuret voitot eli maksimoida laitetuista panoksista saatu hyöty ja samalla yrityksen arvon nostaminen. Ulen (1993, 307) Villa (2003, 9) katsookin ”mustan laatikon” toteuttavan osakeyhtiön keskeistä tarkoitusta eli osakkeenomistajien varallisuuden maksimointia. Tavallaan ”mustan laatikon” yrityskuvaa voisi verrata



myös kappaleessa 2.1 (s. 12) olleeseen kuvion 1 mukaiseen malliin osakeyhtiöstä liikeyrityksenä.



Kuvio 3. Yritys "mustana laatikkona" (Esim. Mähönen 2001, 126)

Kuten kuvio 3. selventää, neoklassismi tarkastelee yritystä ulkoapäin, eikä näin ollen kerro yrityksen sisäisistä tapahtumista mitään. "Mustassa laatikossa" yrityksen toiminta jakaantuu reaali- ja rahaprosessiin. Reaaliprosessi kuvaa yrityksen hankkimia panoksia ja niiden muuntumista edelleen luovutettaviksi tavaroiksi ja palveluiksi. Rahaprosessissa kulkevat yrityksen rahan lähteet ja menot. Yritys voi siten toimia pääoma- tai rahoitusmarkkinoiden tai tulo-rahoituksen pohjalta. (Villa 2002, 4-5) Timonen (1997, 131–132) katsookin yrityksen toimivan neoklassismin mukaan panoksiin ja tuotoksiin liittyvien reunaehtojen luojana, jonka mukaan yritys voidaan käsittää pelkkänä tuotantokoneistona. (Ulen 1993, 307)

Neoklassismin mukaiset käsitykset yrityksestä ja sen toiminnan muotoutumisesta eivät ole katsottu riittäviksi. Neoklassistien ei ole katsottu esittävän tarpeeksi riittäviä todisteita yrityksen olemassaolon luonteesta laajemmassa määrin (Foss 1997, 309). Mähönen (1998, 17) taas katsoo neoklassisen teorian olevan puutteellinen tapa hahmottaa todellisuutta. Hän lisää, että neoklassismin luoma markkinoiden ja yrityksen toiminnan mallintaminen on epärealistinen, koska neoklassistit näkevät yksilöiden kykenevän käytössä olevan informaation perusteella tekemään aina rationaalisia ratkaisuja ja saamaan aikaan jopa taloudellista hyötyä. Furubotn (2001, 133–134) kritisoi yhtä lailla neoklassismia. Aina ei voi täydellisesti laskelmoida mallien toimivuutta, sillä yrityksissä ja tässä tapauksessa osakeyhtiössä toimijoina ovat ihmiset ja heidän toiminnassaan saatu paras mahdollinen tehokkuus ei aina ole osoitettavissa laskelmilla.

Hart (1997, 17) on listannut neoklassisen mallin keskeisiä heikkouksia. Ensinnäkin yritystä käsitellään mallissa täydellisen tehokkaana kokonaisuutena, jolloin virheille ei ole annettu mahdollisuutta. Malli ei myöskään kerro lainkaan, miten toiminta yrityksen sisällä toimii ja millainen suhteiden ja toiminnan verkosto koostuu sisäisistä voimavaroista. Teoria ei kokoa millään tavoin, mitkä eri tekijät sitovat yrityksen yhteiskuntaan ja muihin toimijoihin.

Neoklassisen yrityksen mallin haastajaksi nousee neoinstitutionismi, jonka mukaan täydellisiä markkinoita ei ole olemassa, eivätkä toimijat aina toimi rationaalisin perustein. Timonen (2000, 22; 1998, 111) katsoo, että neoinstitutionismin mukainen sääntelyn rooli ja merkitys on välttämätöntä markkinoiden toimivuuden ja turvallisuuden varmistamiseksi. Neoinstitutionismin perusoletukset eriyvätkin neoklassismin näkökulmasta olennaisesti.

Kun neoklassismi pitää toimijoita täysin rationaalisina, neoinstitutionalismissa toimijat oletetaan vain *rajoitetusti rationaalisiksi* ja tunnustetaan, että ihmiset toimijoina voivat mahdollisesti toimia opportunistisesti. On otettava huomioon, että toimijoina ovat ihmiset, jotka usein toimivat omaksi edukseen ja lisätäkseen omaa hyvinvointiaan. Tällöin on mahdollista, että toimijat eivät ole suuntautuneita käyttäytymään heille asetettujen odotusten mukaisesti. Tällaiset rajoitukset inhimillisessä toiminnassa on otettava huomioon. Osakeyhtiöissä opportunistista käyttäytymistä voi joskus havaita yrityksen johdossa, kun he haluavat toimia oman etunsa mukaisesti, eivätkä yrityksen edun maksimoimiseksi. (Timonen 2000, 22; Foss, 245–252)

Huomioitava on myös *informaation puutteet ja epätäydellisyys*. Informaatio ei aina ole täydellistä ja sen hankkimisesta ja käsittelystä syntyy kustannuksia, joita neoklassinen malli ei ole ottanut huomioon. Toimijat eivät enää voi olettaa olevansa täysin tietoisia kaikista mahdollisista vaihtoehdoista, eivätkä he saisi edes olettaa, että olisi tarpeellista kerätä mahdollisimman paljon tietoa. Osakeyhtiöissä informaation puute voi olla mahdollista silloin, kun yrityksen omistajilla esiintyy valvontaongelmia. (Furubotn 2001, 135)

Yrityksen *sääntelyssä* olisi otettava lähtökohdaksi vertailu suhteellisen väljästi määritellyn markkinoiden toimintaan, eikä neoklassisen mallin mukaiseen täydellisen tehokkaasti toimiviin markkinointiin, jossa kaikki yritykset toimivat täydellisen tehokkaasti ilman sääntelyn vaikutusta. Tietyllä määrällä sääntelyä voidaan saavuttaa sellaisia etuja, joita ei voi saada ilman sitä. (Timonen 2000,23)

Neoinstitutionalismi korostaa oikeudellisten *instituutioiden merkitystä* etenkin resurssien allokaatiossa, kun aikaisemmin instituutioiden olemassaoloa ei ole korostettu. Instituutioiden ja organisaatioiden

olemassaolo ja merkitys tunnustetaan taloudellisessa toiminnassa ja sen järjestämisessä. Tällöin korostetaan valinnan ja päätöksentekijöiden asema, sidosryhmät ja niistä aiheutuvat vaikutukset otetaan huomioon. (Mähönen 1998, 17)

Lopuksi neoinstitutionismi haluaa, että sääntelyssä, sopimuksissa tai muissa yrityksen järjestelyissä otetaan huomioon, että toiminta aiheuttaa aina *transaktiokustannuksia eli liiketoiminnassa aiheutuvia kustannuksia* (Timonen 2000, 23). Transaktiokustannukset eivät ole vältettävissä, toisinkuin neoklassismi olettaa (Furubotn 2001, 135).

### **2.5.2 Coasen teoreema ja transaktiokustannukset**

Modernin yrityksen yksi tärkeimmistä teorioista perustuu transaktiokustannusten tunnustamiseen. Mitä suuremmaksi ja monimuotoisemmaksi yritys kasvaa, sitä suuremmaksi mahdollisuus mittaviin transaktiokustannuksiin nousee (Pitelis & Pseiridis, 1999, 222). Myös lainsäädännön on hyvä tunnustaa transaktiokustannusten olemassaolo ja merkitys. Eggertson (Timonen 2000, 25; ks. myös Eggertson 1990, 14) käsittää transaktiokustannukset yleisesti kustannuksiksi, jotka aiheutuvat varallisuusoikeuksien siirtämisestä ja niihin perustuvien oikeuksien toteutumisesta. Timonen katsoo tämän tarkoittavan laajemmin koko vaihdantajärjestelmän ylläpitoa ja instituutioiden hyödyntämistä täytäntöönpanossa. Transaktiokustannuksia voi vähentää resurssien itsensä sekä resurssien omistajien kautta tekemällä yhteistyötä, jolloin toiminnan tehokkuuden myötä transaktiokustannukset pienenevät. Ulenin (1993, 314) mukaan keskeinen merkitys transaktiokustannuksilla on, kun yritys organisoii yksityiskohtaisesti toimintaansa niin yrityksen sisällä kuin sopimuskumppaneitten kanssa.

Transaktiokustannusteorian taustalla vaikuttaa niin sanottu *Coasen teoreema*, jota ei voi olla sivuuttamatta transaktiokustannuksia tarkasteltaessa:

*”Jos transaktiokustannukset ovat nolla, resurssit kohdistuvat tehokkaimpaan mahdolliseen käyttöön, ellei sitä keinotekoisesti estetä.”*

Teoreema on esitelty Coasen klassisessa artikkelissa ”The Problem of Social Cost”. Perusideana on, että jos olosuhteet ovat ideaaliset, ei ole mitään väliä, miten varallisuus oikeudet jakautuvat. Oikeudellisella sääntelyllä ei siis olisi tällaisessa tilanteessa merkitystä, sillä resurssit kohdistuisivat oikeudenmukaisesti joka tapauksessa. (Wennberg 1999,150) Coase ei kuitenkaan uskonut, että ideaalisia olosuhteita löytyy laisinkaan. Näin ollen transaktiokustannuksia on jokaisessa liiketoimintatapahtumassa. Teoreema voidaankin laajentaa kaksiosaiseksi. Ensinnäkin mikäli transaktiokustannuksia ei olisi lainkaan, resurssit hakeutuisivat tehokkaimpaan käyttöönsä alkuperäisestä jakautumisesta huolimatta. Toiseksi koska transaktiokustannusten olemassaolo on tunnustettu, resurssien alkuperäinen jakautuminen on tärkeää, jotta hyödyt ovat suuremmat kuin kustannukset, kun resurssien uudelleenohjautuminen tapahtuu. (Kanniainen et al. 1996b, 47) Wennberg (1999, 150) toteaaakin, että Coasen teoreeman tekee kiinnostavaksi se, että sen avulla voidaan tarkastella minkälainen interventio markkinoiden toimintaan on perusteltua. Kanniainen et al. (1996b, 47) tarkastelevat transaktiokustannuksia oikeudellisen sääntelyn näkökulmasta. Mikäli transaktiokustannuksia ei olisi, ei sääntelyä tarvittaisi lainkaan, sillä resurssit olisivat jakautuneet oikeudenmukaisesti. Koska transaktiokustannuksia kuitenkin on, lainsäädännön tehtäväksi tulee sääntelyn avulla transaktiokustannusten minimoiminen tai niiden ohjaaminen mahdollisimman oikeudenmukaisesti. Wennberg (1999,

151) katsookin, että oikeudellisen sääntelyn tulisi pyrkiä luomaan mahdollisimman hyvät olosuhteet markkinoiden toiminnalle, joten sääntelyllä pyritään estämään tehokkaasti markkinoiden epäonnistumiset.

Transaktiokustannukset ovat pitkälti yritystoiminnan organisoitumisesta aiheutuvia (Timonen 2000, 27). Terminä transaktiokustannukset voidaan jakaa kahteen. Yritys käsittää transaktiokustannukset liiketoimista aiheutuviksi, kun yksittäisen liiketoimen kannalta katsottuna se merkitsee oikeustoimikustannuksia. *Liiketoimintakustannuksilla* transaktiokustannukset ovat se kokonaissumma, jonka yritys maksaa olemassaolonsa ja organisaationsa ylläpitämisestä ja liiketoiminnan harjoittamisesta.

*Oikeustoimikustannuksia* voi aiheutua ennen ja jälkeen liiketoimea. Ennen liiketoimea olevia kustannuksia voi syntyä potentiaalisten asiakkaiden tai sopimus Kumppaneiden etsimisestä ja löytämisestä. Myös osakeyhtiöissä parhaiden mahdollisten kauppakumppaneitten etsiminen voi kestää aikansa ja synnyttää kustannuksia. Seuraava kustannuksia aiheuttava erä voi olla sopimuksien laatimisesta ja neuvotteluista aiheutuvat kustannukset, jolloin voi kestää kauankin, kunnes osakeyhtiö löytää itselleen edullisen sopimuksen ja voi joutua mahdollisesti tekemään kompromisseja saavuttaakseen toivomansa sopimuksen. Ennen liiketoimea kustannuksia on mahdollista syntyä vielä liiketoimen valvonnasta tai turvaamisesta, jolloin varmistetaan, että sopimusvelvoitteet täytetään ja tavoitteet saavutetaan. Jälkikäteisiä transaktiokustannuksia on neljänlaista. Ensiksi tulee virhesuorituskustannukset, jolloin osakeyhtiö voi joutua maksamaan, kun sopimuksen mukainen tapahtuma ei toteudukaan edellytetyllä tavalla. Tinkimiskustannukset johtuvat siitä, että sopimuksen osapuolet pyrkivät minimoimaan virheiden vaikutukset toiminnassa. Järjestelmän ylläpidosta ja riitojen ratkaisusta aiheutuvat kustannukset sekä

valvonnasta ja turvaamisesta aiheutuvat kustannukset voivat nousta korkeiksi, mikäli liiketoimea koskevat puitteet eivät toimi yritystä tukevasti. (Timonen 2000, 25; Määttä 1999, 29–30) Osakeyhtiön kannalta transaktiokustannuksia voi siis syntyä niin yleisesti osakeyhtiömuodon ylläpidosta liiketoimintakustannuksia kuin yksittäisten liiketoimien mukana, jolloin jokainen tehty kauppa ja sopimus tuovat mahdollisuudet transaktiokustannusten syntyyn.

Kirjallisuus katsoo transaktiokustannusten tutkimisen kohdistuvan etenkin lainsäädännön näkökulmasta sopimukseen ja sopimustyyppisiin tilanteisiin (Hodgson 1998, 179–180). Myös Aivazian & Callen (2003, 296; ks. myös Slater & Spencer 2000) kirjoittavat sopimustyyppisten tilanteiden tärkeydestä transaktiokustannusten tarkastelussa. Osakeyhtiössä transaktiokustannusten käsite muodostuu laajasti. Voidaan käsittää transaktiokustannukset koskeviksi koko osakeyhtiön lainsäädännön mukaiseen toimintaan tai osakeyhtiön tekemiin yksittäisiin sopimukseen, jossa pyritään saamaan tehokkain ratkaisu. Villa (2001b, 55) katsoo osakeyhtiön ratkaisevan transaktiokustannusten lisääntymisen organisoitumalla osakeyhtiömuotoon, jolloin sen toiminta vähentää kustannuksia verrattuna siihen, että jokainen resurssien omistaja toimisi itsenäisesti. Villa (2001a, 30) nostaa esille myös institutionaalisen ratkaisun transaktiokustannusten vähentämisessä. Kuten aikaisemmin on tarkasteltu instituutioiden kohdalla, osakeyhtiö ilmenee tietynsisältöisenä vakiosopimuksena. Villan mukaan lainsäädäntö antaa osakeyhtiöinstituution ilmaiseksi liiketoiminnan harjoittajille ja antaa osakeyhtiöiden keskittyä sopimaan heille tärkeistä asioista.

### 2.5.3 Päämies-agentti suhde osakeyhtiössä

Pienissä muutaman omistajan yrityksissä omistajat tekevät samaa aikaa yritystä koskevat päätökset sekä johtavat yrityksen toimintaa. Koska johto ja omistus ovat sama asia, myös yrityksen tarpeet tulevat täytetyiksi. Kun yrityksen koko kasvaa ja toimintaa muuttuu monimutkaisemmaksi, eivät omistajat kykene enää johtamaan yritystä, vaan tarvitaan ammattijohtoa, jolla on erityiset taidot ja tiedot taloudellisen toiminnan prosesseista. Omistuksen ja johdon eriytyessä myös yritystoiminnan valvonta heikkenee, mutta tulee samalla entistä tarpeellisemmaksi. (Kaisanlahti 1996, 197; Kanninen 1996, 99)

Päämies-agentti – teoriassa eräänä lähtökohtana voidaan pitää päämiehen ja agentin *intressien eriytymistä*. Tällöin omistuksen ollessa eri henkilöt kuin johdossa olevat, omistus ei pysty tarvittavassa laajuudessa havaitsemaan ja valvomaan johdon toimintaa. (Ulen 1993, 312) Omistajat näkevät vain johdon aikaan saamat tulokset (Rose 1997, 389). Kanninen (1996, 99) kirjoittaa, että omistajat ovat yleensä kiinnostuneita yrityksen arvon noususta, eivät keinoista, joilla saatu arvon nousu saadaan aikaan. Johdon asema yrityksessä on toisenlainen. Johto antaa tyypillisesti yritykselle henkisen pääomapanoksen eli tiedot ja taidot tuottaa yritykselle omistajien haluamaa arvon nousua. Tällaisia taitoja ei omistuksella ole, joten he tarvitsevat johtoa saavuttaakseen haluamansa. Toisena lähtökohtana päämies-agentti – teoriassa voikin pitää *informaation epäsymmetrisyyttä*. Yrityksen omistajat eivät pysty havaitsemaan tai mittaamaan johdon toimintaa.

Villa (2001a, 27) kirjoittaa, että agenttisuhteille on tyypillistä intressien erilaisuus. Ristiriidan olemassaolo yhdistettynä mahdolliseen agenttien *opportunistiseen käyttäytymiseen* eivät aina päämiehen kannalta parasta mahdollista lopputulosta. Keser & Willinger (2000, 163)



mainitsevat, että agentin roolina tulisi olla yrityksen tuottojen maksimointi. Agentin tulisi toimia niin, että hyvän tuloksen mahdollisuus olisi ainakin yhtä korkea kuin huonon tuloksen. Liiallista riskiä tulisi siis välttää. Ei tulisi riskeerata hyvän tuloksen saantia, jos mahdollisuus huonoon tulokseen on suurempi. Agentin saama palkkio *riskien* ottamisesta ei tulisi olla suurempi kuin päämiehen saama arvo. Muun muassa Anderhubin et al. (2002) artikkelissa ilmenee, että agentit toimisivat paremmin yrityksen edun mukaisesti, jos saisivat ottamistaan riskeistä kunnon korvauksen. Tähän ongelmaan tarvitaan sekä kontrolli -ja korjausmekanismeja että kannustinpalkkausjärjestelmiä agenteille (Villa 2001a, 28).

Niin kuin aikaisemmin on kirjoitettu, yrityksessä ja tarkemmin osakeyhtiössä agenttisuhde syntyy, kun päämies eli yrityksen omistaja antaa päätöksentekovallan agentille eli ammattijohtolle. Omistuksen ja johdon suhde voidaan kuvata *sopimussuhteena*, jolloin osapuolet sopivat omistuksen päättämistä yrityksen tavoitteista. Keinot tavoitteiden saavuttamiseksi jätetään ammattijohdon päätettäväksi, koska sopimuksen yksityiskohtainen määrittäminen olisi mahdotonta. Agenttiongelmahan liittyy näin ollen oleellisesti myös sopimusten epätäydellisyys. Häyhä (1996, 175) kirjoittaa täydellisestä sopimuksesta ja sen tehokkuudesta. Täydellisen sopimuksen tulisi olla täytetty sopimusten ehtojen mukaisesti ja markkinoiden tulisi olla täysin kilpailutetut. Osakeyhtiötä ja sen agenttisuhdetta tarkasteltaessa ei kuitenkaan voi edellyttää, että kaikki ehdot täytyisivät, sillä taloudelliset tilanteet saattavat muuttua nopeaan tahtiin ja sopimusta ei voisi pitää täydellisesti.

Kun tarkastellaan agenttiongelmia osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn kautta, keskeiseksi nousee sopimusten epätäydellisyys. Sopimussuhteiden monimutkaisuus ja epätäydellisyys tekevät päämies- agentti – teoriasta merkityksellisen lainsäädännön kannalta.

Timonen (2000, 79) on tarkastellut osakeyhtiölakia agenttiongelman näkökulmasta ja käsittää osakeyhtiölain epätäydellisyyttä rajoittavana, epävarmuustekijöitä poistavana tekijänä, joka alentaa kustannuksia olemalla mallisopimus toiminnalle. Sen puitteissa omistajat ja intressitahot tekevät yksityiskohtaiset sopimuksensa ja kirjoittavat yhtiöjärjestyksensä. Timonen toteaa edelleen, että keskeisiä valvonta – ja hallinnointijärjestelmien kannalta ovat sellaiset tilanteet, jolloin ei ole tarkkoja ohjeita yhtiöjärjestyksessä tai muussa tehdyssä sopimuksessa. (Timonen 2000, 79) Osakeyhtiössä ja sen pääomarakenteessa esimerkkejä valvonta – ja vastuuongelmista sekä intressiriidoista ovat muun muassa sijoitetaanko pääomat yrityksen etujen mukaisesti vai riskeeraamalla toimintaa, miten vapaat pääomat sijoitetaan tai johdon ja omistajien erilaiset käsitykset pääomien käyttäytymisestä, tarpeellisuudesta ja sijoitustarpeista.

#### **2.5.4 Varallisuus oikeudet**

Jo transaktiokustannuksia käsittelevä kappale toteaa, että Coase toi taloustieteeseen transaktiokustannusten tarkastelun ja tunnusti niiden merkityksen yritysten toiminnassa. Transaktiokustannuksiin liittyy läheisesti käsitys varallisuus oikeuksista ja niiden merkityksestä lainsäädännölle. Mikäli seurataan Coasen mukaista käsitystä, että myös varallisuus oikeudet sisältävät kustannuksia, on sisällytettävä se analyysiin yrityksen ja lainsäädännön suhteesta (Prasad 2003, 747 & 749). Varallisuus oikeuden käsitettä voi käyttää yleisimmin kahdessa merkityksessä. Sillä voidaan viitata siviilioikeuden alaan, jossa säädellään yksityisten talousyksiköiden välisiä taloudellisia suhteita. Se on jaettu esine- ja velvoiteoikeuteen. Toinen mahdollisuus varallisuus oikeuden käsitteelle on kuvata niitä oikeuksina, jotka kohdistuvat esineeseen tai henkilöön eli esine- ja saamis oikeudet. (Määttä 1999, 39) Foss & Foss (2002, 302) katsovat, että

varallisuusosoikeuksia on monella yhteiskunnan tasolla. Sosiaalisina instituutioina ilmentyvät varallisuusosoikeudet, kuten lait ja normit antavat korkeamman tason ohjeita, siitä miten varallisuusosoikeudet jakautuvat. Yrityksessä voidaan huomioida myös alempi varallisuusosoikeuksien taso, joka ilmenee yrityksen suhteissa. Tällöin varallisuusosoikeudet määritellään suhteessa yritykseen ja työntekijään.

