

TAMPEREEN YLIOPISTO

Oikeustieteiden laitos

Ilkka Kauppinen

**SUOSTUMUSLAUSEKKEEN VAIKUTUS OSAKKEIDEN
VAIHDANNASSA**

Pro gradu -tutkielma

Yritysjuridiikka

Tampere 2010

Tampereen yliopisto

Oikeustieteiden laitos

KAUPPINEN, ILKKA: Suostumuslausekkeen vaikutus osakkeiden vaihdannassa

Pro gradu -tutkielma, IX+57 s.

Yritysjuridiikka

Toukokuu 2010

TIIVISTELMÄ

Osakeyhtiöoikeudessa yhtenä peruslähtökohtana on osakkeenomistajan oikeus luovuttaa ja hankkia osake. Osakeyhtiölaki antaa kuitenkin myös mahdollisuuden yhtiöjärjestyksen määräyksiin puuttua osakkeen vapaaseen vaihdantaan. Yhtiöjärjestykseen otettavia, osakkeen vaihdantaan rajoittavia, lausekkeita on lunastus- ja suostumuslauseke.

Pro gradu -tutkielmani paneutuu yksityisen osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen otettavan suostumuslausekkeen vaikutuksien selvittämiseen yhtiön osakkeiden vaihdannassa. Tutkielma keskittyy käsittelemään vaihdannanrajoituslausekkeista vain toista, suostumuslauseketta. Vaihdannanrajoituslausekkeita käsiteltäessä on huomattava, että kysymys ei ole osakkeen luovuttamisen rajoittamisesta, vaan yhtiöjärjestykseen otettavien määräyksiä suomasta mahdollisuudesta rajoittaa osakkeen hankintaa. Tutkielma havainnollistaa niitä vaikutuksia, mitä syntyy, kun osakkeiden vapaaseen vaihdantaan puututaan. Suostumuslausekkeesta syntyviä seuraamuksia arvioidaan niin yhtiön kuin osakkeenomistajienkin näkökulmasta. Erityisen tarkastelun kohteena on ns. välitila, joka voi syntyä osakkeen vaihdannassa, kun yhtiöjärjestyksestä löytyy suostumuslauseke.

Tutkielma on selvästi päämetodiltaan lainopillinen. Pyrkimyksenä on selvittää voimassa oleva oikeuden kanta suostumuslausekkeen tulkinnasta ja se, miten se on perusteltu. Tutkielmassa esiintyy lainopillisen lähestymistavan rinnalla myös oikeustaloustieteellinen näkökulma, joka pyrkii kuvastamaan niitä taloudellisia vaikutuksia, joita syntyy, kun osakkeen siirtokelpoisuutta rajoitetaan. Oikeustaloustieteellisellä lähestymisellä ei ole tarkoitus kritisoida vallitsevaa oikeustilaa, vaan pelkästään hahmottaa niitä taloudellisia vaikutuksia, mitä suostumuslauseke voi synnyttää. Erityisesti käsitellään sitä problematiikkaa, joka syntyy kun osakkeen tuottamat hallinnoimis- ja varallisuus oikeudet ovat erotettu toisistaan.

Tutkielma osoittaa, että yhtiöjärjestykseen otettavalla suostumuslausekkeella on negatiivinen vaikutus osakkeen vaihdantaan, mikä on omiaan lisäämään osakeantien epäonnistumista. Suostumuslausekkeen aiheuttama transaktiokustannuksien nouseminen voi johtaa resurssin tehottomaan allokaation niin yhtiön kuin yhteiskunnankin kannalta.