Letto-Vanamo & Määttä (1996, 64–65) toteavat, että vaikka varallisuusosoikeuksissa sisältö määräytyy aina tilanteen mukaan, säännöksiä ja sopimuksia huomioon ottaen, ominaista kaikille varallisuusosoikeuksille on, että niillä kaikilla on vaihdanta-arvoa. Niitä voidaan siirtää ja ovat samalla ulosmitattavia. Lainsäädännön kannalta tärkein varallisuusosoikeus on omistusoikeus. Omistusoikeus on erityinen siinä mielessä, että siihen liittyy omistajan *residuaalinen määräysvalta*. Tällä tarkoitetaan, että omistajalla on oikeus ja valta päättää kaikesta varallisuuteensa käytöstä, ellei se ole ristiriidassa lainsäädännön kanssa tai ellei omistaja ole sopimuksella rajoittanut oikeuttaan. Omistusoikeuden erityisluonne on seurausta siitä, että olisi mahdotonta kirjoittaa lakiin ja sopimukseen kaikki oikeudet joita omistajalla on. Timonen (1997, 146) tulkitsee Hartia, joka ottaa lähtökohdaksi nimenomaan varallisuusosoikeudet ja katsoo omistajuuden olevan merkittävä taloudellisen vallan lähde sopimuksien epätäydellisyyden vuoksi. Täydellisiä sopimuksia on vaikea tehdä, sillä sopimusosapuolet eivät voi olla varmoja, muuttuvatko olosuhteet sopimuksen aikana ja tarvitseeko sopimuksia neuvotella uudelleen (Hart & Moore 1999, 134). Omistajuus on näin ollen tärkeä aspekti myös osakeyhtiöissä. Koska osakeyhtiöille on tyypillistä moniomistajuus ja myös vieraan pääoman hankkiminen, osakeyhtiön tehokkuuden ja toiminnan arvioimiseksi omistajuus nousee esille. Se, jolla on eniten omistusosuutta, pystyy parhaiten ajamaan omia etujaan osakeyhtiössä. Toisaalta osakeyhtiössä omistajuutta tulee myös yhtiön ulkopuolelta velkarahoituksena, joka on usein tarpeellista. Tällöin

omistajat joutuvat miettimään sopivia sopimusehtoja, jotta omat oikeudet eivät oleellisesti heikkenisi. Vieraan pääoman määrällä on myös merkitystä. Sitä ei saisi olla liian paljon, jolloin yritys ei enää pysty toimimaan markkinoilla. (Timonen 1997, 146)

Varallisuusosoikeuden haltijalla tulisi olla käytettävissä keinot, jolla estetään toisia käyttämästä oikeutta hyväkseen. Yrityksessä merkittävä rooli varallisuusosoikeuksien suojaamisessa on lainsäädännöllä. Lainsäädäntö tuo varallisuusosoikeuksiin luotettavuutta ja pysyvyyttä. Etuna lainsäädännön tuomaan oikeussuojaan on myös kustannusten aleneminen. Lainsäädäntö auttaa määrittelemään varallisuusosoikeudet ja antaa kaikille samanlaiset lähtökohdat varallisuuden hallinnalle. (Letto-Vanamo & Määttä 1996, 73)

Timonen (1996, 146–147) tulkitsee Hartin käsitystä varallisuusosoikeuden teoriasta, jossa varallisuusosoikeudet käsitetään enemmänkin transaktiokustannusteorian erityistapaukseksi kuin rinnastettavaksi teoriaksi. Teoria katsoo, että omistusoikeuden hallinta ja keskittäminen alentavat niiden hyödyntämisestä aiheutuvia transaktiokustannuksia. Toisin sanoen on kannattavaa keskittää varallisuusosoikeudet, kun sisäiset valvontakustannukset kasvavat vähemmän kuin ulkoiset sopimuskustannukset. Omistuksen tietyn tason keskittäminen tuo omistajalla mahdollisuuden hyödyntää yritystä ja korostaa määräysvallan merkitystä. Foss & Foss (2002, 303) korostavat juuri varallisuusosoikeuden näkökulmasta transaktiokustannusten merkitystä. Transaktiokustannusten ilmeneminen liittyy sopimusten epätäydellisyyteen ja siitä aiheutuviin kustannuksiin. Transaktiokustannusten kannalta varallisuusosoikeudet ja sopimustilanteet nousevat tärkeiksi tekijöiksi yrityksen toiminnan kannalta (Aivazian & Callen 2003, 296). Myös Ulen (1993, 316) katsoo varallisuusosoikeuksien tehtäväksi yrityksen sekä sisäpuolisten että ulkopuolisten tehtävien sopimusaukkojen täyttämisen. Yhdeksi

tärkeimmäksi aukoksi hän mainitsee omistajan ja hänen varallisuutensa.

### **2.5.5 Osakeyhtiö sopimusverkkona**

Perinteisesti osakeyhtiö on nähty omistajien, johdon ja rahoittajien välisenä suhteena, jolloin osakeyhtiöoikeudellinen tarkastelu on painottunut näiden toimijoiden suhteiden etuihin ja toimintaan. Osakeyhtiö on nähty osakeyhtiölakikeskeisesti. Muita yrityksen intressitahoja ei ole huomioitu, koska osakeyhtiölaki ei sisällä määräyksiä niistä. Näin ollen yritys voidaan samaistaa kappaleessa 2.1 esiintyneeseen käsitykseen yrityksestä ”mustana laatikkona”, jolloin se toimii omana tuotantoyksikkönään. (Villa 2003, 35)

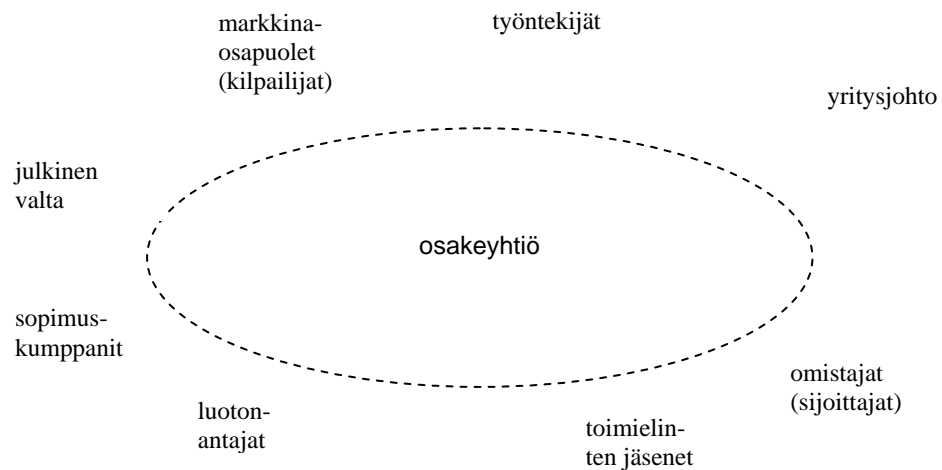
Modernin yrityksen teorian perustaksi on otettu transaktiokustannukset. Koska niitä aiheutuu kaikissa organisaatioissa, ratkaisevaksi muodostuu niiden kokonaisuuden käsittely (Timonen 2000, 34). Jensen ja Meckling toivat 1976 ilmestyneessä artikkelissaan ”The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” esille käsityksen, jossa osakeyhtiö voidaan kuvata *sopimusten omaisten suhteiden kokonaisuutena eli sopimusverkkona*. (Eisenberg 1999, 819) Tällöin osakeyhtiö on oma kokonaisuus, joka sisältää yhtäältä sekä yrityksen sisäiset sopimukset että ulkoiset sopimukset, jotka yhdessä liittävät osakkeenomistajat, johdon, velkojat, markkinat, julkisen vallan asiakkaat, työntekijät ja muut sopimuskumppanit eli kaikki yrityksen intressitahot osaksi yrityksen toimintaympäristöä. (Laffont 1997, 201–202; Boatright 2002, 1838) Osakeyhtiö ei ole tästä näkökulmasta katsottuna selkeästi rajattu toimintayksikkö, vaan yritys voidaan nähdä sosiaalisena kokonaisuutena. Tällöin päätökset ja muutokset jonkun intressitahon kanssa voivat vaikuttaa myös muihin intressitahoihin. (Hendry 2001, 226) Täsmällistä ja yhtenäistä sopimuskäsitettä ei voida määrittää,

vaan jokaista sopimustilannetta tulisi tarkastella sitä määrittävän oikeudenalan ja toimintaperustan mukaan (Timonen 2000, 35). Sopimusverkkoteoria tuo yhtiöoikeuteen lisää stakeholder näkökulmaa perinteisen shareholder näkökulman sekaan (Boatright 1996, 218). Sopimusverkkomalli korostaa siis yhtiön omistuksen ja sen kontrollien eriytymistä. Keskeistä on kuitenkin intressitahojen ja sopimustenomaisten tilanteiden merkityksen tunnustaminen. (Villa 2001b, 71)

Kun osakeyhtiön katsotaan koostuvan sopimusverkosta, pystytään paremmin hahmottamaan, että osakeyhtiön toimintaan liittyy monenlaisia etutahoja. Osakeyhtiön sääntely ei kuitenkaan ylety kaikkiin mahdollisiin osakeyhtiön kanssa yhteistyössä oleviin toimijoihin, vaan osakeyhtiölailla säädellään vain pientä osaa toiminnasta. Etutahojen asema perustuu siis osaksi lainsäädäntöön ja osaksi erilaisiin sopimuksiin. Vaikka osakeyhtiölaki rajaa etutahojen tunnistamista ja rajaamista voi pitää jossain määrin jopa välttämättömänä, on tunnustettava myös muiden etutahojen olemassaolo. Kaikkien intressitahojen asema ei ole samanlainen, vaikka olemassaolo huomioidaankin. Lain sääntelyn ulkopuolella olevien etutahojen asema määräytyy sen mukaan millainen heidän neuvotteluvoimansa on, jotta he pystyvät järjestämään itselleen hyvän sopimuksen suhteessa muihin etutahoihin. Sopimusverkossa informaation kulku, johdon informaatiovelvollisuuden laajuus ja informaation kohdistuminen eri intressiryhmiin tulee korostumaan. Suhteet sopimusverkossa ovat osin sidoksissa siihen informaation määrään ja laatuun, jonka kukin intressitaho saa. (Timonen 2000, 35; Villa 2001a, 33–35) Osakkeenomistajien, johdon ja velkojan asemat tulevat edelleenkin korostetusti esille, sillä vaikka stakeholder näkökulma painottuu enemmän sopimusverkkomallissa, osakeyhtiölaki pitää huolta osakkeenomistajien, johdon ja velkojien riittävästä suojasta (Boatright 2002, 1840). Osakkeenomistajien rooli tulee

korostuneesti esille myös siten, että he kantavat lopullisen riskin, koska ovat sijoittaneet pääomaansa yhtiöön ja haluavat siksi taata asemansa yhtiössä (Boatright 1996, 221).

Seuraava kuvio (kuvio 4) esittää osakeyhtiötä sopimusten kaltaisten suhteiden verkkona. Se hahmottaa, kuinka osakeyhtiön toimintaympäristö sisältää kokonaisuuden, johon kuuluu ytimeen osakeyhtiö osakeyhtiölain sääntelemänä mallisopimuksena sekä muut osakeyhtiön intressitahot. Raja osakeyhtiön ja intressitahojen kanssa ei kuitenkaan ole tarkka. Intressitahot ovat sopimussuhteessa sopimusverkon ytimeen eli osakeyhtiöön ja muodostavat näin sosiaalisen verkon, jonka avulla osakeyhtiön koko toimintaympäristö voidaan hahmottaa paremmin.



Kuvio 4. Osakeyhtiö sopimusverkkona (esim. Hendry 2001, 227; Timonen 2000, 36; Villa 2001, 35)

Kuviosta näkyy myös osakeyhtiön intressitahojen moninaisuus. Seuraavassa käsitellään eri tahojen asemaa sopimusverkossa. Sopimusverkon väliset sopimussuhteet muodostavat sopimusverkon aineellisen sisällön. Etutahojen aseman määrittelyssä keskeiseksi

tekijäksi muodostuu residuaaliosuus eli osuus yrityksen voitoista ja sen kohdistuminen. (Villa 2001b, 75–78) Mähönen (2001, 132) kirjoittaa, että kaikki ne sopijaosapuolet, joiden residuaaliosuus voi kasvaa yrityksen menestyessä ja vähentyä, kun yritys tekee tappiota, ovat residuaaliosuuden haltijoita ja heillä on myös kannustin kasvattaa yrityksen voittoa.

*Omistajilla eli osakkeenomistajilla* on oikeus yrityksen taloudelliseen voittoon eli siihen osuuteen, joka jää jäljelle, kun kaikki kustannukset on maksettu pois. Se, minkä laajuinen oikeus tuottoon on, riippuu yrityksen menestyksestä. Toisaalta omistajat kantavat residuaalisen riskin liiketoiminnan epäonnistumisesta. Riskin vastapainoksi omistajille on annettu päätöksentekovalta yhtiössä ja siten mahdollisuus vaikuttaa yrityksen arvoon. Omistajien asema on pitkälti määritelty osakeyhtiölaissa ja heidän keskinäinen suhteensa yhtiöjärjestyksellä ja osakaskohtaisilla sopimuksilla. Sopimusverkon kaltaisen ajattelun voi katsoa heikentävän osakkeenomistajien asemaa yhtiössä suhteessa muihin etutasoihin, koska verkkomalli katsoo omistajien olevan yhtiön pääoman toimittajia samalla tavoin kuin muutkin intressitahot. Osakkeenomistajien erityisasemaa voi kuitenkin edelleenkin perustella oikeudella määrätä yhtiön voitoista ja siten myös vastuulla riskin kannosta. Tällöin osakkeenomistajat yrittävät varmistua, että yrityksen johto toiminnallaan maksimoi osakkeenomistajien intressejä. (Timonen 2000, 36; Villa 2001a, 36–39; Villa 2001b, 78–82)

Kansainvälisissä yrityksissä *yritysjohdon* asema perustuu yleensä omistuksen sijaan työsuhteeseen, sillä he ovat liikkeenjohdon ammattilaisia. Pienemmissä yrityksissä omistajuuden ja johtajuuden raja voi vaihdellakin. Johdon asema perustuu kuitenkin aina osakeyhtiölakiin ja tehtyihin sopimuksiin. Johdolla ei ole sijoittaa rahamääräistä pääomaa yhtiöön, vaan pääoma on henkistä.



Johtamiseen liittyvää riskiä ei voi hajauttaa eikä vakuuttaa, sillä johtajaa sitoo lojaalisuusvelvoite ja näin ollen johtaja ei voi tehdä töitä kilpailijoille. Riskin pienuus riippuu siis yhtiön menestyksestä ja johtajan taidoista nostaa yrityksen arvoa. Toisaalta yrityksellä voi olla muitakin osakkeenomistajien tarpeista poikkeavia intressejä yrityksessä kuin osakkeenomistajien etujen takaaminen. Johto ei aina toimikaan kaikkien etujen mukaisesti ja syntyy kappaleessa 2.5.3 käsitelty agenttiongelman. Monitoroinnin puutetta pyritään paikkaamaan luomalla johdolle kannustinpalkkausjärjestelmiä ja tehostamalla valvontaa. Johto on kuitenkin etuasemassa muihin etutahoihin nähden, koska se vastaa yhtiön informaation tuottamisesta ja jakamisesta muille etutahoille ja pystyy kontrolloimaan informaatiota haluamallaan tavalla. Johdolla ei ole samanlaista informaatiovelvollisuutta kaikkia etutahoja kohtaan ja etutahojen asema sekä suhde muihin verkon jäseniin määrittyvät suurelta osin sen perusteella, millaista informaatiota he saavat. (Timonen 2000, 37; Villa 2001a, 42–45; Villa 2001b, 82–87)

Useimmiten yritys ei toimi ainoastaan omalla pääomalla. Yritys tarvitsee usein myös vieraan pääoman ehtoista rahoitusta eli tarvitsee *luotonantajia*. Yhtiön velkojilla ei yleensä ole osuutta yhtiön voitoista. Vieraan pääoman sijoittajat saavat vastinetta sijoitukselleen usein kiinteämääräisesti tai maksettavasta tuotosta on sovittu velkakirjassa tai muun sitoumuksen ehdoissa. Velkojan intressit tulevat katetuksi laajasti osakeyhtiölaissa velkojansuojasäännöksillä. Velkojat toimivat yhtiössä pääoman toimittajina omistajien tavoin, heillä ei vain ole omistajien kaltaista kontrollioikeutta yhtiössä. Heidän kontrollioikeutensa liittyy tilanteisiin, jolloin yhtiö on laiminlyönyt velkojen maksun. Velkojilla on mahdollisuus tässä tapauksessa saada maksu ja hakea yritys konkurssiin. Vaikka velkojilta puuttuu kontrollioikeus, on velkojen merkitys voitto-osuuden jakamisessa tärkeä juuri, koska velkoja valvoo yrityksen maksukykyisyyden

säilyttämistä. (Timonen 2000, 37–38; Villa 2001a, 48–50; Villa 2001b, 89–90)

Yrityksen *toimielinten* asemat toisiinsa nähden voivat vaihdella paljon. Yhtiön hallituksen tai hallintoneuvoston jäsenet voivat olla osakkeenomistajia, työsuhteessa yhtiöön tai ilman mitään muuta yhteyttä yhtiön kanssa. Näiden suhteita toisiinsa ja yhtiöön sääntelee osakeyhtiölaki ja yhtiöjärjestys. Toimielinten valinta tapahtuu yhtiökokouksen tai hallintoneuvoston avulla. Tehtävistä vapauttamiseen ei vaadita erityistä perustetta, vaan luottamuksen puute voi olla syynä tehtävästä luopumiseen. (Timonen 2000, 37)

*Työntekijöiden* oikeudellinen asema perustuu työoikeudellisiin säännöksiin, alakohtaisiin työehtosopimuksiin ja yksilöllisiin työ sopimuksiin. Toimielinten ja työntekijöiden asemat eroavat siten, että työntekijöillä on työ sopimuslain mukainen irtisanomissuoja ja toimielimillä ei vastaavaa suojaa ole. Työntekijöiden oikeudellinen asema on toisin sanoen sekoitus pakottavaa sääntelyä ja sopimukseen perustuvaa sääntelyä. Mikäli sopimusverkkoajattelu olisi puhdasta, niin työntekijöiden asema tulisi hahmottaa yksilöllisin sopimuksin omaten vain vähimmäissäännökset työsuhteen peruspuitteista. Sääntely olisi mahdollisimman väljää ja sopimukseen perustuvaa. Todellisuudessa ei näin kuitenkaan ole ja työntekijöiden etuja hoitavat eri alojen etujärjestöt. Periaatteessa työntekijöillä ei ole minkäänlaista kontrollivaltaa yhtiössä. Työntekijöiden motivointi suoritetaan palkan maksulla. (Villa 2001a, 47–48)

*Markkinat* muodostavat yrityksen toimintaympäristön. Yrityksen markkinoiden pyrkimykseen kuuluu saada tuotteensa ja palvelunsa markkinoille. Markkinat pitävät sisällään laajasti ottaen koko vaihdannan kokonaisuuden eli kilpailijat, asiakkaat, tavarantoimittajat, yhteistyökumppanit, asiakkaat. Markkinoilla ei ole itsenäistä merkitystä,

vaan markkinoita säädellään. Tavoitteena voi olla yritysten toiminnan sisällön tai yritysten välisen yhteistyön sääntelyn aikaansaaminen. (Timonen 2000, 39)

Myös sopimusverkon toimintaan liittyy *julkinen valta*, jonka rooli liiketoiminnassa on moninainen. Valtion perustehtävänä on yhteiskunnan ylläpitäminen sekä myös elinkeinoelämän perusedellytyksien turvaaminen lainsäädännöllä, kuten osakeyhtiölailla. Elinkeinovapaus kuuluu perusoikeuksiin, mutta lainsäädäntö määrää kuka ja millä edellytyksillä sitä voi harjoittaa. Valtiolla voi katsoa olevan oikeus osuuteen yrityksen voitoista, sillä sen perimät verotulot ovat sidoksissa yritysten tekemän voiton määrään. (Villa 2001a, 53)

Yrityksellä on  *muita sopimuskumppaneita*, joiden asema määräytyy tehtyjen sopimusten sekä yleisten velvoite- ja vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden perusteella. Periaatteessa sopimuskumppaneita koskevat samat oikeudet kuin luotonantajia ja heillä on oikeus hakea yhtiö konkurssiin, mikäli laskut ovat maksamatta. Kuitenkaan erillistä osuutta voittoon ei näillä sopimuskumppaneilla ole. (Timonen 2000, 38)

Kuvion 4 mukainen sopimusverkon asettelu luo toimijoiden välille erilaisia suhteita vaikuttaen näin etutahojen asemiin. Osakeyhtiön ja etutahon välinen suhde voi olla joko sopimus- tai yhtiösuhde. Sopimussuhteessa osapuolet ovat velvollisia täyttämään sopimusvelvoitteet tehdyn sopimuksen mukaisesti. Jos sopimusta rikotaan, rikkoja osapuoli on velvollinen asettamaan toisen sopimusosapuolen sellaiseen asemaan, jossa sopimus olisi täytetty. Yhtiösuhteessa osapuolet ovat velvollisia toimia yrityksen tavoitteen saavuttamiseksi sopimussuhdetta laajemmin. Suhde perustuu osakeyhtiölakiin ja yhtiöjärjestykseen. Näiden suhteiden lisäksi voidaan

katsoa yrityksessä olevan sopimuksen ulkopuolisia suhteita. Tällöin toimitaan vahingonkorvausoikeudellisessa suhteessa, jolloin kummallakin osapuolella on velvollisuus minimoida vahinko. Sillä, joka on vahingon aiheuttanut, on velvollisuus korvata vahinko. Muuta velvollisuutta ei tässä suhteessa ole. (Villa 2003, 38–39) Nämä kolme suhdetta eroavat toisistaan lojaalisuuden vaatimuksella yhtiötä kohtaan ja siten toimijoiden välisen suhteen sitovuudessa. Yhtiösuhde tuottaa korkeimman luottamuksen vaatimuksen, sillä suhde on kaikkein eniten säännelty laissa ja näin ollen pakottavaa sääntelyä esiintyy eniten. Sopimussuhde edellyttää tietyn määrän lojaalisuutta, joka kuitenkin rajautuu sopimuksen ehtoihin. Vähiten lojaalisuutta vaatii sopimuksen ulkopuolinen suhde, joka ei edellytä tuekseen erityistä luottamusta. Eisenberg (1999, 835–836) katsoo lojaalisuuden olevan saavutettavissa kolmella tavalla. Se voidaan saavuttaa joko lain mahdollistamalla sanktioilla, monitoroinnilla tai luomalla lojaalisuudesta sosiaalisen normin. Edellä mainitut kolme suhdetyyppiä istuvat hyvin Eisenbergin näkemyksiin. Eisenbergin mukaan lojaalisuus normina palvelisi tehokkuuden vaatimusta.

Yrityksen hahmottaminen sopimusverkkona näyttäisi tuovan yrityksen teorian kannalta paremmat mahdollisuudet luoda kokonaisnäkemys yrityksestä sen omassa toimintaympäristössään nimenomaan, koska yrityksen sisäisen ja ulkoisen toimintaympäristön välille ei synny tiukkaa rajaa. Aikaisemmin on mainittu yrityksen koostuvan sisäisistä ja ulkoisista verkoista. Sisäinen näkökulma painottaa yhtiömuodosta, organisaatiosta, päätöksenteosta, etutahojen oikeudellisesta asemasta aiheutuvia tekijöitä, kun ulkoinen näkökulma kattaa yrityksen kokoon ja kasvuun liittyvät tekijät. Osakeyhtiöoikeuden kannalta keskeisessä asemassa ovat yrityksen sisäiset sopimukset ja lakiin perustuvat osakeyhtiön toiminnan järjestelyt. Osakeyhtiön piirteet ja sääntelyn pakottavuus tai tahdonalaisuus ohjaavat osakeyhtiön toimintaa mallisopimuksen puitteissa. Tällä hetkellä voi katsoa sopimusverkko

mallin luovan laajan ja selitysvoimaisen, mutta ei kuitenkaan kattavan, teoriapohjan osakeyhtiön sisäisen ja ulkoisen toiminnan hahmottamiselle.

Vaikkakin sopimusverkkomalli on tunnustettu yhdeksi johtavista tavoista mallintaa osakeyhtiötä ja sen toimintaa, ei sen selitysvoima ole täydellinen. Jos sopimisen vapaus korostuu osakeyhtiöissä, on kysyttävä, millainen tehtävä voidaan enää asettaa pakottavalle sääntelylle? Puhtaan sopimusverkkomallin näkökulmasta pakottava sääntely ei olisi lainkaan suotavaa, vaan tapauskohtaiset sopimusratkaisut toisivat yhtiön kannalta parhaan tuloksen molemmille sopijaosapuolille. Verkkomallin kannattajat tukeutuvatkin siihen, että vapaaehtoinen vaihdanta ja yksilöiden väliset sopimukset edistävät parhaiten koko yhteiskunnan hyvinvointia (Villa 2001b, 74). Williamson (2002, 177) katsoo sopimusverkon kaltaisen konseptin antavan laajemmat ja joustavammat mahdollisuudet sopimiseen eri osapuolten kanssa ja pystyvän vastaamaan mahdollisiin sopimusongelmiin. Eisenberg (1999, 820) näkee sopimusverkossa kuitenkin suuren ristiriidan. Hänen mukaansa yrityksessä on kaksi luontoa, joiden välillä se joutuu tasapainoilemaan; toiminnan koostumisen sopimusten varaan ja toisaalta yrityksen byrokraattisen hierarkian. Sopimusverkko ottaa kiistattomasti huomioon vain ensimmäisen.

Osakeyhtiölain tehtävänä on katsottu olevan osakeyhtiöiden rahoituksen hankinta ja toiminnan organisoituminen. Voimassaoleva lakimme sisältää sekä tahdonvaltaista sääntelyä että melko paljon pakottavaa sääntelyä. Tietty määrä pakottavaa sääntelyä, kuten esimerkiksi velkojan ja vähemmistön asemaa koskevat säännökset, ovat välttämättömiä, sillä vetoamalla osakeyhtiöön mallisopimuksena vältytään usein sopimuksen tekemiseen liittyviltä kustannuksilta. Lisäksi lain muodossa tapahtuva sopiminen on täsmällisempää, koska ratkaisujen tulkinnassa apuna ovat olleet esityöt, ennakkotapaukset ja

oikeuskirjallisuus. (Villa 2001a, 55) Toisaalta Mähönen (2001, 134) tulkitsee Hartia, jolloin sopimusverkkoajattelun voi katsoa jättävän avoimeksi juuri kysymyksen, miksi osapuolet valitsevat tietyn vakiosopimuksen. Boatright (1996, 219; ks. myös 2002, 1840) katsoo ongelmaksi muodostuvan puhtaassa verkkomallissa myös osakeyhtiön varojen liian vähäisen suojaamisen. Tällä hän tarkoittaa sitä, että sopimusverkossa osakkeenomistajat olisivat vain yksi etutaho muiden joukossa ilman erityistä asemaa, vaikka osakkeenomistajat joutuvat kantamaan viimesijaisen riskin sijoittamalleen pääomalle. Villa (2001b, 75) katsookin verkkomallin heikkoutena olevan verkon jäsenten ottaminen huomioon vain verkon osana jättäen huomioimatta jäsenten kokonaisuuden ja muut toimintaa tukevat oikeudelliset instituutiot. Sopimiseen skeptisesti suhtautuvat eivät ole varmoja, tuoko sopimusverkkoajattelu yhteiskunnan kannalta optimaalista tulosta (Ulen 1993, 323).

Koska sopimusvapaudella on merkitystä etenkin osakeyhtiön pääomarakenteen muotoutumiselle antaen yhä enemmän mahdollisuuksia pääomarakenteeseen ja varainhankintaan, on mietittävä tarkkaan kuinka paljon tahdonvaltaista sääntelyä istuu luontevasti suomalaiseen lainsäädäntöön, jotta yhtiöt pystyisivät hyödyntämään säännökset. Hendry (2001, 230) korostaa kuitenkin, että pakottavaa sääntelyä tarvitaan tietyn verran ohjaamaan liiketoimintaa. Toisaalta taas Eisenberg (1999, 823) kirjoittaa, että missään sopimusverkkoajattelussa ei kielletä pakottavaa sääntelyä, vaan yrityksen voisi katsoa olevan joukko sopimuksen kaltaisia toimia, jotka on tehty pakottavan sääntelyn puitteissa.

## 2.6 Yhteenveto

Tämän kappaleen tarkoituksena oli luoda katsaus osakeyhtiömuotoon ja sen piirteisiin liikeyrityksenä. Osakeyhtiötä ja sen toimintaa tarkasteltiin myös institutionaalista lähtökohdista käsin ja tutustuttiin osakeyhtiön institutionaaliseen sisältöön. Tarkoituksena oli saada käsitys, millaisien oletuksien varassa osakeyhtiö toimii. Lopuksi tarkastelua laajennettiin koskemaan modernin yrityksen teoriaan, jonka tavoitteena oli tuoda osakeyhtiön toiminta ja sen lainsäädäntö esille teorian valossa.

Osakeyhtiötä voi siis tarkastella niin oikeustieteellisestä kuin taloustieteellisestäkin näkökulmasta. Oikeustieteessä osakeyhtiö määritellään pääasiassa osakeyhtiölain avulla. Taloustieteet käsittävät osakeyhtiön perinteisesti yksinomaan tuotantoyksikkönä. Osakeyhtiöt eroavat kuitenkin muista liiketoimintaa harjoittavista yrityksistä. Osakeyhtiön toimintaa luonnehtivat yleiset periaatteet, jotka perustuvat yhtiön vapauteen järjestää toimintansa hyväksi katsomallaan tavalla. Yleisistä periaatteista voidaan johtaa kaikki lain yksityiskohtaiset säännöt. Kaikki säännökset yhdessä tukevat lain ennustettavuutta eli pyritään turvaamaan, että osapuolet pystyvät arvioimaan miten lakia tulee käytännössä tulkita. Tärkeimmiksi osakeyhtiötä määrittäviksi piirteiksi voidaan katsoa rajoitettu vastuu ja sidotun pääoman pysyvyys. Piirteiden ohella osakeyhtiön toimintaa ohjaavat sekä pakottavat että tahdonvaltaiset säännöt. Nämä säännöt määrittävät toiminnan rajat, joiden puitteissa yhtiö harjoittaa toimintaansa.

Kun tarkastellaan sääntelyn merkitystä osakeyhtiöiden toiminnan järjestämisessä, ei voi olla sivuuttamatta käsitystä osakeyhtiöstä instituutiona. Osakeyhtiöinstituutio luo puitteet toiminnalle ohjaten sen

toimintaa ja organisoitumista. Instituutioilla on tärkeä rooli epävarmuuden vähentämisessä, järjestyksen luomisessa ja taloudellisen toiminnan vakauttamisessa. Osakeyhtiöiden institutionaalinen sisältö ilmenee parhaiten mallisopimuksena. Instituutioiden tärkeä rooli osakeyhtiöiden toiminnassa ilmenee siten, että sen pelisäännöt pyrkivät mahdollisimman hyvin tukemaan yhtiön rahoituksen hankintaa ja sen piirissä olevien toimintojen järjestämistä.

Osakeyhtiöinstituutio liittyy läheisesti modernin yrityksen teoriaan. Lainsäädännön on hyvä tunnustaa modernin yrityksen perustana olevien transaktiokustannusten olemassaolo. Lainsäädännön tehtävänä onkin kustannusten minimoiminen tai ohjaaminen mahdollisimman oikeudenmukaisesti sääntelyn avulla. Osakeyhtiö ratkaisee transaktiokustannusten lisääntymisen organisoitumalla osakeyhtiömuotoon, jolloin instituutioiden merkitys kasvaa, kun osakeyhtiö ilmenee tietynsisältöisenä vakiosopimuksena. Tarkasteltaessa johdon ja omistuksen suhdetta voidaan havaita, että sääntelyn kautta keskeiseksi nousee sopimusten epätäydellisyys. Osakeyhtiöissä agenttisuhdetta voidaan kuvata sopimussuhteena. Agenttiongelman näkökulmasta osakeyhtiölaki voidaan käsittää epätäydellisyyttä rajoittavana, epävarmuustekijöitä poistavana mallina, jonka puitteissa omistajat ja johto solmivat sopimuksensa. Tähän liittyy läheisesti varallisuus oikeudet. Omistajuuden voidaan katsoa olevan tärkeä taloudellisen vallan lähde sopimuksien epätäydellisyyden vuoksi. Lainsäädäntö tuo varallisuus oikeuksiin luotettavuutta ja pysyvyyttä antaen kaikille samanlaiset lähtökohdat varallisuuden hallinnalle.

Lopuksi tutkittiin yhtiötä sopimusverkossa. Se korostaa yhtiön omistuksen ja sen kontrollien eriytymistä. Keskeistä kuitenkin on osakeyhtiön intressitahojen ja sopimuksenomaisten tilanteiden merkityksen tunnustaminen. Sopimusvapaudella on erityinen merkitys



osakeyhtiön pääomarakenteen muotoutumiselle sekä varainhankintaan. Sen vuoksi on tunnustettava sopimusverkon kaltaisen mallin merkitys. Suomalaisen lainsäädännön on löydettävä tasapaino tahdonvaltaisten ja pakottavien säännösten välillä, jotta osakeyhtiöt pystyvät hyödyntämään lain säännösten tuomat mahdollisuudet.

Seuraavaksi käsitellään osakeyhtiön pääomajärjestelmää. Osakeyhtiömuodon ilmeneminen mallisopimuksena kytkee sen toiminnan instituutioihin. Instituutiot eivät kuitenkaan ole stabiileja, vaan ne muotoutuvat ajan ja tapahtumien myötä. Myös osakeyhtiöoikeus on kohdannut muutospaineita, jotka liittyvät läheisesti osakeyhtiöiden toiminnan organisointiin. Yhtenä osakeyhtiön toiminnan organisoinnin ytimenä voi pitää sen pääomarakennetta ja tapaa, jolla se on järjestetty. Pääomarakenteella ja sen muutoksilla on taas merkitystä instituutioiden muutoksessa ja mallisopimuksena ilmenemisenä. Seuraava kappale keskittyy osakeyhtiön pääomarakenteeseen, siinä tapahtuviin muutoksiin niin toiminnallisella tasolla kuin käsitteellisessä mallisopimuksellisessa muodossa.

### **3 OSAKEYHTIÖN PÄÄOMAJÄRJESTELMÄ**

Tämän tutkielman toisen pääjakson tavoitteena on tarkastella osakeyhtiön pääomarakennetta. Ensin luodaan katsaus, millaisia taustatekijöitä löytyy nykyiselle osakeyhtiön pääomarakenteen muutospainelle. Sen avulla pystytään paremmin hahmottamaan syitä, miksi nimellisarvoton pääomajärjestelmä on hyvä haastaja nykyiselle nimellisarvoon perustuvalla järjestelmällä. Sen jälkeen tarkastellaan osakeyhtiölain mukaisia pääomaeriä ja osakeyhtiölain ehdotuksen mukaisia pääomaeriä, jotta saadaan kokonaisvaltainen käsitys, miten pääomaerät muuttuisivat nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä. Tarkastelussa tuodaan esille myös, millaisia laajennuksia uuden sääntelyn mukainen nimellisarvottomuus mahdollistaa yrityksen varainhankinnassa. Lopuksi tarkastellaan, kuinka uusi sääntely tulisi vaikuttamaan osakeyhtiömuotoon. Tämän kappaleen tarkoituksena on kokonaisuudessaan vastauksen antaminen pääongelmaan, millainen osakeyhtiön tehokas pääomajärjestelmä tulisi olla.

#### **3.1 Osakeyhtiöoikeuden ja pääomarakenteen muutospainet**

Yhteiskuntamme ohjailee liiketoiminnan harjoittamista lainsäädännöllä. Vaikka liiketoiminnassa keskeiseksi yrityksen menestystekijäksi muodostuu markkinoilla menestyminen, on kuitenkin yrityksen toimintaa määrittävällä lainsäädännöllä merkitystä. Siksi yhtiöiden toimintaympäristön aiheuttamat muutokset asettavat osakeyhtiöoikeudelle haasteen, miten lait tulisi säätää, jotta ne takaisivat yhtiöille monipuoliset toimintamahdollisuudet. Nuolimaa (2000, 1068) mainitsee yhtiöoikeudessamme yhden heikkouden, joka on ylitse muiden eli lakimme monimutkaisuuden. Osakeyhtiöiden

lainsäädännön monimutkaisuus ei ole kuitenkaan yksittäinen syy. Lainsäädäntöä ja nykyaikaisen osakeyhtiön toimintaa haastavat useat taloudellisen toiminnan muutokset, joihin lainsäädännön tulisi pystyä vastaamaan.

### **3.1.1 Rahoitusmarkkinoiden muutos ja kansainvälistyminen**

Rahoitusjärjestelmällä on suuri merkitys yhtiölain sisällölle. Suomessa osakeyhtiöiden rahoituksen lähtökohdat ovat muuttuneet olennaisesti 1978 osakeyhtiölain säätämisen jälkeen. Myöskään vuoden 1997 osittaisuudistus ei ole täysin pystynyt vastaamaan kansainvälistymisen aiheuttamiin rahoitusmarkkinoiden muutoksiin. Suurimpina syinä lain muutospaineisiin ovat olleet kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden syntyminen ja rahoitusmarkkinoiden muuttuminen pankkikeskeisyydestä markkinaehtoisiksi. Markkinaehtoisen rahoitusjärjestelmän siirtymiseen ovat vaikuttaneet ainakin ulkomaisen osakeomistuksen vapautuminen, kiristyvän kilpailun rahoituksen ja yritysten rahoitusrakenteen tehokkuudelle asetetut vaatimukset sekä verotusjärjestelmän muutokset. (OM 2000, 9)

Perinteisesti suomalaiset yritykset olivat osana niin sanottua *pankkikeskeistä* järjestelmää, jossa yrityksen rahoitus perustui yhden pankin tai pankkiryhmän varaan ja velkapääomaan. Sijoittajien lukumäärä oli usein vähäinen ja pankeilla oli merkittäviä määriä osakkeenomistuksia. Ominaista olivat myös pitkäaikaiset sijoitukset, joiden avulla pankit turvasivat muita saataviaan ja asiakassuhteitaan. Pankkikeskeisessä järjestelmässä sijoittajana toimi pankki, jonka suhde itse yhtiöön oli useimmiten puhdas sopimussuhde. (OM 2000, 10) Pankit toimivat huomattavan itsenäisesti ilman merkittäviä kilpailijoita ja pankkien päätöksiä hallitsi voimakkaasti viranomaisten määräykset. Suomalaiset sijoittajat eivät voineet vapaasti sijoittaakaan

ulkomaille ja velkaantua sinne, koska valuuttasääntely esti sen. (Loikkanen et al. 2002, 353)

Nykyisin yritykset ovat siirtymässä niin sanottuun *markkinaehtoiseen* järjestelmään. Rahoitusta haetaan enemmän suoraan pääomamarkkinoilta ja rahoitus perustuu pankkijärjestelmästä poiketen omaan pääomaan. (Villa 2000, 60) Poiketaan myös harvojen osakkeenomistajien vallasta, yksittäisellä osakkaalla ei enää ole niin määräävää asemaa yhtiössä, vaan osakkeenomistajuus on hajaantuneempaa.

Yrityksien rahoituksen siirtyminen markkinaehtoisuuteen muuttaa tapaa, jolla ne tulevat hankkimaan rahoitusta investoinneilleen. Rahoitusmarkkinoiden avoimuus edellyttääkin informaatiota, joka antaa uutta kuvaa yrityksen tilanteesta ja kehittymismahdollisuuksista. (Lahti 1996, 72) Rahoituksen markkinaehtoituminen on merkinnyt myös arvopaperimarkkinoiden tehostumista. Vuonna 1980 vapautuneet arvopaperimarkkinat ovatkin tuoneet yrityksiin sijoittamisen ja pääoman hakemisen pankkien ulkopuolelta. Keskeiseksi osaksi yrityksen arvonmäärittelyä on noussut osakekurssi, jonka perusteella sijoittajat arvioivat yrityksen toimintaa ja sen johtoa. Markkinaehtoisessa järjestelmässä yrityksen johto ja omistus ovat entistä enemmän erillisiä elimiä. Keskeisesti markkinaehtoiseen järjestelmään liittyy hajaantunut omistus. Tällöin hajautuneempi omistus asettaa yhtiön johdolle liiketoimintaa kannustavaksi tekijäksi osakkeen arvon ja myös vähemmistöosakkaiden aseman huomioon ottamisen, jotta yrityksen osake olisi arvostettu ja yritys olisi houkutteleva sijoituskohde. Markkinaehtoisessa järjestelmässä sijoittajat osaavat hajauttaa sijoituksensa tehokkaasti. Tällöin yhden sijoituksen merkitys ei ole ratkaiseva, vaan se, että markkinat toimivat kokonaisuudessaan kitkattomasti. (OM 2000, 10)

Vaikka yrityksen rahoituksen markkinaehtoistuminen koskee erityisesti julkisesti noteerattuja yrityksiä, niin sillä on merkitystä myös pienempiin, listaamattomiin yrityksiin. Suoraan markkinoilta ja ilman pankkia saatavan rahoituksen merkitys ja kasvavat mahdollisuudet tuovat myös pienille yrityksille mahdollisuuksia erilaisiin pääomarakenteisiin.

Markkinaehtoinen rahoitusjärjestelmään siirtyminen merkitsee yhtiöoikeudellisen sääntelyn kehittämistä mm. seuraavilla alueilla (OM 2000, 11):

- rahoitusinstrumentit, erityisesti sopimusvapaus
- rahoitusrakenteen muuttaminen kuten omien osakkeiden hankinta ja sidotun pääoman alentaminen
- sopimusvapauden laajentaminen vähemmistösuojan kustannuksella.

Yritysrahoituksen tehostumisella on myös yhtymäkohtia lisääntyneeseen kansainväliseen kilpailukykyyn, sillä yritykset pyrkivät tehostamaan toimintaansa kokonaisvaltaisesti. Markkinaehtoinen rahoitusjärjestelmään siirtyminen on avannut mahdollisuudet monipuolisempaan kansainväliseen kaupankäyntiin. Markkinaehtoisen järjestelmän voidaan katsoa mahdollistavan joustavampia ja samalla monimutkaisempia rahoitusjärjestelyjä kuin pankkikeskeinen järjestelmä. Se tuo omalta osaltaan paineita yhtiöoikeuden muuttamiselle eli yhtiöoikeuden tulisi olla *kansainvälisesti kilpailukykyinen* ja omata mahdollisuudet yrityksen järjestää pääomansa *kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden olosuhteissa*. (OM 2000, 11)

Lainsäädännön merkitys osakeyhtiöiden toiminnassa korostuu markkinoiden muuttuessa globaaleiksi. Kansainvälistyminen on merkinnyt monelle yritykselle kilpailun kiristymistä kaikilla osa-alueilla;

niin asiakkaista kuin tuotteistakin. Esille on noussut käsitys uudenlaisesta kansainvälisestä kilpailukyvyistä, jolloin tapaa, jolla yritystoimintaa säädellään, vaikuttaa kilpaileviin markkinoihin. Poikkeavat lainsäädäntöratkaisut voivat vähentää kansainvälisten sijoittajien kiinnostusta, koska poikkeavan sääntelyn merkityksestä ei oteta selvää. (OM 2000, 12)

Yhä suuremmissa määrin yritykset kilpailevat sijoituksista. Pyritään yrityksen rakenteen ja toimintaympäristön kannalta taloudellisesti parhaaseen ratkaisuun. Komission tiedonannossa (2003) mainitaan juuri, että yritysten sijoittumisoikeutta tulisi helpottaa, jotta yritykset voisivat halutessaan sijoittua muualle kuin kotimaahansa. Siirtyminen kansainväliseen osaamiseen perustuvaan talouteen vaikuttaa ratkaisevasti yritysten kilpailukykyyn ja kasvuun (Komission tiedonanto 2001). Yritykset eivät tietenkään aina tee päätöksiään osakeyhtiöiden sääntelyn mukaan, mutta lakijärjestelmän ei tulisi olla ainakaan kielteinen kilpailutekijä. Tämä merkitsee haastetta etenkin suomalaiselle lakijärjestelmälle. (OM 2000, 12–13) Siirtyminen aktiiviseen kilpailukykyyn kehittämiseen ja yritysten toimivien, niin kansallisesti kuin kansainvälisestikin, perusedellytyksien tukeminen tulisi olla muuttuvan yhtiölainsäädännön lähtökohtana (Keskuskauppakamari 1998).

Pääomamarkkinat, ja samalla myös yhtiöoikeutemme sisältö, ovat joutuneet kohtaamaan Euroopan alueen pääoman liikehdinnät vuoden 1995 jälkeen entistä voimakkaammin. Euroopan yhdentymisen jälkeen myös yhtiöoikeutta on tulkittava ja kansallisen yhtiöoikeuden suhde määrittynyt EU-oikeuden mukaan (Mäntysaari 2002, 3). Unionin yhteisen sääntelyn pohjalla toimivat direktiivit, jotka vaikuttavat jokaisen unionin jäsenmaan lain sääntelyyn (Werlauf 1993, 37). EU-oikeus on ottanut tavoitteeksi, että EU:n yhtiöoikeuden lähtökohtana olisi koko unionin alueen tehokkuuden ja kilpailukykyyn lisääminen. Toimivan

yhtiöoikeuden avulla voitaisiin edistää yritteliäisyyttä, taloudellista kasvua, kansainvälistä kilpailukykyä sekä luoda suotuisa ympäristö sijoituksille. (OM 2003, 41)

Komissio (2003) on selvittänyt, miksi tarvitaan yhtiöoikeuden yhdenmukaistamista. Ensinnäkin sisämarkkinoiden hyödyntämisen kannalta tarvitaan yhteisiä järjestelmiä. Sisämarkkinoiden tehokas käyttö tulee helpottamaan sijoittautumisoikeuden käyttöä ja rajat ylittäviä rakenneuudistustoimia. Myös pääomamarkkinoiden yhdentyminen luo paineita. Tulevaisuuden kannalta edellytetään, että EU-oikeus tarjoaa sekä liikkeellelaskijoille että sijoittajille mahdollisuudet muiden jäsenvaltioiden pääomamarkkinoilla toimimiseen. Tavoitteena ei ole ollut täysin yhdenmukainen sääntely jokaisessa maassa, vaan pikemminkin tarkoituksena on ollut kunkin jäsenmaan kansallisen sääntelyn lähentyminen siinä määrin, että pystytään suojaamaan osakkaat ja velkojat yhdentyvillä pääomamarkkinoilla (Jauhiainen et al. 1993, 8).

Savela (1999, 231–241) katsoo kuitenkin, että vaikka direktiivit on hyvä sisällyttää kansalliseen lainsäädäntöön, ei se poista tarvetta kansallisen, omien tarpeiden mukaista lainsäädännön kehittämistä. EU:n yhtiöoikeus luo minimistandardit toiminnalle. Jotta Suomi pystyisi kilpailemaan yrityksistä lainsäädännön avulla, on selkeytettävä oikeuskäytäntöämme enemmän ennustettavaksi ja muotoiltava lakia selkeämmäksi. EU:n yhtiöoikeusdirektiivien antama liikkumavara tulisi kuitenkin ottaa täysin käyttöön ja hyödyntää sitä. Kansallisten lainsäädäntöelimien tulisi ymmärtää, että myös EU:n lakien toimintarajojen pystytään rakentamaan kansallisesti toimivia kokonaisratkaisuja, joissa yritykset voivat harjoittaa tehokasta liiketoimintaa. Mäntysaari (2002, 3) mainitsee juuri, että kansallisen yhtiöoikeuden tulisi huomioida EU-oikeuden määräykset

täysimääräisesti, sillä kansallisen oikeuden tulee jättää soveltamatta omat säännökset niiltä osin kuin ne ovat EU-oikeuden vastaisia.