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ	II
LÄHTEET	V
LYHENTEET	IX
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkimuskohde ja aiheen rajausta	1
1.1.1 Osakkeen vaihdanta	1
1.1.2 Osakkeen vaihdannan rajoittaminen	2
1.1.3 Määräysvallasta osakeyhtiössä	4
1.1.4 Osakeyhtiölaista	5
1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusmetodi	6
1.3 Tutkimuksen rakenne	7
1.4 Tutkimuksen lähteet	8
2 YHTIÖJÄRJESTYKSESTÄ	10
2.1 Yhtiöjärjestys osana sääntelyä	10
2.1.1 Yhtiöjärjestys ja osakeyhtiölaki	10
2.1.2 Yhtiöjärjestyksen vähimmäisisältö	11
2.2 Vapaaehtoiset yhtiöjärjestyksen määräykset	13
2.3 Yhtiöjärjestyksen tulkinnasta	14
2.4 Yhtiöjärjestyksen muuttamisesta	15
3 SUOSTUMUSLAUSEKEEN VAIKUTUS OSAKKEIDEN HANKINNASSA	16
3.1 Suostumuslausekkeesta	16
3.1.1 Suostumuslausekkeen sisältö	18
3.1.2 Suostumuslausekkeen pätevydestä	19
3.1.3 Suostumuslauseketta koskevien lainmuutosten vaikutus osakkeiden hankkimiseen	20
3.2 Suostumuksen antamisesta	21
3.3 Suostumuksen epäamisestä	23
3.4 Tilanne suostumuksen epäamisen jälkeen	26
3.5 Ajanjakso jolloin osakkeisiin perustuvien oikeuksien käyttö on rajoitettua	27
3.5.1 Etuoikeudesta osakeannissa	30
3.5.2 Yhtiön varojen jakamisesta	31
3.5.3 Voitonjakoon käytettävät varat	32
3.5.4 Laiton varojenjako ja sen seuraukset	33

4 OIKEUSTALOUSTIETEELLINEN NÄKÖKULMA OSAKKEEN HANKKIMISEN RAJOITTAMISEEN	34
4.1 Oikeustaloustieteestä	34
4.2 Taloustiede lain tulkinnassa.....	36
4.3 Varallisuus oikeusjärjestelmästä.....	37
4.4 Osakkeen hankkimisen rajoittamisesta oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta	38
4.4.1 Osakkeen jakamattomuudesta	40
4.4.2 Osakkeenomistajan äänioikeuden perusta	43
4.4.3 Osakkeen tuotto-odotuksen ja tuoton määrittäminen	44
4.5 Osakeyhtiön rahoituksesta	46
4.5.1 Yrityksen optimaalisesta pääomarakenteesta.....	46
4.5.2 Yrityksen rahoituksen lähteistä.....	50
5 YHTEENVETO.....	54
5.1 Osakkeiden luovutus- ja hankintarajoitukset	54
5.2 Päätelmiä ja loppusanoja	55

LÄHTEET

- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki 1. Helsinki 2007.
- Brealey, Richard – Myers, Stewart – Allen, Franklin: Corporate finance. Eight Edition. Mcgraw Hill 2006.
- Halme, Liisa: Pankkisääntely ja valvonta. Oikeuspoliittinen tutkimus säästöpankkien riskinotosta. Helsinki 1999. Saatavilla www-muodossa: <URL: <http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/tutkimukset/erillisjulkaisut/1999/e15.htm>>.
- HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- Heimonen, Matti – Määttä, Kalle: Johdatus oikeustaloustieteeseen. 1997. Saatavilla www-muodossa: <URL: <http://www.helsinki.fi/~mheimone/verkko.pdf>>.
- Helminen, Sakari: Osakeyhtiölaki pieniyhtiön näkökulmasta. Defensor Legis N:o 4/2007, s. 503–516.
- Helminen, Sakari: Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Helsinki 2006.
- Huttunen, Allan: Ratkaisu KKO 2005:122 niin sanotun myrkkypillerin osalta. Lakimies 3/2006, s. 455–480.
- Huttunen, Allan – Nuolimaa, Risto: Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksen sellaisen määräyksen merkityksestä, jonka mukaan koko lunastus- tai suostumuslauseke on merkittävä osakekirjaan II. Lakimies 2/2001.
- Kaarenajo, Ahti – Suontausta, Seppo: Maksukyvyttömyys ja osakeyhtiön varojenjako. Defensor Legis N:o 2/2007.
- Kaisanlahti, Timo: Osakkeenomistajan rajoitettu vastuu. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Helsinki 1996.
- Kaisanlahti, Timo: Osakkeen jakamattomuus ja osakkeen äänioikeuden perusta. Teoksessa: Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Helsinki 1998.
- Kinnunen, Juha – Laitinen, Erkki K. – Laitinen, Teija – Leppiniemi, Jarmo – Puttonen, Vesa: Mitä on yrityksen taloushallinto?. Keuruu 2004.
- Kalunki, Juha-Pekka – Martikainen, Minna – Niemelä, Jaakko: Ammattimainen sijoittaminen. Jyväskylä 2002.
- Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka: Oikeustaloustiede. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere 1996.
- KKO 2001:57. Korkeimman oikeuden ennakkopäätökset. Saatavilla www-muodossa: <URL: <http://www.finlex.fi/fi/oikeus/kko/kko/2001/20010057>>.

- Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. Vantaa 2006.
- Korkeimman oikeuden selostuksia ja tiedonantoja 1966–1967. Helsinki 1967.
- Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Helsinki 2008.
- Leppiniemi, Jarmo – Puttonen, Vesa: Yrityksen rahoitus. Porvoo 2002.
- Letto-Vanamo, Pia – Määttä, Kalle: Varallisuusosoikeuksien tehokkuus. Teoksessa: Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere 1996.
- Mähönen, Jukka: Taloustiede lain tulkinnassa. Lakimies 1/2004, s. 49-64.
- Mähönen, Jukka: Uusi osakeyhtiölaki ja varojen jakaminen. Oikeustieto 6/2006.
- Mähönen, Jukka – Villa Seppo: Osakeyhtiö 1 Yleiset opit. Porvoo 2006.
- Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo: Osakeyhtiölaki käytännössä. Juva 2006.
- Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiö toimijana. Porvoo 2002.
- Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen aakkoset. Helsinki 1999.
- Neuvonen, Riku: Tapaoikeus oikeuslähdeopissa. Lakimies 3/2006, s. 405–432.
- Nuolimaa, Risto: Lunastuslausekkeen niin sanotusta suppeasta tulkinnasta.[julkaistu Edilexissä 23.7.2007]. Saatavilla www-muodossa:
<URL:<http://www.edilex.fi/lakikirjasto/4679>>.
- Nuolimaa, Risto: Lunastuslauseke ja suostumuslauseke. Helsinki 1984.
- Pekkarinen, Jukka – Sutela, Pekka: Avain kansantaloustieteeseen. Juva 2004.
- Puranen, Pasi: Osakevaihdon erityiskysymyksiä. Tilintarkastus 4/2000, s. 29–35.
- Pönkä, Ville: Määräysvallasta osakeyhtiössä. Defensor Legis N:o 5/2008, s. 737–758.
- Pönkä, Ville: Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. Helsinki 2008.
- Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Castrén, Martti – Harju, Ilkka – Jauhiainen, Jyrki – Kisanlahti, Timo – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Mähönen, Jukka – Villa, Seppo – Willhelmsson, Thomas: Yritysoikeus. WSOY 2006. [viitattu 18.4.2009]. Saatavilla www-muodossa:
<URL:<http://www.wsoypro.fi/wsoypro.aspx?prevpos=yj111.10946&page=selain&ts=jo&pos=yj111.0&offset=0.0>>.
- Saarnilehto, Ari – Hemmo, Mika – Kartio, Leena: Varallisuusosoikeus. Juva 2001.
- Selostuksia ja tiedonantoja korkeimman oikeuden ratkaisuksista. Helsinki 1931.
Saatavilla myös www-muodossa:
<URL:<http://www.finlex.fi/fi/oikeus/kko/kko/1930/19300043s>>.
- Timonen, Pekka: KKO:n ratkaisut kommentein I. 2001.

Tolonen, Hannu: Oikeuslähdeoppi. Helsinki 2003.

Vahtera, Veikko: Osake ja ääni –periaate ja siitä poikkeaminen julkisesti noteeratussa osakeyhtiössä. 2007.

Vahtera, Veikko: Uusi osakeyhtiölaki ja osakeyhtiön perustaminen. Oikeustieto 4/2006, s. 18–20.

Villa, Seppo: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? Lakimies 4/2008, s. 563–581.

Villa, Seppo: Osakkeen erilaisia lunastustilanteita. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia III. Tampere 2003.