Nuolimaa (1998, 1071) näkee lainsäädännön ongelmaksi nimenomaan sen pirstaloitumisen. Unioni on kuitenkin ottanut tavoitteekseen selkeän, johdonmukaisen lain, joka tukee kilpailukykyistä kansantaloutta. Pyritään takaamaan yhtiön eri osapuolille mahdollisimman suuri vapaus omien tehtävien suorittamisessa, kuitenkin pitäen kiinni tarpeellisesta sidosryhmien suojaamisesta. Halutaan kiinnittää huomiota erityisesti moderniin sääntelykäsitteeseen, omistusrakenteisiin ja yhtiöiden varallisuuden muuttumiseen. (OM 2000, 52)

### **3.1.2 Osakeyhtiöiden oikeudellinen toimintaympäristö**

Koska osakeyhtiöiden toiminnallinen ympäristö on kohdannut haasteita, samalla se vaikuttaa osakeyhtiöiden oikeudelliseen perustaan. Osakeyhtiöiden merkityksen kasvusta yritysmuotona kertoo se, että myös pienimmät yritykset ovat valinneet osakeyhtiömuodon liiketoiminnan harjoittamiseen. Backman et al. (1997, 17) katsovat, että osakeyhtiön suosio on kasvanut verrattuna muihin yhtiömuotoihin mahdollisesti osakeyhtiömuodon hallinnollisen sekä verotuksellisen selkeyden vuoksi. Monesti osakeyhtiö on havaittu myös joustavammaksi vaihtoehdoksi kaikenkokoisille liiketoimintaa harjoittaville yrityksille. Myös pienimuotoinen liiketoiminta on siirtymässä osakeyhtiömuotoon. Yhden tai muutaman osakkaan osakeyhtiöt ovat entistä tavallisempi muoto liiketoiminnan harjoittamiselle.

Koska osakeyhtiöoikeudellista sääntelyä noudattavat yritykset ovat lisääntyneet, myös osakeyhtiölain oikeudellinen merkitys on muuttunut.



Lain ongelmaksi on muodostunut sen monimutkaisuus ja vaikeaselkoisuus. Se on useimmiten ollut tarkoitettu luettavaksi ja tulkittavaksi ammattilaisille, eikä pientä liiketoimintaa harjoittavalle yrittäjälle. Lain selvittämisestä voi tulla lisäkustannuksia ja epävarmuutta tulkinnoista. Suomessa on kuitenkin katsottu, että yksi osakeyhtiölaki riittää sekä yksityisille että julkisen kaupankäynnin kohteena olleille yrityksille. Epävarmuuden ja vaikeaselkoisuuden välttämiseksi onkin työryhmä katsonut, että ne tulisi ottaa entistä paremmin huomioon uusia lakeja säädettäessä. (OM 2000, 13–14) Toisaalta voimassa olevan lain perussisällön voidaan katsoa onnistuneeksi ja tarjoavan hyvät toimintamahdollisuudet yritykselle, eikä muutospaineet näin ollen koskisi suoranaisesti osakeyhtiölain perusteita, kuten yleisiä periaatteita. (OM 2000, 17)

Mahdollisten kustannusten lisäksi osakeyhtiölain toimivuuteen on vaikuttanut arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely. Arvopaperimarkkinalaki (AMPL 495/1989) ja muu sitä koskeva sääntely on toteutettu osakeyhtiölaista irrallisena. Näiden lakien yhteisen toimivuuden vaatimus on kuitenkin ilmeinen. Esimerkiksi tämä koskee tiedonantovelvollisuutta (AMPL 2:2) ja lunastusta koskevia säännöksiä (AMPL 6 luvussa). (Surakka 2001, 24 & 41) Erilaiset sääntelytavat osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa tuovat kahdenkertaisuuden ja erillisyyden ongelmat esille osakeyhtiöiden oikeudellisessa sääntelyssä. (OM 2000, 15)

### **3.1.3 Pyrkimys yritystoiminnan tukemiseen**

Airaksinen & Jauhiainen (2000, 150; ks. myös Airaksinen & Jauhiainen 1997, 24; OM 2000, 21) määrittelevät osakeyhtiölain tehtäviksi yritysten rahoituksen hankinnan eli pääomien keräämisen ja yleisen yritystoiminnan tukemisen. Yritystoiminnan tukemiseen kuuluu

yrittäjien sidosryhmien huomioonottaminen, jotta sidosryhmien lainsäädännöllinen asema olisi tasapuolisesti järjestetty. Mikäli tasapuolisuus ei toteudu, ottavat velkojat ja muut sopimuskumppanit tämän huomioon sopimuksia tehdessään ja yritys saattaa joutua maksamaan kustannukset lainsäädännöllisistä ongelmista. Yritys joutuu maksajaksi liian yksipuolisen lainsäädännön aiheuttamista kustannuksista. Kuitenkaan yritystoiminnan tehokkuuden tavoittelu ei heti merkitse, että sidosryhmien asema tulisi heikkenemään. Työryhmän selvitysraportin (2000, 22) mukaan lainsäädännön tehostaminen tulisi nimenomaan lisäämään kansantalouden ja yritysten suorituskykyä ja yritysten kykyä työllistää henkilöstöä.

Yhtiöoikeudellisen sääntelyn joustavuuden tarpeen puolesta on esitetty monia argumentteja. Jotta yhtiöoikeus ei olisi ainakaan esteenä yritystoiminnan tukemiselle, sääntelyn tulisi siis olla mahdollisimman *joustavaa*. Elinkeinovapauden voidaan katsoa pitävän sisällään periaatteen, että yrityksen parhaaksi olisi järjestää liiketoimintansa niiden hyväksi katsomallaan tavalla. Koska osakeyhtiöitä on määrällisesti paljon ja eri toimialoilta, on tätä taustaa vasten katsottava, että yhtiöoikeudellisen sääntelyn tulisi vastata kaikkien yhtiöiden tarpeita. Lähtökohtana tulisi olla siis *sopimusvapaus*, jolloin yritykset itse valitsisivat itselleen parhaat ratkaisut, koska näyttää siltä, että on mahdotonta taata toimiva yksityiskohtainen sääntely kaikille yhtiöille. (OM 2000, 22)

Edellinen kappale perustelee, miksi on tarvetta joustavaan yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn. Jos osakeyhtiö haluaa järjestää toimintansa haluamallaan tavalla, olisi lain *tahdonvaltaisia säännöksiä laajennettava*. Tahdonvaltaisten säännösten lisääntyminen tarkoittaisi, että lain säännöksiä, joita tulisi soveltaa, jolleivät sopimuksen osapuolet muuta asiasta sovi. Jos asiasta olisi pakottava säännös, ei siitä pysty sopimaan osapuolten kesken, vaan on noudatettava

säännöksiä. Eri yhtiöillä vallitsevat erilaiset olosuhteet toimialasta riippuen, joten on katsottu, että lainsäädännön ei tulisi määrittää liikaa yhtiöiden ja muiden osapuolten välisiä suhteita. Tahdonvaltaisten säännöksiä katsotaan mahdollistavan pakottavia säännöksiä tehokkaampien ratkaisujen tekemisen. Se merkitsi tietyssä määrin yhtiökohtaisten erityisratkaisujen omaksumista, jotka tapahtuisivat pääosin yhtiöjärjestyksellä. On katsottu myös, että tahdonvaltainen sääntely voisi vähentää osapuolien sopimuskustannuksia, jolloin mahdollisimman moni yhtiö voisi hyväksyä lain säännökset ja heidän ei tarvitsisi ryhtyä erillisiin toimiin säännösten ohittamiseksi. Toisaalta tahdonvaltaisen sääntelyn korostaminen ei tarkoita, että sääntelyn tulisi olla kokonaan tahdonvaltaista. Myös tietty määrä pakottavaa sääntelyä tarvitaan. Esimerkiksi yhtiön suhde kolmansiin osapuoliin voi olla tarpeellista, jolloin pakottavuus lisää oikeussuhteen pysyvyyttä, luotettavuutta ja ennustettavuutta. Usein pakottavuudella suojataankin tahoja, jotka eivät ole sopimussuhteessa itse yhtiöön ja eivät voi suojella itseään sopimuksin. (OM 2000, 23–26) Näin ollen tahdonvaltaisen ja pakottavan sääntelyn rajaa ei tulisi vetää liian tarkasti, vaan jokaisen sääntelyratkaisun yhteydessä tulisi ratkaista mahdollisuudet käyttää tahdonvaltaista sääntelyä ja perusteltava pakottavan sääntelyn tarve

#### **3.1.4 Yhteinen vai erillinen osakeyhtiölaki?**

Voimassa olevan osakeyhtiölakimme koskee kaikenkokoisia ja kaikilla toimialoilla toimivia osakeyhtiöitä. Yhtiöt jaetaan yksityisiin (oy) ja julkisiin (oyj) osakeyhtiöihin OYL 1:1 § mukaan, jolloin oy:n vähimmäispääoma on oltava 8000 € ja oyj:n 80 000 € (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 167). Tämä merkitsee sitä, että Suomessa yksi laki sääntelee todella monimuotoista ja laajaa yrityskirjoa.

Pienyhtiötyöryhmän mietinnössä (OM 1998) selviää, että OYL:n suurin ongelma pienille yhtiöille on lain monimutkaisuus ja vaikeaselkoisuus. Pienille yhtiöille katsotaan koostuvan kustannuksia asioiden selvittämisestä ja epävarmuudesta lain tulkinnassa. Pienten yhtiöiden määrän lisääntyminen asettaa paineita niin OYL:n kirjoittamistapaan kuin sen aiheuttamien kustannusten arviointiin. (OM 2000, 13–15) Pienyhtiötyöryhmä on kuitenkin katsonut, että Suomessa riittää yksi laki kaikkien osakeyhtiöiden sääntelyyn. Esimerkiksi Norja on päätenyt kahden toisiaan muistuttavan osakeyhtiölain säätämiseen, jolloin lakien ja yhtiömuotojen väliset erot ovat vähäisiä (OM 2003, 42).

Sinänsä osakeyhtiölakityöryhmän ratkaisu pitäytyä yhdessä osakeyhtiöitä koskevassa laissa näyttäisi olevan toimiva tällä hetkellä. Pienten yhtiöiden toiminnan helpottaminen on otettu huomioon kokonaisuudistusta tehtäessä, kun lakia ja lain viittaustapaa on helpotettu ja selkeytetty. Myös sopimusvapauden lisääntyminen voisi tuoda yhtiöiden tarvitsemaa toimintavapautta kaikille yhtiöille. Mikäli yhtiön asioita hoitavat elimet eivät tunne sääntelyä, ei ole merkitystä mitä lakia sovelletaan. Kahden osakeyhtiölain olemassaolo saattaisi jättää samantyyppisiä ongelmia kuin yhden kaikkia osakeyhtiöitä koskeva lakikin. Se voisi päinvastoin vaikeuttaa yhtiöiden toimintaa, sillä ongelmaksi voisi muodostua rajan veto lakien välillä. Koska lakien väliset erot tulisivat olemaan pieniä, voisi keskustelua aiheuttaa, mikä tulisi olemaan raja oy:n ja oyj:n välillä. Käytännön toiminnassa suurien yksityisten osakeyhtiöiden ongelmana voisi olla se, että niiden olisi edullisempaa toimia oyj:tä koskevien säännösten mukaan. Kahden lain säätäminen vaatisi melkoisen tutkimustyön ja tulokseksi saattaisi tulla se, että niin pienet kuin suuretkin osakeyhtiöt toimivat peruslähtökohdiltaan parhaiten samojen sääntöjen mukaan.

## **3.2 Osakeyhtiölain mukainen pääomarakenne ja muutokset**

Osakeyhtiön toiminnassa sen pääomarakenne määrää osaltaan, miten oman ja vieraan pääoman erät esitetään ja millä tavalla niitä tavalla niitä voidaan käyttää osakeyhtiöiden varainhankinnassa ja toiminnan järjestämisessä. Osakeyhtiölaki sääntelee osakeyhtiöiden tilinpäätöstä ja pääomien esittämistapaa. Osakeyhtiölain ohella sääntely tapahtuu kirjanpitolaisissa – ja asetuksessa (KPL 1336/1997, KPA 1339/1997). Osakeyhtiölaki on kuitenkin erityislaki suhteessa kirjanpitolakiin – ja asetukseen, joten tarvittaessa OYL syrjäyttää KPL:n. (KHT-yhdistys 2004, 19)

### **3.2.1 Oman pääoman tunnusmerkit**

Koska tämän tutkimuksen tarkoituksena on tarkastella pääomarakennetta, kun osakkeelle ei enää määrätä nimellisarvoa, on tutkimus rajattu koskemaan yhtiön omaa pääomaa. Oman pääoman voi erottaa vieraasta, yrityksen velkapääomasta määrittämällä sitä kuvaavia tuntomerkkejä. Osakeyhtiölaki ei varsinaisesti kerro, mikä määrittää oman pääoman sisällön. OYL 11:6 § viittaa oman pääoman eriin ja niiden taseeseen kirjaamiseen. Laista voidaan kuitenkin johtaa oman pääoman tunnusmerkkien sisältö, jossa korostuu oman pääoman oikeudellinen luonne. Tunnusmerkit voidaan jakaa kahteen, varsinaisiin ja epävarsinaisiin tunnusmerkkeihin. Varsinaisina tunnusmerkkeinä voidaan pitää sellaisia varainhankinnassa käytettyjen rahoitusinstrumenttien ominaisuuksia, jotka ovat kaikki yhteisiä oman pääoman ehtoisille sijoituksille. Oman pääoman epävarsinaiset piirteet ovat tyypillisiä piirteitä, mutta eivät välttämättä esiinny kaikkien rahoitusinstrumenttien kohdalla. (Villa 2001b, 149–150) Ne voidaan ohittaa yhtiöjärjestyksellä ja ne edellyttävät usein dispositiivista sääntelyä.

Oman pääoman vahvimpana ominaisuutena voi pitää *sijoituksen takatai viimesijaisuutta*. Viimesijaisuuden arviointi voidaan suorittaa, kun mietitään yrityksen maksusijajärjestystä. Se voi kohdistua konkurssiin tai toimivaan yhtiöön. Oman pääoman välinen maksusijajärjestys määrätään yhtiöjärjestyksessä. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 309)

Toinen oman pääoman vahva tuntomerkki on myös osakeyhtiön yleisiin periaatteisiin kuuluva *sidotun pääoman pysyvyys*, joka tarkoittaa, että sidottua pääomaa ei voi palauttaa ilman velkojansuojamenettelyä. Sidotun oman pääoman pysyvyys toimii vastinparina osakkeenomistajien rajoitetulla vastuulle. Koska osakkeenomistajan vastuu rajoittuu vain heidän sijoittamaansa pääomaan, on pääomaa suojattava. Villa (2001b, 152) mainitseekin, että osakeyhtiölain säännökset koskevat suurilta osin juuri pääoman tulemistä yhtiöön, siellä pysymistä ja pääoman jakamista osakkeenomistajille. Pääoman pysyvyyttä koskevat määräykset ilmenevät OYL:n 6 luvussa, jossa säädellään velkojan suojasta. OYL:n Lukuun 12 on otettu vielä määräykset laittomasta varojen jaosta.

Kolmannen oman pääoman tunnusmerkin luo oman pääoman *vakuudettomuus*. Yhtiö ei voi antaa vakuutta, että sijoituksen pääoma palautetaan tai tuotto maksetaan. OYL 5:1.2 §:n mukaan yhtiö ei saa antaa lainan pääoman tai koron tai muun hyvityksen maksamisesta. Vieraan antamasta vakuudesta ei ole laissa kieltoa, joten olennaista on, että yhtiö itse tai samaan konserniin kuuluva ei voi sitä myöntää. Villa (2001b, 155) perustelee vakuudettomuutta oman ja vieraan pääoman välisellä riskienjaolla ja oman pääoman residuaalisella luonteella. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 309)

Oman pääoman epävarsinaisista tunnusmerkeistä voidaan poiketa ja ne eivät ilmene kaikkien rahoitusinstrumenttien kohdalla. Ensinnäkin

tällaisena tunnusmerkkinä voi pitää osakkeen *jako-osaisuutta*, joka on yleensä tavallinen osake nauttien yhtiön arvonnousuista, mutta osallistuu myös vastaavasti yhtiön tappion kattamiseen tarvittaessa koko pääoman sijoituksen määrällä. Riskin suuruudella ja tuoton määrällä on vahva yhteys. Jako-osaisuus voi ilmetä tavallisena osakkeena OYL 3:1 §:ssä määriteltynä jako-osattomana osakkeena tai pääomalainana. Epävarsinaisiin oman pääoman tunnusmerkkeihin lukeutuu myös *kontrollioikeus* eli mahdollisuus monitoroida yhtiön johdon toimia ja osallistua hallituksen valintaan. Käytännössä kontrollioikeus tarkoittaa siis äänioikeutta, joka liittyy osakkeen tuomiin oikeuksiin. Se, mikä tekee kontrollioikeudesta epävarsinaisen tunnusmerkin, on mahdollisuus poiketa äänioikeudesta joko yhtiöjärjestyksellä tai esimerkiksi jako-osattomalla osakkeella. Siten se ei aina kiinteästi liity omaan pääomaan. (Airaksinen & Jauhiainen 1997, 339; Villa 2001b, 158) Yhtiöoikeudessa oma pääoma käsitetään pysyvänä pääomana, jota ei makseta takaisin yhtiön toiminnan aikana. Sijoituksen *ajallinen pysyvyys* voidaan katsoa omaa pääomaa määrittäväksi tunnustekijäksi. Oman pääoman pysyvyys ja irtisanomattomuus ovat kuitenkin seikkoja, joista voidaan poiketa yhtiöjärjestyksessä tai lailla. Vastinparina toimiikin osakkeen vapa luovutettavuus. (Villa 2001b, 160–161)

### **3.2.2 Osakkeen nimellisarvo ja nimellisarovottomuus**

#### *Osakkeen nimellisarvo ja kirjanpidollinen vasta-arvo*

Yhtiön osakepääoma voi muodostua yhdestä osakkeesta. Osake edustaa siten osuutta osakeyhtiön omasta pääomasta (Tikka & Haapaniemi 1999, 21). Voimassa olevan lain mukaan yhtiön *osakkeelle on määrättävä joko nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo* (OYL 1:1.4). Jollei nimellisarvoa ole yhtiöjärjestyksessä määrätty,

osakkeille voidaan laskea kirjanpidollinen vasta-arvo jakamalla osakepääoma osakkeiden lukumäärällä. Kirjanpidollista vasta-arvoa ei tarvitse ilmoittaa yhtiöjärjestyksessä, toisinkuin nimellisarvo. Molempiin sovelletaan pääasiassa kuitenkin samoja säännöksiä. Tavallisesti osakepääoma koostuu useista osakkeista. Tällöin nimellisarvojen summa muodostaa osakepääoman. Koska jokainen osake edustaa tiettyä osuutta osakepääomasta, heijastaa se seikkaa, että osakkeella ja osakepääomalla on OYL 1:1.3 § mukainen yhteys toisiinsa. (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 170; 1997, 66)

Osakkeen nimellisarvon muuttaminen edellyttää yhtiöjärjestyksen muuttamista. Yhteys osakkeen ja osakepääoman välillä ilmenee muun muassa tässä, mikäli nimellisarvon muuttaminen johtaa osakepääoman alenemiseen. Tämä edellyttää velkojansuojamenettelyä (OYL 6:5-7). Yhteys näkyy myös, kun korotetaan osakepääomaa osakkeita laskettaessa nimellisarvon verran. Samalla tyylillä osakkeita mitätöitäessä osakepääomaa alennetaan nimellisarvon määrällä. (Airaksinen 2003a, 947)

Nimellisarvoon liittyy olennaisesti alikurssikielto, joka ilmenee laissa 2:11.1 §:sta ja joka mainitaan myös 4.12.1 §:ssa. Alikurssikielto merkitsee, että yhtiö ei saa laskea osakkeita liikkeeseen alle sen nimellisarvon. Vain silloin osakkeen voi laskea liikkeeseen alle nimellisarvonsa, kun nimellisarvon ja osakkeesta maksetun määrän erotus siirretään muusta omasta pääomasta osakepääomaan. Osakkeeseen liittyy alikurssin tavoin ylikurssi ja ylikurssirahasto. Jos osakkeesta saadaan enemmän kuin nimellisarvon verran, siirretään ylimenevä osa ylikurssirahastoon. Rahasto on sidottua pääomaa, joten sitä ei voi vapaasti irrottaa yrityksen käyttöön.



### *Osakkeen nimellis arvottomuus*

Oikeusministeriön teettämän osakeyhtiölakityöryhmän mietinnön (2003) lähtökohtana on *aitoon nimellis arvottomuuteen perustuva pääomajärjestelmä*. Ehdotuksessa osakeyhtiölaki säätelisi edelleen tilinpäätöstä ja osakeyhtiön omaa pääomaa. Tilinpäätös tulisi myös laatia edelleen kirjanpitolain ja osakeyhtiölain mukaan (OYLe 8 luku) ja osakeyhtiölain asema erityislakina säilyisi ennallaan. Uudistuksen myötä osakkeelta poistuisi osakkeen nimellisarvon lisäksi myös kirjanpidollinen vasta-arvo. Osakeyhtiön ei tarvitsisi esittää yhtiöjärjestyksessään osakkeelle nimellisarvoa, kirjanpidollista vasta-arvoa eikä mitään muutakaan suuretta. (Kyläkallio 2003, 19)

Nimellisarvon poistaminen tuo mukanaan muutoksia. Nimellis arvottomuus poistaa ylikurssin käsitteen ja käytön, eikä myöskään osakeanteihin tarvitsisi soveltaa alikurssikieltoa. Alikurssin poistaminen tarkoittaa, että osakkeita voi laskea liikkeeseen mihin hintaan hyvänsä (Airaksinen 2003b, 9). Nimellis arvottomuus mahdollistaa myös sen, että osakeoikeuksien ja osakepääoman välillä ei enää ole yhteyttä. Perusratkaisuna tämä ilmenee siten, että osakepääomaa voidaan korottaa antamatta osakkeita ja osakkeita voidaan antaa osakepääomaa korottamatta. (Kyläkallio 2003, 19)

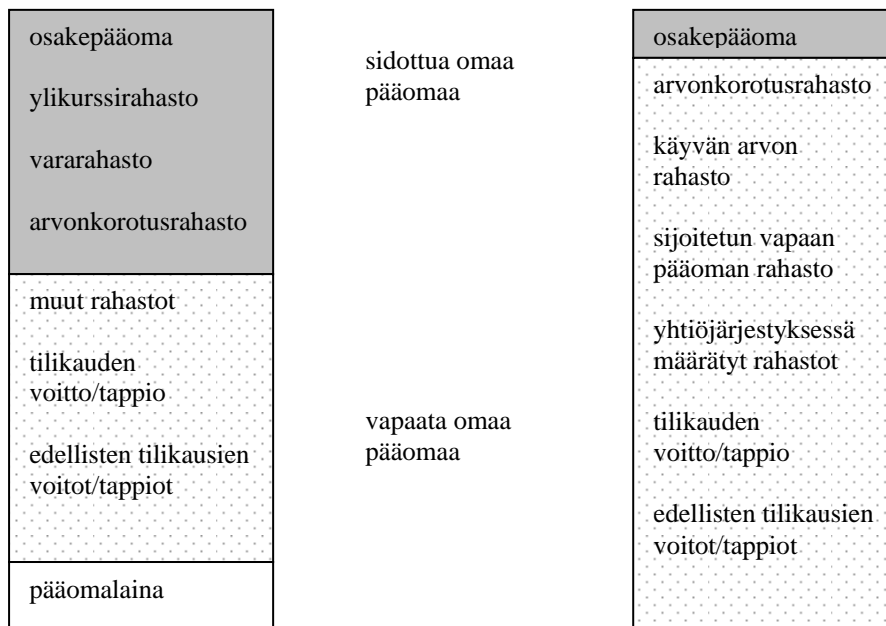
### **3.2.3 Vertailu OYL 11:6 §:n mukaisen taseen ja nimellis arvottomuuteen perustuvan taseen välillä**

Osakeyhtiön varat koostuvat sekä omasta että vieraasta pääomasta. Vieraaseen pääomaan kuuluvat yhtiön velat. Voidaankin sanoa, että vierasta pääomaa yhtiössä on kaikki se pääoma, joka ei ole omaa. (Villa 2003, 125) Vieraan pääomankäsite on kirjanpito-oikeudellinen,

joten tämän tutkimuksen kannalta paneudutaan tarkemmin oman pääoman eriin ja niiden tarkasteluun.

Voimassa olevan lain OYL 11:6 §:ssa säädetään omasta pääomasta. Jaottelu on yksityiskohtaisempi kuin kirjanpitoasetuksen 1:6 §:n tasekaavan mukainen pääomaryhmittely. OYL:n mukaan oma pääoma jaetaan kolmeen pääryhmään, joita ovat sidottu oma pääoma, vapaa oma pääoma ja omana eränään merkitään vapaan ja sidotun pääoman jälkeen pääomalaina. Vapaa ja sidottu pääoma ovat osakeyhtiölain apukäsitteitä, joita ei ole mainittu kirjanpitoaissa. Käsitteet auttavat kuitenkin määrittelemään esimerkiksi yrityksen jakokelpoisten varojen määrää, yrityksen pääoman pysyvyyttä sekä velkojan suojaa. Sidotulla pääomalla pyritään korvaamaan osakkeenomistajien henkilökohtaisen vastuun rajoittumista yhtiön veloista yhtiöön sidottuun pääomaan. Taseessa ei ole kuitenkaan merkintää sidotusta tai vapaasta pääomasta, vaan ne esitetään kirjanpitoasetuksen tasekaavan mukaisesti. Jako tapahtuu liitetiedoissa. OYL 11:6 § :n mukaan sidottua pääomaa ovat osakepääoma, ylikurssirahasto, vararahasto ja arvonkorotusrahasto. Vapaata pääomaa ovat muut mahdolliset rahastot sekä tilikauden voitto/tappio ja edellisten tilikausien voitot/tappiot. (Koski & af Schulten 2000, 250–251)

Mikäli siirryttäisiin nimellisarvottomuuteen, oman pääoman eriin tulisi tiettyjä muutoksia. Ainoaksi sidotun oman pääoman eräksi muodostuisi osakepääoma. Vapaan pääoman eriä tulisivat olemaan arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto, sijoitetun oman pääoma rahasto, mahdolliset yhtiöjärjestyksessä määrätyt rahastot sekä tilikauden ja edellisten tilikausien voitot/tappiot. (Kyläkallio 2003, 20) Seuraava kuvio selventää OYL 11:6 § mukaisen ja OYLe 8:1 § mukaisen oman pääoman erien jaottelun eroja sidottuun ja vapaaseen pääomaan. Seuraavaksi on hyvä myös selventää eri pääomaerien sisältöä nykyisen lain mukaan ja ehdotuksen mukaan.



OYL 11:6 §

OYLE 8:1 §

Kuvio 5. Oman pääoman erien vertailu

*Osakepääoma* kokonaisuudessaan on osakkaiden yhtiöön sijoittamien pääomapanoksien summa. Sen palauttaminen yhtiön toiminnan aikana on sallittu vain yhtiön velkojien suostumuksella. Osakepääoma vastaa osakkeiden yhteenlaskettua nimellisarvoa. Osakepääoman vähimmäisvaatimus on yksityisillä osakeyhtiöillä 8000 € ja julkisilla osakeyhtiöillä 80 000 € (Airaksinen & Jauhiainen 2000, 301) Nimellisarvottoman taseen mukainen osakepääoma vastaa OYL 11:6 § mukaista pääomaa, jolloin se on sidottua pääomaa ja sitä ei voi palauttaa ilman velkojien suostumusta. Osakepääomalla ja osakkeilla ei ole kuitenkaan enää yhteyttä. Tämä merkitsee sitä, että osakepääoman ei tarvitse vastata nimellisarvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa, koska niitä ei enää ole. Riittää, että

vähimmäispääomavaatimukset (8000 € ja 80 000 €) täyttyvät. Osakkeiden antaminen ja osakepääoman korottaminen erotetaan toisistaan, joten osakepääoman korottamiseen ei tarvitse liittyä osakkeiden antamista. Osakepääoman korottamiseen tulee lisämahdollisuuksia. Sitä voisi korottaa joko normaalisti osakeannilla eli korottamalla osakkeiden merkintähinnalla tai sen osalla, rahastokorotuksella eli siirtämällä varoja muusta omasta pääomasta tai sijoittamalla osakepääomaan varoja, jotka on sijoitettu yritykseen, jotta ne merkittäisiin osakepääomaan. (OM 2003, 55-57; Airaksinen 2003a, 9)

*Ylikurssirahastoa* säädellään OYL 12:3a §:ssa. Tällä hetkellä ylikurssirahastoon kirjataan optio-oikeuksien ja vaihtovelkakirjalainojen merkinnässä tulevat varat, uusmerkinnässä yhtiölle tuleva nimellisarvon ylittävä määrä, varat, joita yhtiö saa rahastoantiosakkeen myynnistä, arvo-osuusjärjestelmään liittyneen yhtiön rekisteröimättömien osakkeiden myynnistä nostamatta olevat varat, osakepääomaa alennettaessa määrä, jota ei siirretä muuhun rahastoon tai jaeta osakkeenomistajille sekä osakkeiden myynnistä saatu voitto. (Koski & af Schulten 2000, 253) Uudistuksen myötä ylikurssirahasto tulisi poistumaan käytöstä nimellisarvottomuuden myötä, koska nimellisarvon ylimenevää ylikurssia ei enää muodostuisi.

Yhtiöjärjestyksessä voi olla määräys, jonka mukaan tietty määrä tilikauden voitosta on siirrettävä *vararahastoon*. Mitään lakimääräistä sääntöä ei ole siirtämisestä osaa voitoista vararahastoon. vararahastoon voidaan kuitenkin siirtää varoja vapaaehtoisesti, mikäli yhtiö katsoo sen tarpeelliseksi, mutta varoja voi siirtää vain vapaasta omasta pääomasta. Sen käyttöä määritellään tarkasti OYL 12:3.2 §:ssa. (Koski & af Schulten 2000, 252) Tämäkin rahasto poistuu käytöstä nimellisarvottomassa pääomarakenteessa. Nykyisen lain

mukaiset vararahaston varat siirretään muihin edellä käsiteltäviin rahastoihin.

*Pääomalainaa* koskevat säännökset on otettu osakeyhtiölakiin vuoden 1997 uudistuksen yhteydessä, jotta käytössä olisi vastaavat oman pääomanehtoiset varainhankintavälineet kuin muillakin mailla markkinaehtoisessa järjestelmässä. Pääomalaina voi olla uusi velka, jolloin yhtiö saa lisää varoja tai se voi olla vanha laina, jonka ehtoja on muutettu vastaamaan pääomalainan ehtoja. Pääomalaina merkitään oman pääoman erilliseksi eräksi, jolloin se vahvistaa yhtiön vakavaraisuutta ja omavaraisuutta. Pääomalaina suojaa myös velkojien saatavia oman pääoman ohella. Vaikka pääomalainaa käsitellään taseessa oman pääoman eränä, on se kirjanpito- ja vero-oikeudellisesti vierasta pääomaa. Tästä johtuen uudistus siirtää pääomalainan vieraaseen pääomaan kirjattavaksi, jonne se merkitykseltään kuuluu. (Villa 2002, 234–235; ks. lisää pääomalainasta Villa 1997)

*Arvonkorotusrahastosta* määrätään kirjanpitolaissa (KPL 5:17 §). Sen mukaan taseen pysyvien vastaaviin kuuluvan maa- ja vesialueen tai arvopaperin arvon korotukset merkitään arvonkorotusrahastoon, jos todennäköinen luovutushinta on tilinpäätöspäivänä pysyvästi alkuperäistä hankintamenoa olennaisesti suurempi. Jos arvonkorotus on aiheeton, on se peruutettava. Voimassa olevan lain mukaan on sidottua pääomaa, mutta ehdotuksen myötä arvonkorotusrahasto olisi vapaan pääoman erä. Silloin se voitaisiin myös jakaa osinkoina osakkeenomistajille. Ongelmaksi saattavat kuitenkin muodostua merkittävät määrät realisoimattomia arvonkorotuksia ja omassa pääomassa saattaisi olla liikaa jaettavissa olevia varoja. (OM 2003, 61; Leppiniemi 2003, 27)

Kokonaan uudeksi vapaan oman pääoman eräksi muodostuisi *käyvän arvon rahasto*. Rahastoon kirjattaisiin se osa osakkeen merkintähinnasta, jota ei kirjata osakepääomaan. Myös optio-oikeuden ja vaihtovelkakirjalainan merkintähinnat kirjattaisiin käyvän arvon rahastoon. Rahastoa käytettäisiin silloin, kun oman pääoman sijoitusta ei merkitä muuhun rahastoon tai osakepääoman alennus, jota ei jaeta osakkaille tai käytetä tappion kattamiseen. Rahasto mahdollistaisi sen käytön osinkojen jakamisessa. Käytännössä rahasto olisi toiminnaltaan lähellä OYL 11:6 §:n mukaisen taseen ylikurssirahastoa.

Toiseksi uudeksi rahastoksi muodostuu *sijoitetun vapaan pääoman rahasto*. Rahastoon voisi merkitä edellisen rahaston tavoin osakkeen merkintähinta joko kokonaan tai osaksi. Myös nykyisessä osakeyhtiölaissa sallitaan vapaaseen omaan pääomaan tehdyt sijoitukset, mutta ehdotuksessa nämä vapaaehtoiset tai vastikkeettomat sijoitukset voitaisiin merkitä vapaan oman pääoman rahastoon. Rahaston alentaminen rinnastettaisiin menetelmällisesti voitonjakoon. (OM 2003, 56–57)

Yhtiöjärjestyksessä voi olla määräyksiä taseessa merkityistä rahastoista, jotka perustuvat vapaaehtoisia ja ovat näin ollen yhtiökohtaisia. Ne eivät välttämättä ole jaettavaksi tarkoitettuja ja voivat olla vapaata tai sidottua pääomaa riippuen yhtiöjärjestyksestä. (Koski & af Schulten 2000, 253–254)

Lopuksi *tulevat tilikauden voitto tai tappio ja edellisten tilikausien voitot tai tappiot*. Ne ovat luonteeltaan samanlaisia voimassa olevan lain mukaan ja ehdotuksen mukaan, jolloin ne kirjataan vapaan oman pääoman lisäyksenä. Edellisten tilikausien voitot sisältävät sen osan voitoista, jota ei ole käytetty voitonjakoon tai siirretty muihin rahastoihin. Vastaavasti tilikausien tappiot vähentävät tätä oman pääoman erää.

Kuten selvennyksien jälkeen voi huomata, molemmat oman pääoman erien ryhmittelyt ovat hyvin samantyyppisiä. Jonkun verran muutoksia on tapahtunut erien nimissä ja sisällössä, mutta nämä erot eivät kuitenkaan ole suuria. Pikemminkin kysymys on ollut erien saamisesta yhteneväiseksi ja selväksi kokonaisuudeksi. Mikä on tärkeintä pääoman sitovuuden ja pysyvyyden kannalta, osakepääoman käsite ja funktio ovat pysyneet ennallaan. Nimellisarvottomuuden myötä osakepääoman muutos liittyy siihen kirjaamisen mahdollisuuksiin, mutta ei muuta sen sitovuuden vaatimuksia huonommiksi.

Villa (2001a, 69) toteaa, että oman pääoman jakamisella sidottuun ja vapaaseen pääomaan on merkitystä, kun yrityksen sidosryhmät tekevät yhtiöön kohdistuvia päätöksiä. Suuri oman pääoman määrä kertoo yleensä yhtiön vakavaraisuudesta ja kyvystä vastata sitoumuksista. Sidottu pääoma edustaa taas lähtökohtaisesti yhtiön ulkoista oman pääomanehtoista varainhankintaa osakkeenomistajilta tai voittovaroista.

Seikka, joka erottelee olennaisesti voimassa olevan lain ja ehdotuksen mukaisen pääoman ryhmittelyn, on sidotun ja vapaan pääoman suhde ja niiden käyttö. Ehdotuksen mukainen oman pääoman ryhmittely laajentaa merkityksellisesti vapaan oman pääoman määrää jättäen osakepääoman ainoaksi sidotuksi eräksi. Sääntelyn ja yrityksen toiminnan kannalta vapaan pääoman erien lisääntyminen mahdollistaa toimintaa eri tavoin kuin ennen. Toisaalta uusien mahdollisuuksien myötä on aina huomioitava myös, että pääoman sitovuus ja velkojien suoja säilyy samanlaisena kuin ennen. On otettava huomioon eri intressitahojen kannalta se, että yrityksen toiminta pysyy kitkattomana ja toimivana kokonaisuutena. Uuden sääntelyn tuomia mahdollisuuksia käsitellään kappaleessa 3.3.

### 3.2.4 Nimellisarvottomuuden merkitys pääomarakenteelle

Yhtiöoikeudellisesti osakkeen nimellisarvon tai kirjanpidollisen vastarvon ei voida katsoa olevan kovinkaan merkityksellinen. Nimellisarvo on yhtiöjärjestyksessä määrätty suure, joka ei osoita osakkeen käypää arvoa. Toisin sanoen nimellisarvo ei osoita osakkeen todellista arvoa, eikä anna minkäänlaista taloudellista kuvaa yhtiön arvosta, koska yhtiön arvon määrittelyssä keskeisenä kriteerinä voi katsoa olevan sen todellisen taloudellisen luonteen. Käytännössä nimellisarvo on osoittautunut sekoittavaksi määreeksi, sillä osakkeiden nimellisarvojen summasta ei välttämättä saada tulokseksi osakepääoman kokonaismäärää. Nimellisarvolla ei voi myöskään katsoa olevan merkitystä yhtiön osakkeiden tunnuslukujen laskennassa. Tämän voi perustella nimellisarvon hallinnollisella luonteella, jonka perusteella ei voi tehdä arvioita muun muassa yhtiön kannattavuudesta. (Airaksinen 2003a, 949; 2003b, 9)

Nimellisarvottomuus antaa yhtiölle vapaammat mahdollisuudet päättää varojensa sijoittamisesta ja jakamisesta. Osakeyhtiölakityöryhmä (2003, 54) toteaa nimellisarvon ja sen kytkennän osakepääoman kanssa monimutkaistavan turhaan osakeoikeuksia, oman pääoman erien sääntelyä ja rajoittavan yhtiöiden toimintamahdollisuuksia. Velvollisuus merkitä ainakin nimellisarvoa vastaava määrä vastikkeesta osakepääomaan rajoittaa yhtiön varojen tehokasta käyttöä, sillä osakepääomaan menevät varat voisivat olla tehokkaammin hyödynnettävissä vapaana oman pääomana kuin sidottuna pääomana. Yhtiöllä saattaisi olla tarvetta ja mahdollisuus sijoittaa sidottua pääomaa, mutta sitä koskevat säännökset tekevät tämäntyyppiset toimenpiteet vaikeammiksi.

Nimellisarvottomuuden merkitystä korostaa taseen oman pääoman läpinäkyvyyden lisääntyminen. Osakeyhtiön intressiryhmät ovat



paremmin tietoisia erien tarkoituksesta, kun osakepääoma on ainoa sidotun pääoman erä. Myös yhtiön sijoitettavien varojen kirjaaminen eri rahastoon kuin voittovarot mahdollistaa pääomansijoitusten voittovarojen erillään pitämisen toisin kuin nykyään. (Airaksinen 2003b, 9) Pääoman esittämistavan muuttuminen selkeyttää oikean kuvan antamista yhtiön varoista ja mistä ne ovat tulleet. Nimellisarvottomuus yksinkertaistaa pääomarakennetta antamalla todenmukaisemman kuvan varojen jakaantumisesta sekä osakkeen todellisesta arvosta. Nimellisarvottomuuden myötä voidaan käyttää aina osakkeen käypää arvoa, joka osoittaa juuri sen hetkessä tilanteessa osakkeen arvon. Tietysti ongelmana voi olla tottumattomuus siihen, että osakkeelle ei määrätä nimellisarvoa. Toisaalta yhtiöoikeudesta tietämättömän voi olla vaikea hahmottaa, että nimellisarvolla ja osakkeen käyvällä arvolla ei ole lainkaan yhteyttä. Mikäli halutaan pitää nimellisarvossa tai kirjanpidollisessa vasta-arvossa, jäävät nimellisarvottomuuden tuomat uudet kirjaamis- ja sijoittamismahdollisuudet hyödyntämättä. Se voi johtaa toiminnan yksipuolisuuteen nousten tehokkuuden ja toiminnan laajentamisen esteeksi.

Nimellisarvottomuuden merkitystä pääomarakenteeseen tarkasteltaessa on huomioitava, ettei nimellisarvottomuudella ole minkäänlaista yhteyttä osakepääoman pysyvyyttä koskeviin säännöksiin. Pääomajärjestelmää ei tule muuttaa sidotun pääoman suojan heikentämisen mielessä. Nimellisarvottomuudessa pääoman suojauskysymykset ovat pysyneet entisellään, kun osakepääoman vähimmäismäärää koskevat säännökset (OYLe 1:3) sekä osakepääoman alentamista koskeva velkojansuojamenettely (OYle 14 luku) ei ole muutettu huonommiksi. Nimellisarvoon perustuvassa pääomajärjestelmässä voi katsoa yrittävän pienentää velkojien riskiä mahdollisimman alas lisäämällä sidotun oman pääoman määrää. Se kuitenkin merkitsee lisääntyvien varojen olemista pääoman erissä, joita ei voi irrottaa yhtiön käyttöön tarvittaessa. Voisi ajatella, että mikä

tahansa sijoitus omaan pääomaan, vapaaseen tai sidottuun, lisää yhtiön varojen määrää ja siten vakavaraisuutta. Tämä lisää edelleen mahdollisuuksia saada varoja osakkeenomistajille ja lisää samalla myös velkojien luottamusta yhtiön varojen pysyvyydestä ja kyvystä hoitaa maksunsa ajallaan. Kysymyksenä onkin, miksi varat pitäisi laittaa sidottuun pääomaan, kun on mahdollista kirjata ne vapaaseen omaan pääomaan, josta ne tarvittaessa voidaan siirtää yhtiön käyttöön ilman monimutkaista menettelyä.

### **3.3 Uuden sääntelyn mahdollistamat laajennukset yrityksen toimintaan**

Nimellisarovottomuudella on myös toiminnallinen vaikutus pääomajärjestelmään. Käytännössä nimellisarovottomuus luo lisää pääoman käyttömahdollisuuksia osakeyhtiölle. Tärkeimmät laajennukset koskevat osakeanteja, osakkeiden lunastamista ja hankkimista, sijoittamista vapaaseen omaan pääomaan, optioita ja vaihtovelkakirjalainaa sekä yritysjärjestelyjä.

#### **3.3.1. Osakeannit**

Osakeyhtiölain uudistusehdotuksen 9 luvussa (OM 2003, 152–166) säädellään osakeantia. Ehdotuksen mukaan ei tarvitsisi säädellä osakepääoman korottamista samaa aikaa kuin osakeanteja. Osakkaiden liikkeellelasku ei enää välttämättä merkitse osakepääoman korottamista. Tämä on seurausta osakeoikeuksien ja osakepääoman välisen yhteyden katkaisemisesta. Työryhmä katsoo, että osakeanteihin kohdistuvia säännöksiä on syytä säännellä tarkemmin kuin osakepääoman korottamista. Osakepääoman korottamista koskevat määräykset ovat ehdotuksessa huomattavasti

suppeammat, sillä osakepääoman korottamisen merkitys rajoittuu velkojien suojaan ja siihen, että varat ovat todellisuudessa yhtiön hallussa.

Nimellisarvottomuus mahdollistaa yhtiön osakeanteihin monia seikkoja. Osakeannissa yhtiö voi merkitä osakkeitaan maksua vastaan. Voimassa olevan lain mukaan osakeannissa saatu merkintähinta kirjataan osakepääoman korotukseksi OYL 4 luvun mukaan. Osakeyhtiölain ehdotuksessa osakeanteja säädellään ehdotuksen 9 luvussa. Sen mukaan nimellisarvottomuus sallisi merkintähinnan kirjaamisen kokonaan tai osittain *vapaan oman pääoman rahastoon* ja loput osakepääomaan. Yhtiö voi siis valita, laitetaanko varat sidottuun vai vapaaseen omaan pääomaan. Kun varat laitettaisiin sijoitetun vapaan pääoman rahastoon, eivät varat myöskään sekoittuisi voittovarojen kanssa. Tämä lisäisi osaltaan oman pääoman rakenteen luettavuutta ja varojen käytön ennustettavuutta.

Nimellisarvoa käyttävässä yhtiössä *osakkeiden maksuton anti* on mahdollista vain rahastoannissa (OYL 4:13§), jossa nimellisarvoa vastaava määrä siirretään muusta omasta pääomasta osakepääomaan. Nimellisarvottomuuden myötä rahastosiirot tulevat tarpeettomiksi. Yhtiö voi antaa osakkeita ilman maksua osakeomistuksen suhteessa, jolloin ei tarvitse suorittaa minkäänlaisia tasesiirtoja. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintöön sisältyy ehdotus *suunnatusta maksuttomasta annista* (OYLe 9:4.1§). Vielä tällainen suunnattu anti ei ole mahdollinen, vaan alimman hinnan määrittää nimellisarvo. Sekä suunnattuun maksulliseen että maksuttomaan osakeantiin on oltava painava taloudellinen syy. Tällaisena painavana taloudellisena syynä voi olla esimerkiksi osakepalkkioiden maksaminen yhtiön johdon jäsenille. Ehdotus toisi helpotuksen muun muassa yrityskaappoihin, jolloin osakkeita voisi käyttää maksuvälineenä. (Airaksinen 2003a, 953)

Edellisen kaltaiset osaketransaktiot antavat yhtiöille voimassa olevaan lakiin verrattuna lisää vaihtoehtoja varainhankintaan. Mahdollisuudet lisäävät yhtiön varojen määrää ja siten vakavaraisuutta. Toisaalta yhtiö saattaa saada myös lisää tuottoja heikentämättä kuitenkaan velkojen kontrollia. Erilaiset sijoitusinstrumentit tuovat yritykseen erityyppisiä sijoittajia, joka mahdollistaa monimuotoisen omistajapohjan. Kun yhtiön etuja ajaa useat eri sijoittajat, on mahdollista saada myös hyötyä toiminnan monipuolistumisesta. Toisaalta osaketransaktioiden monimuotoistuminen vaatii tietoa ja taitoa, jotta voidaan saada hyödyt irti laajenevasta sijoitusinstrumenttikokonaisuudesta. Keskeisessä roolissa on nimellisarvottomuuden myötä tapahtuva osakepääoman ja osakeoikeuksien yhteyden poistuminen ja siten vapaan oman pääoman käytön lisääntyminen.