OIKEUSTAPAUKSET

Korkein oikeus (KKO)

KKO 2005:122

KKO 2001:57

KKO 2000:78

KKO 1966 II 41

KKO 1949 I 12

KKO 1945 II 284

KKO 1930 I 43

KUVIOT

Kuvio 1.	Osakkeisiin liittyvät oikeudet ja velvollisuudet ennen suostumuksen antamista	27
Kuvio 2.	Pääoman keskimääräinen kustannus ja velkaantuneisuus	47
Kuvio 3.	Yrityksen arvo vieraan pääoman funktiona	50
Kuvio 4.	Yrityksen eri rahoitusmuotojen tuotto- ja riskiodotukset	53

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
AsOYL	Asunto-osakeyhtiölaki (809/1991)
HE	Hallituksen esitys
HO	Hovioikeus
KKO	Korkein oikeus
KL	Kauppalaki (355/1987)
KO	Käräjäoikeus
KonkL	Konkurssilaki (120/2004)
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
TNL	Toiminimilaki (128/1079)
VKL	Velkakirjalaki (622/1947)
VPL	Laki osakeyhtiölain voimaannpanosta (625/2006)
VOYL	Osakeyhtiölaki (kumottu) (734/1978)
VVOYL	Osakeyhtiölaki (kumottu) (22/1895)

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuskohde ja aiheen rajaus

1.1.1 Osakkeen vaihdanta

Osakeyhtiöoikeudessa yhtenä peruslähtökohtana on osakkeenomistajan oikeus luovuttaa omistamansa osake. Varsinainen osakkeiden kauppaa koskeva problematiikka ei ole yhtiöoikeudellinen. Osakkeiden vaihdantaa koskevat säännökset löytyvät pääsääntöisesti kauppalaista (355/1987, KL). Ei ole kuitenkaan täysin selvää, sovelletaanko kauppalakia osakkeiden kauppaan täysimääräisesti vai ei. On mahdollista, että kaupan kohteen ominaisuuksiin sovelletaan KL 17 ja 18 §:n sijaista erityissääntelyä velkakirjalain (622/1947, VKL) 9 §:stä ilmeneviä periaatteita. Tosin kauppalain täysimääräisen soveltamisen ja VKL 9 §:n periaatteiden välinen ero ei ole suuri, jos kaupankohtena on osakkeenomistajan oikeusasema yhtiössä.¹

Osakekaupassa kaupan kohtena on osakkeen omistuksesta syntyvä oikeusasema (oikeudet ja velvollisuudet), eli osakkaan omistama osuus yhtiössä, ei itse yhtiö ja sen omaisuus. Osakkeen vapaa luovutettavuus mahdollistaa omistuksen realisoinnin rahaksi silloin, kun yhtiön pääoman palautus ei ole mahdollista tai kun yhtiön osakkaiden enemmistö ei ole halukas tekemään päätöstä yhtiön purkamisesta tai yhtiöön sitoutuneen pääoman palauttamisesta osakkeenomistajalle lunastamalla tämän omistusta yhtiöstä.²

¹ KL 17 § ja VKL 9 § johtavat samaan lopputulokseen: osakkeiden myyjä vastaa osakkeisiin liittyvien oikeuksien olemassaolosta, jollei muuta ole sovittu, mutta yhtiön ominaisuuksista vain siltä osin, kuin niistä on sovittu. KL 18.2 § johtaa käytännössä samaan tulokseen kuin VKL 9.2 §. Ks. tarkemmin Mäntysaari 2002, s. 325–328.

² Osakkeiden vaihdannan vapaus mahdollistaa myös esimerkiksi osakkeiden käyttämisen omistajansa henkilökohtaisten luottojen tai muiden vastuiden vakuutena. Vakuutuskelpoisuus edellyttää, että osake on realisoitavissa. Usein näissä tapauksissa edellytetään myös osakkeelta likvidisyyttä. Ks. Villa 2003, s. 129.