### **3.3.2 Osakkeiden lunastaminen ja hankkiminen**

Koska yhteys osakepääoman ja osakeoikeuksien väliltä poistuu, ei enää tarvitse erotella omien osakkeiden lunastamista ja hankkimista käytettävän pääomalajin perusteella. Voimassa olevan lain mukaan lähtökohtana on osakkeiden hankinta vapaalla omalla pääomalla (OYL 7 luku) ja lunastaminen sidotulla omalla pääomalla (OYL 6 luku). Toisaalta lunastaminen voi tapahtua myös vapaalla omalla pääomalla ja hankkiminen sidotulla omalla pääomalla. Työryhmä haluaa selkeyttää käytäntöä. Se ehdottaa OYLe 15:1 § mukaisesti, että osakkeiden hankinta tarkoittaisi kaikkia kauppoja, jossa osakkeenomistaja luovuttaa osakkeita vapaaehtoisesti. Lunastamisella tarkoitettaisiin vastaavasti osakkeiden pakko-ottoa, joka voisi tapahtua joko vastikkeellisesti tai ilman vastiketta. Lunastamisessa tai hankinnassa käytetty pääomaerä määräisi, tarvitsisiko toimenpide

velkojansuojamenettelyn vai ei. Muutoksien tarkoituksena on käsitteiden sekä säännöksiä selkeyttäminen. (OM 2003, 190–191)

### **3.3.3 Pääomasijoitus vapaaseen omaan pääomaan**

Nimellisarvottomuus tekee mahdolliseksi ehdotuksen OYLe 11:1 § mukaisen suoran sijoituksen yhtiön omaan pääomaan. Osakepääomaan tehtäisiin sijoituksia, joissa yhtiölle annetaan varoja ilman, että annettaisiin osake- tai vastaavia oikeuksia. Se merkitsee, että yhtiön taseeseen saadaan lisää varoja, mutta osakkeiden lukumäärä ei kasva. (OM 2003, 172) Menettely lisää siis yhtiön varojen määrää ilman uhrauksia, joten se vahvistaa yhtiön omavaraisuutta. Nykyään tämänkaltaista menettelyä ei sääntelyssä tunneta lainkaan ja se onkin aiheuttanut käytännössä epäselvyyksiä. Koska pääomasijoitus ei heikennä kenenkään etua, päinvastoin, hallitus voi tehdä päätöksen omaan pääomaan sijoittamisesta.

### **3.3.4 Optiot ja vaihtovelkakirjalaina**

Osakeyhtiölain ehdotuksen 10 luku sisältää säännökset, jotka koskevat optio-oikeuksien eli erityisten merkintäoikeuksien käyttämistä. Optio-oikeuden haltijalla on oikeus merkitä uusia tai yhtiön hallussa olevia omia osakkeita maksua vastaan. Säännös sisältää myös vaihtovelkakirjalainaa koskevat säännökset. Poiketen voimassa olevan lain säännöksistä optio-oikeuksien antamisen edellytykset tulevat vastaamaan suunnatun annin edellytyksiä. Tämän myötä lukuun ei enää tarvitsisi sisällyttää osakkeenomistusta koskevia säännöksiä. Samoin vaihtovelkakirjalaina tultaisiin määrittelemään optio-oikeuden avulla. Optio-oikeuden antaminen vaatisi painavan taloudellisen syyn, kuten johtoa koskevan kannustinpalkkausjärjestelmän. (OM 2003, 166–167)

Airaksisen (2003a, 954) mukaan nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä tarvitaan tieto osakkeiden lukumäärästä, jotta osakkeenomistajan osakeosuudet voitaisiin määrittää. Myös optiojärjestelmän kannalta osakkeiden lukumäärä on olennainen. Vaikka yhteys osakepääoman ja osakeoikeuksien välillä on katkennut, ovat osakeannin oikeusvaikutukset kytkettynä rekisteröintiin silti pysyneet ennallaan.

### **3.3.5 Yritysjärjestelyt**

Yritysjärjestelyihin liittyvät sääntelyn muutokset tulevat säilymään pääasiassa sisällöltään voimassa olevan lain kaltaisina. Yleisesti yritysjärjestelyiden kohdalla työryhmä (2003, 67) on pyrkinyt yhtiön sulautumis- ja jakautumisprosesseiden nopeuttamiseen ja yksinkertaistamiseen.

Sulautumismenettelyä säädellään osakeyhtiölakiehdotuksen luvussa 16. Sulautumismenettelyssä nopeutuminen tapahtuu, kun annetaan velkojille kuulutus sulautumisesta välittömästi sulautumissuunnitelman rekisteröimisen jälkeen. Nykyisin kuulutus velkojille annetaan vasta sulautumispäätöksen antamisen jälkeen (Backman et al. 1997, 211–212). Ehdotuksessa velkojansuojan kuulutusaika ja yhtiökokouksen kutsuaika kuluisivat samanaikaisesti. Työryhmä katsookin, että tällainen menettely mahdollistaa sulautumisen hoitamisen hieman yli kolmessa kuukaudessa. Täysin uutena mahdollisuutena sulautumismenettelyyn tulee kolmikantasulautuminen. Siinä jokin muu taho kuin vastaanottava yritys maksaa sulautumisvastiketta tai antaa osakkeitaan. Yleensä maksaja voisi olla emoyhtiö, mutta sen voisi antaa myös muu taho. Tällainen menettely ei ole nykyisen lain puitteissa mahdollista. Erityisesti Keskuskauppakamarin (Linnainmaa

2003) mukaan kolmikantasulautuminen vaikuttaa eniten juuri tytäryhtiösulautumisiin. Lausunnosta käy myös ilmi, että on tärkeää saada työläistä tytäryhtiösulautumisista helpompia ja nopeampia. (OM 2003, 201)

Jakautuminen säädellään ehdotuksen luvussa 17. Jakautumisen kohdalla työryhmän tarkoituksena on ollut mahdollistaa nykyistä monimuotoisemmat jakautumiset. Ensinnäkin viittaukset sulautumissääntelyyn on poistettu, vaikka sulautumista koskevat yleiset periaatteet koskevat myös jakautumista. Esityksessä ehdotetaan, että yhtiön jakautuminen olisi mahdollista myös toimivaan eli aiemmin perustettuun yhtiöön. (OM 2003, 69) Nykyisin yhtiö pitää perustaa jakautumisessa (Backman et al. 1997, 221). Vastikkeena on yleensä osakkeita, mutta se voi olla myös rahaa, omaisuutta tai sitoumuksia. (OM 2003, 221–222)

Nimellisarvottomuuden sääntelyn myötä tuoma laajennus yritysjärjestelyihin on mahdollisuus merkitä osakkeesta maksettava määrä *vapaaseen omaan pääomaan*. Tämä merkitsee, että sulautuvan yhtiön sidottu oma pääoma voi muuttua sulautumisessa vastaanottavan yhtiön jakokelpoiseksi omaksi pääomaksi. Maksu kirjattaisiin erilliseen rahastoon eikä voittovarojen tilille, jolloin varojen myöhempi jakaminen osakkeenomistajille olisi luonteeltaan pääoman palauttamista eikä ennen yritysjärjestelyä syntyneen voiton jakamista. (Airaksinen 2003a, 959) Tämän kaltainen menettely lisäisi olennaisesti yhtiön hallussa olevien varojen määrää. Tärkeä seikka on myös, että sulautuvan yhtiön varat olisivat paremmin ja helpommin vastaanottavan yrityksen käytössä. Käytännössähän voimassa olevan lain mukaan yhtiöön tuleva omaisuus muuttuu sidotuksi omaksi pääomaksi eli osakepääomaksi ja mahdolliseksi ylikurssiksi. Nimellisarvottomuus mahdollistaisi toisenlaisen menettelyn, joka antaisi sulautuvan yhtiön varat käyttöön tehokkaammin. Nykyinen

menettely voi olla kankeaa ja sitoa liikaa aikaa ja yhtiöiden varoja, jolloin yritys ei välttämättä pysty hyödyntämään sulautuvan yhtiön varoja tarpeellisessa määrin.

### **3.4 Uuden sääntelyn vaikuttaminen osakeyhtiömuotoon**

#### **3.4.1 Yhtiöoikeuden harmonisointi**

Kun tarkastellaan Euroopan unionin maiden sääntelyä, voidaan havaita, että myös monet muut maat ovat uudistamassa lainsäädäntöään samaan aikaan. Esimerkiksi Iso-Britannia uudistaa lainsäädäntöään merkittävästi. Uudistusten tavoitteeksi on otettu kansantalouden kilpailukyvyn varmistaminen. Yhtiön eri osapuolille pyritään takaamaan mahdollisimman suuri vapaus omien tehtäviensä suorittamiseen. Iso-Britannian lakiuudistuksessa nimellis arvottomuutta on pidetty parhaana ratkaisuna pääomarakenteelle. Sitä ei kuitenkaan ehdotettu otettavaksi lakiin, koska ei oltu varmoja kuinka hyvin nimellis arvottomuus sopisi yhteen EU:n 2. direktiivin (77/91/ETY) kanssa. Pohjoismaista Ruotsissa on kuitenkin katsottu nimellis arvottomuuden olevan yhteensopiva pääomadirektiivin kanssa. (OM 2000, 53; Airaksinen 2003b, 9)

Periaatteessa pääomadirektiivin säännökset on kirjoitettu siten, että osakkeelle on määrättävä nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo (OM 2003, 55). Kuitenkin EU komission niin sanotun Winterin raportin mukaan nimellis arvottoman pääomajärjestelmän ei tarvitse erota pääomadirektiivin lähtökohdista. Winterin raportti katsoo myös, että nimellis arvottomuus ei vaatisi juurikaan muutoksia pääomadirektiiviin. Huomion arvoista on, että nimellis arvottomuutta pitää parhaana vaihtoehtona niin rahoitusmarkkinat kuin lakiasiantuntijatkin. (KOM 2002, 81–83) Euroopan maista Belgiassa on ollut jo käytössä



osakkeen nimellisarvottomuus. He ovat katsoneet, että pääomadirektiivi ei estä nimellisarvottomuuden käyttöä. Direktiiviä on tulkittu, että se ei edellyttäisi alikurssikieltoa. (OM 2003, 56)

Eurooppalaisen yhtiöoikeuden tulisi välttää yhdysvaltalaisen yhtiöoikeuteen samaistumista, jolta puuttuu täysin yhtenäisyys. Savela (1999, 234) kutsuu yhdysvaltalaista yhtiölainsäädäntöä Delaware-ilmioiksi. Tämä johtuu siitä, kun Yhdysvalloissa ei ole liittovaltion tasoista yhtiölainsäädäntöä, vaan kaikki osavaltiot säätävät lakinsa itsenäisesti. Osavaltioiden välisessä lainsäädäntökilpailussa Delawaren osavaltio on menestynyt parhaiten ja julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden yleisin rekisteröintipaikka on Delaware. Yhtiölakia Delawaressa voidaankin pitää yhtiöiden kannalta joustavana, eikä kuitenkaan velkojien tai vähemmistön kannalta ongelmallisena. Päinvastoin osakekurssin on havaittu kehittyvän myönteisesti, kun yritys siirtyy Delawaren rekisteriin. Sijoittajat näkevät sen hyväksi tekijäksi. (OM 2000, 53) Toisaalta Savela (1999, 238) kirjoittaa, että Delawaren lakia on kritisoitu liian lempeäksi johtajille ja heikoksi vähemmistöille. Kuitenkin osakekurssien kehitys ja yritysten halu harjoittaa toimintaansa siellä kertoisivat, että juuri Delaware loisi joustavat ja toimivat puitteet yritysten toiminnalle. Euroopassa ideaalitalanteena voisi pitää turhan byrokraattisuuden karsimista ja lainsäädännön oikeaa kohdentamista. Tällä hetkellä Euroopassa ei ilmene Delawaren kaltaista lainsäädäntöasetelmaa. Jokainen jäsenvaltio haluaa pitää kiinni omista tarpeistaan. Ehkä Eurooppa tarvitsisi tietäntyyppisen innoittajan, jotta valtiot olisivat valmiita panostamaan yhteiseen kilpailukykyyn. EU:n yhtenäinen yhtiölainsäädäntö kaippaa vielä luottamusta jäsenmailta. Kansalaiset ovat tietämättömiä lainsäädännöllisistä mahdollisuuksista, koska se poikkeaa osittain paljonkin kansallisesta lainsäädännöstä. Mahdollisuuksia ei tunneta ja siten ei ehkä koeta turvalliseksi luottaa

yhtenäiseen lainsäädäntöön, jotta osattaisiin hyödyntää sen tuomat mahdollisuudet.

EU:n yhtiöoikeuden yhdenmukaistamisen tavoitteiksi on otettu muun muassa sisämarkkinoiden hyödyntäminen mahdollisimman tehokkaasti sekä pääomamarkkinoiden yhdentäminen (KOM 2003) Nimellis arvottoman pääomajärjestelmän voi katsoa vastaavan näiden vaatimusten täyttämässä. Suomalaisessa yhtiöoikeudessa on tarve saada samantyyppisiä rahoitusinstrumenttimahdollisuuksia kuin muuallakin Euroopassa. Nimellis arvottomuus mahdollistaa yrityksen rahoituksen poistumisen liiallisesta osakkeisiin tukeutumisesta. Sääntelyn muutoksen myötä rahoitus on mahdollista myös ilman osakkeiden liikkeellelaskuprosessia. Nimellis arvoton pääomajärjestelmä mahdollistaisi nimellis arvoa joustavammat rakenneuudistukset ja sallisi paremmin rajat ylittäviä toimenpiteitä, koska vapaata omaa pääomaa olisi mahdollista hyödyntää entistä tehokkaammin. Nimellis arvottomuus loisi entistä paremmat mahdollisuudet suomalaisille yrityksille jäsenvaltioiden pääomamarkkinoilla toimimiseen, kun sijoittajat voivat luottaa, että useimmat maat toimivat samojen periaatteiden mukaan.

Kuten yhdysvaltalaisesta yhtiöiden lainsäädännön toimivuudesta voi päätellä, myös EU:ssa on mahdollista saavuttaa toimivat yhteismarkkinat ilman täysin yhtenäistä lakia. Täysi yhtenäisyys ei välttämättä olekaan tehokkain vaihtoehto, vaikka hyvin järjestettynä toiminnan kustannukset saattaisivatkin laskea. On kuitenkin otettava huomioon kansallinen pääoman kehittymisen historia ja sen vaatimukset. Tärkeätä olisi saavuttaa EU:n tasolla yhteisymmärrys tärkeistä linjoista, joihin myös kansallisen tason tulisi vihiäytyä. Tietenkään direktiivit eivät poista kansallisen tason lainsäädännön kehittämisen tarvetta. Unionin tasolla voisi olla tarpeen tarkistaa, vastaavatko lainsäädännölle asetetut tavoitteet liike-elämän tarpeita

vai liittyykö lainsäädäntö liikaa politiikkaan? Pääomajärjestelmän voisi kuitenkin katsoa tällä hetkellä olevan yhtenäinen intressi kaikille jäsenvaltioille, koska EU:n sisäiset markkinat tavallaan vaativat nimellisarvottomuuden tyyppistä järjestelmää, jossa kaikki maat olisivat samassa asemassa sijoitustensa kanssa. Nimellisarvoton pääomajärjestelmä näyttäisi vastaavan tämän hetken rahoitusmarkkinoiden tarpeita ja EU:n toimintaa. Ainakin se antaa hyvän vaihtoehdon nimellisarvoon perustuvalla järjestelmällä. On tietysti eri asia, kuinka hyvin jäsenmaat osaavat käytännössä hyödyntää sitä.

#### **3.4.2 Osakeyhtiö mallisopimuksena**

Osakeyhtiöitä ja instituutioita käsittelevässä kappaleessa 2.4 osakeyhtiömuoto on selitetty esimerkkinä instituutiosta, jonka avulla liiketoiminta organisoidaan. North (1990, 4-5) erottaa organisaatiot ja instituutiot pelisäännöt – käsitteellä, jolloin osakeyhtiö kuvaa organisaatioita ja lainsäädäntö toimii instituutiona. North korostaa lisäksi lainsäädäntö – instituution ohjaavaa vaikutusta toiminnan valintakehyksenä, joka tällöin määrittää valittavissa olevat vaihtoehdot. Kuitenkin taloudelliset organisaatiot pyrkivät käyttämään instituutioita hyväkseen toiminnassaan, jolloin ne samalla vaikuttavat ja muokkaavat itse instituutioita. Osakeyhtiön ja siten siihen vaikuttavien *instituutioiden muutostarve* on syntynyt siitä prosessista, kun on huomattu laki -instituution vajavaisuus toiminnan organisoinnissa. On myös ymmärretty tarve uusille käyttökelpoisille vaihtoehdoille, kuten nimellisarvottomalle pääomajärjestelmälle. Osakeyhtiöt pyrkivät kulloinkin hyödyntämään lainsäädännön tuomat mahdollisuudet ja pyrkivät samalla muotoutumaan ajan ja erilaisten tapahtumien myötä. Tällöin ne toimivat aina yhteiskunnan tarpeiden mukaan.

Pääomajärjestelmämme kaipaa selvästi muutosta, koska muutostarpeiden ei voi katsoa johtuvan ainoastaan sisäisten muutosten tarpeesta. Siihen vaikuttavat aina myös laajemmat taloudellisen kentän muutokset. Osakeyhtiön mikro- ja makrotasojen voi katsoa olevan epätasapainossa. Nimellisarvoon perustuvan pääomajärjestelmän ei voi katsoa tukevan tarpeeksi osakeyhtiön tehokasta varainhankintaa ja pääomien liikehdintää. Se saattaa päinvastoin rajoittaa pääomien käyttöä pitämällä varat tarpeettomina sidotussa omassa pääomassa. Osakeyhtiön saattaa tarvita käyttöönsä varoja, joita olisi muuten mahdollista käyttää, mutta se ei ole mahdollista lainsäädännöllisistä syistä.

Makrotasolla toimivat nopeat, kilpailukykyiset markkinat, jotka saattavat vaatia nopeaa päätöksentekoa ja taitoja toimia kansainvälisillä pääomamarkkinoilla. Osakeyhtiömuodon ja pääomarakenteen muutosprosessin alkamisen taustalla ovat olleet ulkoisista tekijöistä yrityksen rahoituksen siirtyminen kansallisesta pankkikeskeisyydestä markkinaehtoiseen rahoitukseen. Arvopaperimarkkinoiden vapautuminen ja omistuksen hajaantuminen ovat merkinneet uudenlaista kilpailua pääoman sijoituksista. Näihin muutoksiin vanhalla nimellisarvoon perustuvalla osakeyhtiömuodolla on ollut vaikea vastata. Tällaiset muutokset taloudellisissa organisaatioissa ilmentävät myös instituutioiden tarvetta muuntua. Markkinaehtoinen rahoitusjärjestelmä on vaatinut osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn uudelleen järjestämistä. Tämä ilmenee etenkin uusien rahoitusinstrumenttien tarpeessa, rahoitusrakenteen muodostamisessa omien tarpeiden mukaiseksi sekä sopimusvapauden lisäämisessä. Osakeyhtiöinstituutio on rahoituksen tehostumisen myötä kohdannut haasteen kansainvälistymisessä ja EU:n yhdentyvissä pääomamarkkinoissa. Yhtiöoikeuden tulisi tarjota sekä liikkeellelaskijoille että sijoittajille yhtäläiset mahdollisuudet jäsenvaltioiden yhteisillä pääomamarkkinoilla toimimiseen. OYL 11.6 §

mukaiset säännökset voi katsoa vielä poikkeavan liikaa EU-oikeuden tarkoitetusta tehokkaasta pääoman sääntelystä.

Mikro- ja makrotasojen epätasapaino ilmenee osakeyhtiöissä säännöksien ja toimijoiden välisenä kuiluna, jolloin toiminnalle asetetut tavoitteet eivät toteudu. Osakeyhtiön sisäinen toiminta on kohdannut ongelmia, koska lainsäädäntö sääntelee useammin tehokkaasti vain suurempia yrityksiä. Osakeyhtiön merkitys kaikenlaisten yritysten keskuudessa on kuitenkin suuri. Osakeyhtiö pyrkii myös yritystoiminnan tukemiseen, jolloin sen tulisi huomioida sen sidosryhmät yhtäläisesti. Osakeyhtiön sisäinen toiminta kaipaa näin ollen joustavuutta ja mahdollisuutta järjestää toiminta yrityksen haluamalla tavalla.

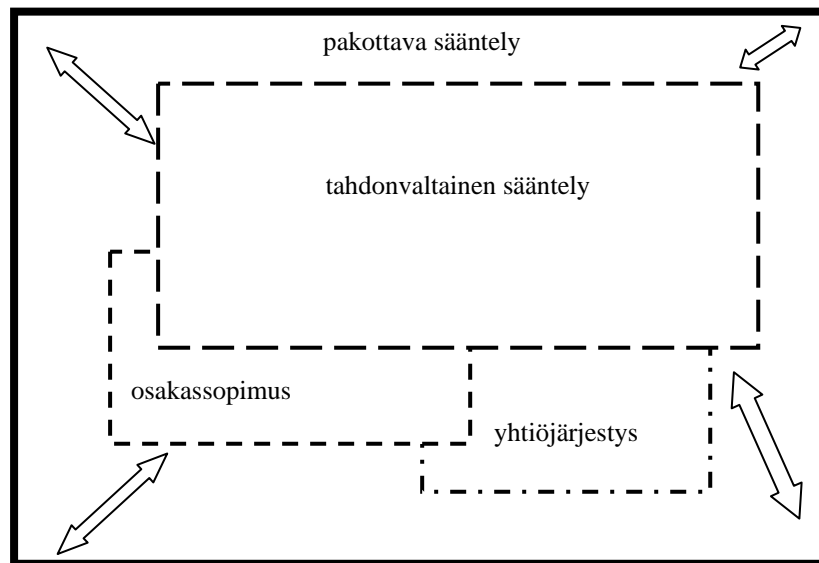
Taloudellisten muutosten onnistuminen edellyttää aina instituutioiden muutosta. Muutos on usein hidasta ja vähittäistä. Oikeudelliset instituutiot ovat usein formaalisia. Ne eroavat taloudellisista instituutioista, jotka reagoivat suhteellisen nopeasti yhteiskunnan muutoksiin. Osakeyhtiöiden toiminnan on näin ollen odotettava lainsäädännöllisiä muutoksia. Myös EU:n yhtiöoikeuden harmonisointi tavoite kertoo osaltaan, että vaikka muutos on hidasta, on se kuitenkin koko ajan aktiivisesti käynnissä. Lainsäädännön tasolla instituutioiden muutos vaatii aikaa, sillä on muodostettava konsensus eri monista eri vaatimuksista. Taloudellisten organisaatioiden ja lainsäädännöllisten instituutioiden eroa kuvaa hyvin se, että kansainväliset pääomamarkkinat ovat ottaneet erilaiset rahoitusinstrumentit tehokkaasti käyttöönsä, mutta vasta nyt lainsäädännöllä on mahdollisuus vastata niiden tuomiin mahdollisuuksiin.

Kappaleessa 2.4.2 on määritelty, kuinka osakeyhtiöiden toiminta järjestäytyy sitä koskevan sääntelyn avulla *mallisopimukseksi*. Keskeisiksi tekijöiksi osakeyhtiön institutionaaliselle sisällölle on tällöin

muotoutunut osakkaiden rajoitettu vastuu ja sidotun pääoman pysyvyys. Villa (2001b, 66) katsoo instituutiomallin mukaan osakeyhtiön olevan *toiminnan viitekehys*. Koska osakeyhtiö instituutiona ja mallisopimuksena toimii muutoksissakin toiminnan valintakehyksenä, on selvää, että sen se vaikuttaa myös talouden organisoinnissa tehtyihin valintoihin.

Nimellisarvottoman pääomajärjestelmän mukana tuomat muutokset osakeyhtiön institutionaaliseen sisältöön olisivat lähinnä sen sopimuksellista luonnetta vahvistavia. Osakeyhtiön periaatteiden korostaminen vahvistaa osakeyhtiön kuvaa pääomien kerääjänä ja toiminnan organisoijana entisestään, koska edelleen voimakkaina piirteinä säilyvät niin rajoitettu vastuu kuin pääomien pysyvyyskin. Käytännössä, toiminnallisella tasolla laajempi sopimuksellinen luonne ja vapaammat toiminta mahdollisuudet ilmenevät muun muassa osakeanneissa, pääomaan sijoituksessa ja yritysjärjestelyissä, jotka tukevat voimakkaasti tahdonvaltaisia säännöksiä ja vapautta päättää varojen sijoittamisesta joko vapaaseen tai sidottuun omaan pääomaan.

Katsotaan, että sääntelyn vahvat puitteet ja pakottavat säännökset tuovat yhtiön toimintaan tarvittavaa ennakoitavuutta. Nimellisarvottomuus ei tarkoita kuitenkaan, että ennakoitavuuden tarvitsee merkittävästi kärsiä, koska kuitenkin aina on oltava tietty määrä pakottavaa sääntelyä ja jo pakottavan sääntelyn olemassaolo antaa viitteitä siitä, kuinka tulisi toimia.



Kuvio 6. Osakeyhtiön sopimuksellisuuden kasvu

Kuviosta 6 selviää, että nimellisarvoton pääomajärjestelmä ei muuta osakeyhtiön institutionaalisen sisällön peruseriaatteita. Pakottavien säännösten ehdottomuus säilyy ennallaan. Vaikka tahdonvaltainen sopiminen lisääntyisi, voidaan pakottavan sääntelyn tärkeyden katsoa korostuvan, kun asetetaan toiminnalle vähimmäisrajoja. Vähimmäisrajojen asettamisen lisäksi myös pakottavan sääntelyn ehdottomuus tulee olemaan entistä sitovampi. Tahdonvaltaisten säännösten nousevat uudella tapaa legitimoimaan sopijaosapuolien välisiä järjestelyjä. Tahdonvaltaisen sääntelyn lisäämisellä tulee olemaan tärkeä asema sitovien sopimusten ja toiminnan järjestämisessä tuoden hyötyä ja tehokkuutta yhtiöiden päätöksentekoon. Samantasoinen pakottavuus ja toiminnan tehokkuus kuin tällä hetkellä on saavutettavissa yhtä lailla osakassopimuksilla, yhtiöjärjestyksellä ja tilannekohtaisilla sopimuksilla. Ne tukisivat juuri kyseisen osakeyhtiön toimintaa, eikä rajoittaisi sen mahdollisuuksia erilaisin liiallisin pakottavin säännöksin. Kuten Eisenberg (1999, 823) toteaa, sopimusverkkoteoria ei kiellä pakottavaa sääntelyä. Tämä tarkoittaa, että yhtiön ei olekaan tarkoituksena perustua vain

sopimussuhteisiin, vaan yhtiön voi katsoa olevan joukko sopimuksen kaltaisia toimia, jotka on tehty pakottavan sääntelyn puitteissa. Kaiken kaikkiaan myös pääomajärjestelmän muutoksen voisi katsoa vahvistavan osakeyhtiön institutionaalisia puitteita ja osakeyhtiön roolia mallisopimuksena. Pääomajärjestelmän vapaamman rakentumisen ja käytön myötä on olennaista tiedostaa toiminnan perussäännöt. Kun toiminnan rajat ovat vakiot, yhtiö voi toteuttaa liiketoimintaansa haluamallaan tavalla.

Sopimusverkko ajattelu tulisi vapautumaan entisestään, jolloin toiminnan osapuolet voisivat tuoda tarpeensa esille entistä vapaammin. Voikin argumentoida, että nimellisarvoton pääomajärjestelmä vaatii tietyllä tavalla vahvan institutionaalisen kehyksen, jollaisena osakeyhtiö mallisopimuksena voi katsoa ilmenevän. Nimellisarvottoman pääomajärjestelmän voi katsoa vastaavan niin instituution sisäisiin kuin ulkoisiin haasteisiin sen sallivamman luonteen vuoksi. Sopimuksellisuus ja tahdonvaltaisuuden lisääminen luovat osakeyhtiölle organisaationa paremmat mahdollisuudet pääomamarkkinoilla.

Yhtiön pääomien järjestäytymiseen liittyvät *transaktiokustannukset*. Näin ollen transaktiokustannuksia ilmenee jokaisessa liiketoimintatapahtumassa. Transaktiokustannuksia voi kuitenkin vähentää resurssien ja niiden omistajien kautta yhteistyöllä, jolloin toiminnan tehokkuuden myötä transaktiokustannukset pienenevät. Lainsäädännön tehtävänä on näin ollen transaktiokustannusten minimoiminen ja niiden ohjaaminen mahdollisimman oikeudenmukaisesti. Koska transaktiokustannukset aiheutuvat yhtiöissä sen toiminnan järjestämisestä, voi oikeutetusti katsoa osakeyhtiön mallisopimuksena vähentävän kustannuksia. Uuden lainsäädännön mukana tuoma vapaampi sopimuksellisuus voi pienentää kustannuksia ja tuoda tehokkuusetuja, mikäli yhtiöllä on



taidot ja tiedot toimia sille parhaimmalla tavalla. Vapaamman sopimuksellisuuden ja tahdonvaltaisuuden lisääntymisen käänttöpuolena voi olla transaktiokustannusten lisääntyminen, joka aiheutuu varallisuuskustannuksien lisääntyvästä siirtämisestä. Vaikuttavana tekijänä on myös, kun osakkeenomistajien ja muiden intressiryhmien vaatimukset eroavat ja ei osata erottaa, mikä olisi yhtiölle paras toimintatapa.

Vaarana on, että kun vähennetään perinteisiä käsityksiä yrityksen luonteesta eli kun totuttua pakottavaa sääntelyä vähennetään olennaisesti vain sopimuksiin ja kustannusten minimoimiseen, lainsäädännön ja yhtiöiden toiminnan suhteen hämärtyminen. Lainsäädännön tulisi aina pyrkiä luomaan mahdollisimman hyvät olosuhteet markkinoiden ja yhtiöiden toiminnalle ja estää epäonnistumiset. Nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä intervention määrän voi katsoa lieventyvän. Toisaalta kysymykseksi herää, millä kustannuksilla tahdonvaltaisuutta kannattaa lisätä? Toki huomattavia kustannuksia voi aiheutua molemmissa tilanteissa, sekä yksittäisiin sopimuksiin perustuen että standardisopimuksissa. Nimellisarvottomuus saattaisi osaltaan vähentää kustannuksia siten, että se ei ainakaan estä yhtiötä tekemästä sille tarpeellisia toimenpiteitä ja näin saattaisi estää epäonnistumiset paremmin. Voisi ajatella, että jos resurssit hakeutuvat tehokkaimpaan käyttöönsä joka tapauksessa, niin mahdollisesti vapaammat mahdollisuudet varainkäyttöön ja pääomien hankintaan tuottaisi tällaisen tilanteen helpommin. Toisin sanoen vapaampi nimellisarvottomuus helpottaisi resurssien hakeutumista optimaalisesti paremmin kuin nimellisarvon mukainen lainsäädäntö. Kustannuksien kannalta olisi löydettävä paras suhde vapaan ja sidotun oman pääoman välillä, jotta se olisi osakeyhtiön toiminnan kustannuksien kannalta tehokasta. Nimellisarvon mukaisessa pääomajärjestelmässä ylimääräisiä transaktiokustannuksia saattaa aiheutua, kun pääomia lepää

toimettomana sidotussa omassa pääomassa, kun ne voisivat olla tuottavammassa käytössä vapaan oman pääoman puolella. Tietysti ei voi varmasti sanoa, että mikä osuus nimellisarvoon perustuvassa pääomajärjestelmässä on, jos sen varallisuusosoikeuksien vapaampi siirrettävyys aiheuttaa kustannuksia. Uuden lainsäädännön mukainen pääomaerien ryhmittely voi olla nimellisarvoa tehokkaampaa ja siten alentaa kustannuksia. Mahdollisuutena on kuitenkin vapaan oman pääoman vapautumisen tuottaa vääristyneen käsityksen varoista ja niiden sijoittaminen epäonnistuu. Vapaan oman pääoman tuoma vapaus kuitenkin mahdollistaa yritysten henkilökohtaiset ratkaisut entistä joustavammin. Kaikista tärkein huomio transaktiokustannusten määrää analysoitaessa on kuitenkin, miten yritys organisoii toimintaansa niin sisäisesti kuin ulkoisten sopimuksiensa kautta. Transaktiokustannukset laskevat automaattisesti, kun osakeyhtiö on saavuttanut ulkoisen ja sisäisen toimivuutensa.

Transaktiokustannusten kannalta *varallisuusosoikeudet* ja sopimustilanteet ovat tärkeitä tekijöitä, kun yritys harjoittaa liiketoimintaansa. Nimellisarvoton pääomajärjestelmä ei itsessään tulisi muuttamaan yrityksen omistajapohjaa. Se tuo kuitenkin lisää mahdollisuuksia järjestää varallisuusosoikeudet sekä antaa laajuutta. Tästä hyvänä esimerkkinä toimivat osakeannit. Näin ollen yrityksen toiminnan kannalta nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä varallisuusosoikeudet pyritään optimoimaan sopimusaukkojen täyttämiseksi. Pyrkimys on varallisuusosoikeuksien keskittäminen, jotta osakeyhtiön sisäiset kustannukset olisivat pienemmät kuin ulkoiset sopimuskustannukset. Varallisuusosoikeuksien merkitys nousee esille etenkin, kun arvioidaan toiminnan tehokkuutta. Koska vieraan pääoman kerääminen yrityksen ulkopuolelta on tavallista ja kannattavaa, on mietittävä sopivat ehdot toiminnalle, jotta vieraan pääoman määrä ei ylittäisi kuitenkaan oman pääoman määrää. Molemmissa pääomajärjestelmissä lainsäädäntö auttaa edelleenkin

määrittelemään varallisuusosoikeuksien sisällön ja antaa samanlaiset lähtökohdat toiminnalle.

### 3.4.3 Intressiryhmien asema sopimusverkossa

Sopimusverkkoajattelun myötä osakeyhtiön intressitaho – käsitys laajentuu monimuotoisemmaksi. Tärkeäksi tekijäksi tulee eri intressitahojen merkityksen tunnustaminen ja sopimustenomaisten tilanteiden lisääntyminen. Koska OYL:n sääntely ei kuitenkaan ylety kaikkiin osakeyhtiön yhteistyökumppaneihin, tulevat osakkeenomistajien, johdon ja velkojien asemat esille korostetusti myös nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä.

Koska nimellisarvoton pääomajärjestelmä tulee korostamaan yhä enemmän sopimuksellisuutta ja tahdonvaltaisuutta, myös osakeyhtiön *osakkeenomistajien* ja *ammattijohdon* välinen päämies-agentti – suhde tulee merkitsemään enemmän. Periaatteessa nimellisarvottomuus ei pitäisi tukea omistajien ja johdon intressien eriytymistä. Toisaalta intressien eriytyminen johtaisi lisääntyvään opportunistiin. Lisääntynyt vapaan oman pääoman määrä ja sen myötä tulevat sijoittamisen riskit/voitot voivat kuitenkin houkutella entistä enemmän johtoa. Johto omaa myös enemmän tietotaitoa siitä, kuinka nimellisarvottomuus toimii. Siinä he tulevat olemaan etulyöntiasemassa myös nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä. Osakkeenomistajien aseman taas voisi ajatella heikentyvän sidotun vapaan oman pääoman ryhmien vähetessä. Kuitenkin edelleen pätevät osakkeenomistajien erityisasema pääoman sijoittajina, jotka kanatavat lopullisen riskin yhtiön toiminnasta. Niin he myös saavat päättää yhtiön voitoista. Osakkeenomistajien asema määritellään edelleen samalla tavoin OYL:n kautta sekä täydennetään yhtiöjärjestyksellä ja osakassopimuksilla.

Edellisten lisäksi osakeyhtiöissä on kaksi ryhmää, joiden asemaa on hyvä tarkastella aina, kun yhtiölainsäädäntöön tulee muutoksia. Osakeyhtiöiden *vähemmistöosakkaat* tarvitsevat usein erityistä suojaa, jotteivät enemmistöosakkaat pääse ajamaan vain omia etujaan. *Velkojien* tehtävänä on lainata yritykselle pääomaa toimintaa varten samoin kuin osakkeenomistajatkin tekevät. Se, mikä erottaa velkojat osakkeenomistajista, on velkojien lainaaman pääoman ehdot. Velkojilla ei yleensä ole residuaalista osuutta yritykseen, vaan ne sovitaan usein kiinteämääräisiksi, jolloin osuudet ovat riippumattomia yrityksen arvonusuista ja laskuista (Villa 2003, 56)

Vähemmistöosakkaita koskevat säännökset on voimassa olevan lain mukaan pakottavaa sääntelyä. Niistä ei voi sopia toisin yhtiöjärjestyksessä tai muutenkaan. Uuden pääomarakennetta koskevan sääntelyn myötä joustavuus ja sopimusvapauden lisääminen voivat aiheuttaa kysymyksiä vähemmistöosakkaiden asemasta. Joustavuus sääntelyssä ja vapaan oman pääoman lisääminen tuovat vapautta yhtiön päämies-agenttisuhteeseen. Tämä herättää kysymyksen tuleeko johdolle liikaa valtaa ja vapautta? Kuten on päämies-agenttiteorian kohdalla käsitelty, voi johto yrittää hyötyä asemastaan.

Johdon toimia rajoittaa ja siten helpottaa vähemmistöosakkeiden asemaa useat sääntelyyn liitetyt seikat. Ensinnäkin ehdotuksen 1 lukuun tulee kirjattavaksi lakiin yleiset periaatteet. Ne säätelevät rajoittaen johdon toimia. Ehdotuksen 1:9 §:ssa lukee, että osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta. Yhtiöjärjestykseen ei kuitenkaan voi ottaa määräystä, joka on pakottavan lain tai hyvän tavan vastainen. Johdon toimia sääntelee yleisistä periaatteista myös huolellisuusvelvoite (OYLe 1:8§). Se tarkoittaa, että yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön

etua. Yhtiön johto ei toisin sanoen saa riskeerata tahattomasti yhtiön toimintaa saavuttaakseen omia etujaan. Tärkeänä seikkana toimii objektiivinen käsitys siitä, miten tulisi toimia. Johdon tulisi olla kaikkien osakkeenomistajien luottamuksen arvoinen. Johdon toimia rajoittaa niin ikään osakkaiden yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7§). Se suojaa vähemmistöosakkaita, sillä kaikkien osakkeenomistajien tulisi olla yhdenvertaisia oman omistuksensa suhteessa. Yhdenvertaisuuden periaate voidaan johtaa jo voimassa olevasta laista ja sen yleislausekkeista (OYL 8:14§ ja OYL 9:16§), jotka ovat suojelleet vähemmistöosakkeita enemmistön vallalta. Samalla myös yhdenvertaisuusperiaatteen pakottavuus lisää sijoittajien luottamusta enemmistöosakkaiden toiminnan moitteettomuutta alentaen myös yhtiön rahoituskustannuksia (Kaisanlahti 1999, 721). Kuten Airaksinen & Jauhiainen (1997, 53) luettelevat voimassa olevan lain vähemmistösuojasäännöksiä, joihin kuuluvat muun muassa oikeus saada ylimääräinen yhtiökokous koolle (OYL 9:6.2§), oikeus saada lisätilintarkastaja (OYL 10:1.3§), oikeus vaatia erityisen tarkastuksen toimittamista (OYL 10:14§), oikeus saada määräosa voitosta jaetuksi osinkoina (OYL 12:4.2§) sekä oikeus ajaa kannetta yhtiön kustannuksella yhtiön johtoa, tilintarkastajaa tai toista osakasta vastaa (OYL 15:6§). Käytännössä samantyyppiset ratkaisut pysyvät myös nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä. Lisäksi yleisten periaatteiden ottaminen lakiin vielä tukee jo olemassa olevia vähemmistösuojasäännöksiä. Tämän perusteella tuskin voi uskoa, että vähemmistön asema huonontuisi merkittävästi, vaikka vapaan oman pääoman ryhmiä lisätäänkin ja suojaavaa sidottua pääomaa rajataan osakepääomaan.

Kieltoa antaa osakkeita alle sen nimellisarvon eli alikurssikieltoa on katsottu liittyvän olennaisesti velkojien suojaan ja osakkaiden yhdenvertaisuuteen. Nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä alikurssikielto poistuisi. Nimellisarvottomuuden myötä osakepääoman

merkitystä tai osakepääoman maksamista koskevia säännöksiä ei kuitenkaan lievennetä. (Airaksinen 2003b, 9) Alikurssikielto ja osakkeen nimellisarvo ovat kuitenkin määreitä, joilla ei ole mitään tekemistä käypien arvojen kanssa, joten alikurssikiellon poistumisella ei sinänsä voisi perustella velkojien aseman huonontumista. Joka tapauksessahan yhtiöön tuleva vastike parantaa velkojien asemaa oli määrä mikä hyvänsä. Velkojien kannalta katsottuna ei myöskään säännökset pääoman pysyvyydestä tai yhtiöön tulevista varoista tule muuttumaan, joten niiden suhteen velkojien asema ei muutu riippumatta siitä, merkitäänkö varat vapaaseen vai sidottuun omaan pääomaan. Osakepääoman eli sidotun oman pääoman ehdot ovat muuttumattomat. Villa (2003, 59) kirjoittaa, että yhtiön toimijoiden välinen suhde voi järkkäytyä, jos yritystä koskeva taloudellinen informaatio, joka annetaan tilinpäätöksessä, ei pidä paikkansa. Koska pääomaerien ryhmittelyn ja sisällön erottaminen tulee tarkemmaksi, näyttäisi siltä, että kaikki sidosryhmät tulisivat saamaan oikeamman ja todenmukaisemman kuvan yhtiön taloudellisesta tilanteesta.

### **3.5 Yhteenveto**

Tämän kappaleen tarkoituksena oli kokonaisuudessaan tarkastella osakeyhtiön oman pääoman rakennetta sekä voimassa olevan lain että osakeyhtiölakityöryhmän ehdotukseen perustuvan lain kannalta. Aluksi tarkasteltiin, millaisia taustatekijöitä löytyy sille, että voimassa olevan lain mukaista pääomarakennetta tulisi uudistaa. Jotta päästiin käsitykseen pääoma muutoksista, tarkasteltiin pääomaeriä ja tuotiin esille, millaisia laajennuksia nimellisarvottomuus toisi yrityksen varainhankintaan. Lopuksi tehtiin pohdintaa, miten nimellisarvottomuus ja uusi sääntely vaikuttaisivat osakeyhtiömuotoon.

Osakeyhtiöoikeutemme on kohdannut haasteita, joihin sen tulisi yrittää vastata. Ehkä tärkein haaste sille on ollut rahoitusmarkkinoiden muutos. Voimassa olevan lain säätämisen aikaan yhteiskuntamme toimi ns. pankkikeskeisesti, jolloin yritysten rahoitus perustui pankeilta hankittuun velkapääomaan. Yritysten rahoituksen lähtökohdat ovat kuitenkin muuttuneet markkinalähtöisiksi. Syynä tähän ovat kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden syntyminen, osakeomistuksen vapautuminen, yritysten rahoitusrakenteen ja verotusjärjestelmän muutokset. Yhä suuremmassa määrin yritykset kilpailevatkin sijoituksista. Suomalaista yhtiöoikeutta säätelevät niin kansalliset tarpeet kuin EU:n yhteiset direktiivitkin. Voi sanoa, että osakeyhtiöiden oikeudellinen toimintaympäristö on muuttunut. Osakeyhtiöiden merkitys liiketoiminnan harjoittamisen muotona on kasvanut ja osakeyhtiölain toimivuus on tarpeellista tehokkaan toiminnan kannalta. Katsotaan, että osakeyhtiölaki kaipaa joustavuutta sääntelyyn, jotta osakeyhtiöt voivat kerätä varoja toimintansa tukemiseen.

Osakeyhtiön toiminnan pääomarakenne määrää oman ja vieraan pääoman suhteen ja miten varoja voi käyttää varainhankinnassa ja toiminnan järjestämisessä. Oman pääoman erottaa vieraasta pääomasta sen ominaisuuksien avulla, joihin kuuluvat sijoituksen viimesijaisuus, sidotun pääoman pysyvyys ja vakuudettomuus. Mikäli osakkeelle ei enää määrättäisi nimellisarvoa, tulisi osakepääomasta ainoa sidotun oman pääoman erä. Myös osakepääoman ja osakeoikeuksien välinen yhteys katoaisi. Näin ollen nimellisarvottomuus antaisi osakeyhtiölle vapaammat mahdollisuudet päättää varojensa sijoittumisesta ja jakamisesta.

Alikurssikiellon ja ylikurssin poistuminen myötä nimellisarvoton pääomarakenne vapauttaisi osakeanneissa sijoitukset suoraan vapaaseen omaan pääomaan. Tärkeää olisi se, että vähimmäispääomavaatimus (8000 € ja 80 000€) täyttyisi. Esimerkiksi

osakepääoman korottamisen merkitys rajoittuisi velkojen suojaan ja siihen, että varat ovat todellisuudessa yhtiön hallussa. Laajennuksia tulisi osakeantien lisäksi osakkeiden lunastamiseen ja hankkimiseen, optio-oikeuksiin ja yritysjärjestelyihin. Huomionarvoista on, että nimellisarvottomuus on katsottu monessa maassa parhaaksi vaihtoehdoksi. Jotta EU kokonaisuudessaan pystyisi vastaamaan kansainväliseen lainsäädäntökilpaan, on sen saavutettava sille asetetut tavoitteet; sisämarkkinoiden tehokas hyödyntäminen ja pääomamarkkinoiden yhdentäminen. Jotta näin tapahtuisi, olisi saavutettava EU:n tasolla yhteisymmärrys tärkeistä linjoista.

Nimellisarvoton pääomajärjestelmän voisi katsoa haastavan nimellisarvon. Nimellisarvottomuuden mukainen sääntely toisi merkittäviä laajennuksia yritysten toimintaan heikentämättä kuitenkaan suojan tasoa. Lisäksi yleisten periaatteiden ottaminen lakiin tukee jo voimassa olevia suojasäännöksiä.



## 4 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielman aiheena oli osakeyhtiön nimellisarovon pääomajärjestelmä. Tavoitteena oli selvittää, millainen osakeyhtiön pääomajärjestelmä voisi vastata parhaiten markkinoiden tämän hetken vaatimuksiin yritysten välisessä kilpailussa. Perustaksi otettiin osakeyhtiön ja osakeyhtiön toiminnan sääntelyn näkökulma, jolloin keskeistä on huomioida, millä tavalla lain sääntelyn muutos vaikuttaa koko osakeyhtiön toiminnan puitteisiin. Tarkoituksena on siis ollut osakeyhtiön sääntelyn vaikutuksen korostaminen toiminnan organisoinnissa. Haastavaksi tutkimuksen tekemisen on tehnyt oikeustieteen ja taloustieteen yhdistäminen suomalaiseen oikeustieteelliseen traditioon, koska niiden yhdistäminen yhtiöoikeudessa ei ole ollut kovinkaan yleistä toistaiseksi. Oikeustieteessä osakeyhtiötä tarkastellaan osakeyhtiölain kautta, kun taloustieteet käsittävät yrityksen mielellään tuotantoyksikön tehokkuuden ja kustannusten kautta. Osakeyhtiön toiminnassa ei voi kuitenkaan sulkea kumpaakaan näkökulmaa pois toista tarkasteltaessa.

Lainsäädäntömme on kehittynyt aina kunkin ajan taloudellisten tarpeiden pohjalta. Osakeyhtiölakiin tehdyt aikaisemmat muutokset kertovat osuvasti, mitä talouselämä on lainsäädännöltä kulloinkin edellyttänyt; yleensä johdonmukaisuutta ja parempia toimintamahdollisuuksia. Perinteisesti osakeyhtiön tehtävänä on katsottu olevan yrityksen rahoituksen hankinta eli pääomien kerääminen liiketoimintaa varten sekä yleinen yritystoiminnan tukeminen. Osakeyhtiölle kuuluvien tehtävien ei enää katsota toteutuvan parhaimmalla tavalla nykyisen lainsäädännön puitteissa.

Yhtiöoikeutemme on kohdannut niin ulkopuolisia kuin sisältäpäinkin tulevia haasteita, joihin se nyt yrittää vastata. Tärkeimmät muutospaineet ovat tuoneet osakeyhtiöiden rahoitusjärjestelmän muutos pankkikeskeisestä markkinaehtoiseen rahoitukseen sekä Euroopan unionin myötä laajentuva kansainvälisyys. Kaupankäynnin kansainvälistyessä myös lainsäädännön merkitys tulee esille selvemmin. Liiketoimenharjoittajat eivät välttämättä toimi samanlaisin edellytyksin, vaikka toimivatkin samoilla markkinoilla. Siksi poikkeavat lainsäädännölliset ratkaisut voivat olla rajoittava tekijä myös osakeyhtiöille, koska sijoittajat eivät ole valmiita ottamaan riskiä monimutkaisesta ja poikkeavasta lainsäädännöstä. Uusiksi menestyksen avainsanoiksi näyttäisivät muodostuneen kilpailukyky ja tehokkuus. EU:n tasolla pyrkimys näyttää olevan kohti yhteisiä sisämarkkinoita ja pääomamarkkinoita. Tämä saavutetaan, kun mahdollistetaan kaikille jäsenmaiden liikkeellelaskijoille ja sijoittajille yhtäläiset mahdollisuudet eri jäsenvaltioiden pääomamarkkinoilla toimimiseen. Huomioitavaa kuitenkin on, että tämä pyrkimys ei kuitenkaan poista täysin tarvetta kansallisen lainsäädännön kehittämiseen, vaan loisi tietyt standardit toiminnalle. EU:n yhteisen yhtiöoikeuden toimintarajojen puitteissa voitaisiin rakentaa myös kansallisesti toimivat kokonaisratkaisut, jotta tehokas liiketoiminta lisääntyisi. Erityisesti rahoituksen kansainvälistyminen merkitsisi sääntelyn kehittämistä muun muassa rahoitusinstrumenteissa, rahoitusrakenteessa ja sopimusvapauden lisääntymisessä.

Kansainvälistymisen ja rahoitusjärjestelmän lisäksi muutospaineita näyttäisi kohdistuvan itse osakeyhtiön toimivuuteen. Osakeyhtiön lain ongelmaksi koetaan sen monimutkaisuus ja vaikeaselkoisuus. Tämä johtuu osaltaan siitä, koska osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn piiriin on siirtynyt suuri määrä erikokoisia ja erilaisia yrityksiä. Vaikka osakeyhtiölain perussisältö on osoittanut toimivuutensa, olisi lakia määriteltävä enemmän mahdollisuuksia antavaksi. Lain selvittämisen

mahdollisten lisäkustannusten lisäksi osakeyhtiölain toimivuuteen on vaikuttanut arvopapereita koskeva sääntely. Lakien erilaiset sääntelytavat ovat aiheuttaneet kahdenkertaisuuden ja erillisyyden ongelmat laintulkintaan. Yleisesti ottaen voi sanoa, että mikäli kaikkien osakeyhtiön sidosryhmien tasapuolisuus ei toteudu, ottavat velkojat ja muut sidosryhmät sen huomioon sopimuksia tehdessään. Tätä taustaa vasten argumenttina on, että yhtiöoikeudellisen sääntelyn tulisi vastata kaikkien sen alaisuudessa toimivien yritysten tarpeita. Jokaisen sääntelyratkaisun yhteydessä tulisi siis ratkaista yrityksen omat mahdollisuudet ja sillä parhaat vaihtoehdot.

Osakeyhtiön muutospainet kertovat, että osakeyhtiön sääntely kaipa uudistuksia niin toiminnallisella kuin oikeudellisellakin tasolla. Osakeyhtiön toiminnassa sen pääomarakenne määrää oman ja vieraan pääoman esittämistavan ja niiden käyttömahdollisuudet osakeyhtiöiden varainhankinnassa ja toiminnan organisoinnissa. Tämän tutkimuksen kohteena oleva osakkeen nimellisarovottomuus ja sen mukainen pääomien sääntely luovat mielenkiintoisen aspektin osakeyhtiön toiminnan organisoinnille. Tärkeänä pidetty nimellisarvo on osoittautunut hallinnolliseksi suureeksi vailla taloudellista arvon määritystä yrityksen tilasta. Nimellisarovottomuuden myötä pääomaerien merkitys muuttuisi. Ainoaksi sidotun oman pääoman eräksi muodostuisi osakepääoma. Tasevertailua tehtäessä nimellisarovon perustuvassa OYL 11:6 §:n ja nimellisarovottomuuteen perustuvassa OYLe 8:1 §:n välillä, ero korostuu vapaan ja sidotun oman pääoman välillä ja se luo kaikkein merkityksellisimmän eron näiden pääomarakenteiden välille. Vapaan ja sidotun oman pääoman erot korostuvat niin toiminnallisesti kuin oikeudellisestikin osakeyhtiössä.

Toiminnallisesti nimellisarovottomuus laajentaa yhtiön varojenhankintaa ja osakepääomaan liittyviä ratkaisuja. Merkittävää on alikurssin ja

ylikäynnin poistuminen ja siten mahdollisuus kirjata merkintähinta kokonaan tai osittain vapaaseen omaan pääomaan, kunhan vain osakepääoman vähimmäisvaatimukset täyttyvät. Laajennuksista ratkaisevia olisivat mahdollisuudet päättää yhtiön tulevien varojen suuntaamisesta toimintaan ja uusien mahdollisuuksien tulemista rakenneuudistuksiin.

Oikeudellisesti tärkeäksi muodostuu vapaan ja sidotun pääoman välinen ero. Oman pääoman jakaminen sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan on merkityksellinen, kun yrityksen sidosryhmät tekevät yhtiön kohdistuvia päätöksiä. Yleisesti suuri oman pääoman määrä kertoo vakavaraisuudesta. Sidotun oman pääoman määrä edustaa taas yhtiön ulkoista varainhankintaa osakkeenomistajilta tai voittovaroista. Nimellisarvoton pääomarakenne lisää vapaata omaa pääomaa merkityksellisesti. Nimellisarvottomuuden voi katsoa antavan vapaammat kädet päättää varojen sijoittamisesta ja jakamisesta, koska vapaata omaa pääomaa on enemmän. Nimellisarvoa korostavassa pääomarakennevelvollisuudessa velvollisuus merkitä ainakin nimellisarvoa vastaava määrä vastikkeesta osakepääomaan rajoittaa varojen tehokasta käyttöä, sillä osakepääomassa sidottuna olevat varat voisivat olla hyödynnettävissä jollakin muulla tavoin tehokkaammin.

Nimellisarvoon perustuvassa pääomajärjestelmässä voi katsoa, että yritetään pienentää velkojen riskiä mahdollisimman alas lisäämällä sidotun oman pääoman määrää. Se kuitenkin merkitsee, että ne varat eivät ole irrotettavissa yhtiön käyttöön tarvittaessa. Sidotun oman pääoman ikään kuin katsotaan suojelevan sidosryhmiä. Koska nimellisarvottomuudessa sidotun oman pääoman määrä vähenee, voisi ajatella sen heikentävän olennaisesti sidosryhmien asemaa. Suojamenettelyjä ei kuitenkaan ole heikennetty nimellisarvottomuudessa. Yleisten periaatteiden kirjaaminen lakiin, kuten johdon huolellisuusvelvoite ja osakkaiden

yhdenvertaisuusperiaate, toisivat puolestaan lisää suojaa ja mahdollisuuden vedota niihin tarvittaessa.

Osakeyhtiöoikeuden sääntelyn muutos tulisi kohdistumaan niin ikään sen peruskysymyksiin; tulisiko sääntelyn olla pakottavaa vai tahdonvaltaista? On jo todettu, että lainsäädännön tehtävän on kustannusten minimoiminen tai niiden ohjaaminen mahdollisimman oikeudenmukaisesti. Osakeyhtiö ratkaisee tämän ongelman organisoitumalla osakeyhtiömuotoon. Osakeyhtiöinstituutio luo puitteet toiminnalle ohjaten sen toimintaa ja organisoitumista. Kun tarkastellaan osakeyhtiötä mallisopimuksena nimellisarvottomassa pääomajärjestelmässä, se lisää toiminnan tahdonvaltaisuutta. Pakottavaa sääntelyä ei kuitenkaan poisteta kokonaan, vaan sen katsotaan edelleen antavan puitteet toiminnalle. Nimellisarvoton pääomajärjestelmä korostaa myös yhtiöjärjestyksen ja osakassopimusten roolia entistä enemmän. Tahdonvaltaisuuden ja joustavuuden lisääminen vaikuttaa kaikkeen osakeyhtiön toimintaan varainhoidosta, johtamistyyliin ja päätöksentekoon. Kuitenkin voi katsoa, että osakeyhtiön teoria mallisopimuksen olemisesta lujittuu osaltaan, sillä se antaa entistä tärkeämmät standardit osakeyhtiön toiminnan organisoinnille.

Tutkimustulosten valossa voidaan vastata johdannossa annettuun pääongelmaan, millainen olisi osakeyhtiön tehokas pääomajärjestelmä, jotta se vastaisi tällä hetkellä markkinoiden vaatimuksiin. Nimellisarvottomuuteen perustuva pääomajärjestelmä näyttäisi haastavan niin sanotun perinteisen nimellisarvoon perustuvan pääomajärjestelmän. Kun tarkasteltiin, millainen markkinatalous on tällä hetkellä ja mitä se vaatii (yrityksen rahoituksen markkinaehtoistuminen, kansainvälistyminen ja EU, sopimusvapauden merkityksen korostaminen yhtiöiden toimiessa standardisopimuksina), voidaan todeta, että tutkimus osoittaisi nimellisarvottomuuden

suurempaa kilpailukykyä nimellisarvoon verrattuna. Ongelmaksi voi muodostua tosin nimellisarvottomuuden käytännön toimivuus ja miten osakeyhtiöt osaavat ottaa sen vastaan. Oikeuskäytäntö ja ennakkopäätökset tulevat pitkälti määrittämään sen aseman tulevaisuudessa. Tässä tutkimuksessa on keskitytty osakeyhtiön toimintaan lainsäädännön näkökulmasta käsin. Mielenkiintoista olisikin tarkastella, miten esimerkiksi sijoittajat tai rahoittajat osaavat ottaa vastaan nimellisarvottomuuden.

## LÄHDELUETTELO

Airaksinen, M. & Jauhiainen, J. 1997. Osakeyhtiölaki. Porvoo: WSOY.

Airaksinen, M & Jauhiainen, J. 2000. Suomen yhtiöoikeus. Vantaa: Werner Söderström lakitieto Oy.

Airaksinen, M. 2003a. Osakeyhtiölakityöryhmän aitoon nimellisarvottomuuteen perustuvaa pääomajärjestelmää koskevat ehdotukset. Lakimies 6/2003, s. 944- 966.

Airaksinen, M. 2003b. Osakeyhtiölaki joustavammaksi. Tilintarkastus-Revision 4/2003, s. 7-11.

Aivazian, V. A. & Callen, J.L. 2003. The Core, Transaction Costs and the Coase Theorem. Constitutional Political Economy 14, s. 287-299.

Anderhub, V. & Achter, S. & Onigstein, M. 2002. Efficient Contracting and Fair Play in a Simple Principal-Agent Experiment. Experimental Economics 5, s. 5-27.

Backman, L. & Järvinen, O. & Rissanen, T. & Seppälä, T. 1997. Uusi osakeyhtiölaki –ja mitä se on käytännössä. Saarijärvi: Pohjantähti PoleStar.

Boatright, J. 1996. Business Ethics and the Theory of the Firm. American Business Law Journal 34 2/1996, s. 217-238.

Boatright, J. 2002. Contractors As Stakeholders: Reconciling Stakeholder Theory With the Nexus-of-contracts Firm. *Journal of Banking & Finance* 26, s. 1837-1852.

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

Eggertson, T. 1990. *Economic Behavior and Institutions*. Cambridge : Cambridge University Press.

Eisenberg, M.A. 1999. The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts and the Dual Nature of the Firm. *Journal of Corporation Law* 24 4/1999, s. 819-836.

EU komissio. 2002. Report of the High Level Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe 4.11.2002. Brussels. Saatavissa muodossa: [http://www.eciia.org/resources/publications/Nov\\_2002\\_winter\\_report\\_excerpt.pdf](http://www.eciia.org/resources/publications/Nov_2002_winter_report_excerpt.pdf). Luettu 5.6.2004.

Foss, N.J. 1997. The Classical Theory of the Production and the Capabilities View of the Firm. *Journal of Economic Studies* 24 5/1997, s. 307-323.

Foss, K. & Foss, N.J. 2002. Organizing Economic Experiments: Property Rights and Firm Organization. *The Review of Austrian Economics* 15 4/2002, s. 297-312.

Foss, N.J. 2003. Bounded Rationality in the Economics of Organization: "Much Cited and Little Used". *Journal of Economic Psychology* 24, s. 245-264.



Furubotn, E. 2001. The New Institutional Economics and the Theory of the Firm. *Journal of Economic Behavior & Organization* 45, s. 133-153.

Hart, O. 1997. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press .

Hart, O & Moore, J. 1999. Foundations of Incomplete Contracts. *Review of Economic Studies* 66, s. 115-138.

Hendry, J. 2001. Economic Contracts Versus Social Relationships As a Foundation for Normative Stakeholder Theory. *Business Ethics: A European Review* 10, s. 223-232.

Hodgson, G. 1998. Competence and Contract in the Theory of the Firm. *Journal of Economic Behavior & Organization* 35, s. 179-201.

Houtsonen, J. 2002. Yritysten välinen sopimustoiminta instituutiona ja kenttänä. *Oikeus* 2/2002, s. 235-249.

Häyhä, J. 1996. Oikeustaloustiede ja sopimusoikeus. Teoksessa Kannianen, V. & Määttä, K. (toim.) *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*, s. 160-192. Tampere: Gaudeamus.

Jauhiainen, J. & Lappi, T & Aho, T. 1993. *Suomen osakeyhtiölainsäädäntö ja EY*. Jyväskylä: Lakimiesliiton kustannus.

Kaisanlahti, T. 1999. Pakottavan sääntelyn tarve vähemmistöosakkaan suojaamiseksi pörssiyrityksissä. *Lakimies* 5/1999, s. 717-722.

Kanniainen, V. 1996. Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies-agenttiteoria. Teoksessa Kanniainen, V. & Määttä, K. (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen, s. 97–114. Tampere: Gaudeamus.

Kanniainen, V., Määttä, K., & Timonen, P. 1996a. Oikeustaloustiede. Teoksessa Kanniainen, V. & Määttä, K. (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen, s. 11–46. Tampere: Gaudeamus.

Kanniainen, V., Määttä, K., & Timonen, P. 1996b. Coasen teoreema: esittely ja arviointi. Teoksessa Kanniainen, V. & Määttä, K. (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen, s.46- 62. Tampere: Gaudeamus.

Keser, C. & Willinger, M. 2000. Principals Principles when Agents Actions are hidden. International Journal of Industrial Organization 18, s. 163-185.

Keskuskauppakamari. 1998. Sijaintipaikkana Suomi. Saatavissa muodossa:

[http://www.keskuskauppakamari.fi/kkk/julkaisut/Julkaisut/fi\\_FI/Selvitykset\\_ja\\_tutkimukset/](http://www.keskuskauppakamari.fi/kkk/julkaisut/Julkaisut/fi_FI/Selvitykset_ja_tutkimukset/). Luettu 15.5.2004.

KHT-yhdistys. 1999. Osakeyhtiölaki. Jyväskylä: Gummerus.

KHT-yhdistys. 2004. Osakeyhtiön tilinpäätösmalli. Jyväskylä: Gummerus.

KOM. 1999. Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma. Saatavissa muodossa:

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/fi/lvb/l24210.htm#GOUVERNEMENT>. Luettu 5.6.2004.

KOM. 2001. Komission tiedonanto - Euroopan Unionin mahdollisuuksien hyödyntäminen: Lissabonin strategian lujittaminen ja laajentaminen. Saatavissa muodossa: [http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga\\_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fi&type\\_doc=COMfinal&an\\_doc=2001&nu\\_doc=79](http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fi&type_doc=COMfinal&an_doc=2001&nu_doc=79). Luettu 4.6.2004

KOM. 2003. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle - Yhtiöoikeuden uudistaminen ja omistajaohjauksen (corporate governance) parantaminen Euroopan unionissa – etenemissuunnitelma. Saatavissa muodossa: [http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga\\_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fi&type\\_doc=COMfinal&an\\_doc=2003&nu\\_doc=284](http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=fi&type_doc=COMfinal&an_doc=2003&nu_doc=284). Luettu 4.6.2004.

Koski, P. & af Schulten G. 2000. Osakeyhtiölaki selityksin 2. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.

Kyläkallio, J., Iiro, O. & Kyläkallio, K. 2000. Osakeyhtiö. Helsinki: Oy Edita Ab.

Kyläkallio, K. 2003. Osakeyhtiölaki –työryhmän mietinnön uudistusehdotuksista. Tilisanomat 4/2003, s. 19-21.

Laffont, J-J. & Martimont, D. 1997. The Firm as a Multicontract Organization. Journal of Economics & Management Strategy 6 2/2002, s. 201-234.

Lahti, A. 1996. Rahoitusmarkkinoiden murros ja moderni teollinen vallankumous. Yritystalous 2/1996, s. 68-73.

Leppiniemi, J. 2003. Mitä muuta kuin IAS:ää uusi osakeyhtiölaki olisi? Tilisanomat 4/2003, s. 26–27.

Letto-Vanamo, P. & Määttä, K. 1996. Varallisuus oikeuksien tehokkuus. Teoksessa Kannianen, V. & Määttä, K. (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen, s. 62-82. Tampere: Gaudeamus.

Linnainmaa, L. 2003. Keskuskauppakamarin OYL-lausunto 19.9.2003. Saatavilla muodossa: [http://www.kauppakamari.fi/content\\_files/oyl%20lausunto%202003-9-19.pdf](http://www.kauppakamari.fi/content_files/oyl%20lausunto%202003-9-19.pdf). Luettu 16.11.2003.

Loikkanen, H. & Pekkarinen, J. & Vartia, P. 2002. Kansantaloutemme –rakenteet ja muutos. Helsinki: Taloustieto Oy.

Mähönen, J. 1998. Law and economics: eriytyminen ja kehitys. Teoksessa Kannianen, V. & Määttä, K. (toim.) Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2, s. 1-27. Helsinki: Kauppakaari.

Mähönen, J. 2001. Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Helsinki: Edita.

Mäntysaari, P. 2002. Osakeyhtiö toimijana. Porvoo: Wsoy lakitieto.

Määttä, K. 1999. Oikeustaloustieteen aakkoset. Helsinki: Hakapaino Oy.

Nuolimaa, R. 1998. Osakeyhtiöllisen tutkimuksen näkymät. Lakimies 6-7/1998, s. 1065-1078.

Norri, M. 1997. Osakeyhtiö -käytännön käsikirja. Tampere: Rakennustieto Oy.

North, D. 1996. Institutions, Institutional Change and Economic Behavior. Cambridge: The Political Economy of Institutions and Decisions.

OM. 2000. Osakeyhtiölain uudistaminen – Tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus. Kokonaisarviomuistio 2000. Helsinki: Oikeusministeriö.

OM. 2003. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Työryhmämietintö 2003:4. Helsinki: Oikeusministeriö.

Pitelis, C.N. & Pseiridis, A.N. 1999. Transaction Costs Versus Resource Value? Journal of Economic Studies 26 3/1999, s. 221-240.

Prasad, B.C. 2003. Institutional Economics and Economic Development. The Theory of Property Rights, Economic Development, Good Governance and the Environment. International Journal of Social Economics 30 6/2003, s. 741-762.

Rose, D. 1997. Do Firms Diversify Because Managers Shrink? A Reinterpretation of the Principal-Agent Model of Diversification. Review of Industrial Organization 12, s. 289-398.

Savela, A. 1999. Havaintoja yhtiöoikeuden harmonisoinnista. Lakimies 2/1999, s. 231-255.

Surakka, J. 2001. Arvopaperimarkkinalaki ja muuta arvopaperilainsäädäntöä. Helsinki: Edita.

Sjöstrand, S-E. 1995. Towards a Theory of Institutional Change. Teoksessa Groenewegen, J. & Pitelis, C. & Sjöstrand, S-E. (toim.) On

Economic Institutions: Theory and Applications, s. 19-45. European Association for Evolutionary Political Economy.

Slater, G. & Spencer, D.A. 2000. The Uncertain Foundations of Transaction Costs Economics. *Journal of Economic Issues* 34, s. 61-88.

Tikka, M. & Haapaniemi, O. 1999. *Rahoitusmarkkinat*. 2. uudistettu painos. Porvoo: KHT-yhdistys & WSOY.

Timonen, P. 1996. Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa. Teoksessa Kanninen, V. & Määttä, K. (toim.) *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*, s. 129-159. Tampere: Gaudeamus.

Timonen, P. 1997. *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima*. Jyväskylä: Lakimiesliiton kustannus.

Timonen, P. 1998. Oikeustaloustiede –mitä se on? *Lakimies* 1/1998, s. 100-114.

Timonen, P. 2000. *Corporate governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys*. Jyväskylä: Kauppakaari Oyj.

Toivonen, A. 2000. Law and Economics, mitä se on? *Lakimies* 6/2000, s. 960-969.

Ulen, T.S. 1993. The Coasean Firm in Law and Economics. *The Journal of Corporate Law* 1993, s. 301-331.

Villa, S. 1997. Pääomallain : velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoisista lainoista Suomessa. Helsinki : Lakimiesliiton kustannus.

Villa, S. 2001a. Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Jyväskylä: Talentum Media Oy.

Villa, S. 2001b. Välipääomarahoitus. Jyväskylä: Talentum Media Oy.

Villa, S. 2002. Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. 2. uudistettu painos. Jyväskylä: Talentum Media Oy.

Villa, S. 2003. Velkojan asema osakeyhtiössä. Saarijärvi: Talentum Media Oyj.

Wennberg, M. 1999. Vapaiden markkinoiden oikeudellisesta sääntelystä Coasen teoreeman valossa. Hallinnon tutkimus: Hallinnon tutkimuksen seura, s. 150-157.

Werlauf, E. 1993. EC Company Law. Copenhagen: DJOF Publishing.

Williamson, O.E. 1998. Transaction cost economics: how it works; where it is headed. De Economist vol. 146 1/1998, s. 23-58.

Williamson, O.E. 2000. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. Journal of Economic Literature vol.38 3/2000, s. 595-613.

Williamson, O.E. 2002. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. Journal of Economic Perspectives 16 3/2002, s. 177-195.