Osakkeeseen sitoutuneen pääoman palauttaminen yhtiön toiminnan aikana muutoin kun myymällä osake on suhteellisen tiukasti säänneltyä, johtuen muun muassa OYL:n velkojainsuojasäännöksistä ja pääoman pysyvyyttä sääntelevistä suojasäännöksistä.³

1.1.2 Osakkeen vaihdannan rajoittaminen

Osakkeiden vapaata vaihdantaa voidaan pitää eräänä osakeyhtiöoikeudellisena pääsääntönä. Asia on ilmaistu OYL 1:4 §:ssä, jossa mainitaan, että osake voidaan rajoituksitta luovuttaa ja hankkia, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. OYL 3:6 §:ssä määritellään ne yhtiöjärjestyksen määräykset, jolla osakkeen vapaaseen vaihdantaan on mahdollista puuttua. Mahdollisia vaihdannanrajoituslausekkeita ovat ainoastaan OYL 3:7 §:ssä mainittu lunastuslauseke ja OYL 3:8 §:ssä mainittu suostumuslauseke. Nämä vaihdannanrajoituslausekkeet merkitsevät lain sallimaa poikkeusta OYL 1:4 §:ssä ilmaistusta osakkeen vapaan luovutettavuuden periaatteesta.⁴ Vaihdannanrajoituslausekkeita koskevan niin sanotun tyyppipakkoperiaatteen säilyttämistä puoltavat ennen kaikkea selkeys ja pyrkimys tulkintavaikeuksien välttämiseen⁵.

Vaihdannanrajoituslausekkeiden tarkoituksena on pyrkiä estämään yhtiön osakkeiden omistajien piirin kontrolloimaton laajentuminen tai antaa osakkaille, yhtiölle tai muulle taholle mahdollisuus kontrolloida, kuka saa oikeuden omistaa yhtiön osakkeita. Vaihdannanrajoituslausekkeiden avulla yhtiön osakkaat voivat vaikuttaa siihen, kenen kanssa he tulevaisuudessa harjoittavat yhteistä yritystoimintaa.⁶

³ Yhtiön kannalta osakkeeseen sitoutuneen pääoman palauttaminen, muutoin kun myymällä osake, voi olla ongelmallista. Yhtiöllä saattaa olla vaikeuksia hankkia osakkaalla palauttamansa pääoman tilalle ehdoiltaan parempaa ja/tai riskittömämpää pääomaa. Yhtiö voi toimintansa aikana palauttaa pääomaa osakkaalle, joko rasittamalla yhtiön vapaata omaa pääomaa tai sidottua omaa pääomaa. Sidotun oman pääoman palauttaminen edellyttää velkojien suostumusta. Ks. tark. Villa 2003, s. 130–131.

⁴ OYL:ssa esitettyä osakkeen vapaa luovutettavuus ja hankkimis –periaatetta on pidettävä osakeyhtiölain mallisopimusluonteena, jota osakkeenomistajat voivat soveltaa sellaisenaan ilman sopimuskustannuksia. Jos osakkeenomistajat haluavat poiketa OYL 1:4 §:sta, sopimusvapauden hintana on itse kannettavat sopimuskustannukset. Ks. tark. Vahtera 2007, s. 8.

⁵ Ks. HE 109/2005 vp, s. 54.

⁶ Osakkeeseen kohdistuvat vaihdannanrajoituslausekkeet korostavat osakeyhtiön hahmottamista osakkaiden välisenä sopimuksena. Vaihdannanrajoitusten ottaminen osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen voidaan nähdä lähentävän osakeyhtiömuotoa henkilöyhtiömuotoon siten, että se korostaa yhtiön osakkaiden välisen luottamuksen merkitystä osakkuuden perusteena. Ks. Villa 2003, s. 131.

Siirtyvään osakkeeseen kohdistuvia vaihdannan rajoituksia voidaan käyttää ainoastaan yksityisissä osakeyhtiöissä⁷. Mikäli osakkeen vapaata vaihdantaa raskautetaan lunastus- tai suostumuslausekkeella, markkinapaikkojen säännöt⁸ estävät tällaisen osakkeen ottamisen julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Kun arvopaperin julkinen kaupankäynti perustuu nimenomaan vaihdannan vapauteen, on väistämätöntä, että näiden yhtiöiden yhtiöjärjestyksissä ei voi olla määräyksiä osakkeiden vapaaseen vaihdantaan puuttumisesta. Tämän johdosta siirtyvään osakkeeseen kohdistuvat vaihdannanrajoituslausekkeet kohdistuvat yksityisten, suppean piirin omistavien yhtiöiden yhtiöjärjestyksiin.⁹ Tutkielmassa tarkastelun ulkopuolelle jäävät myös asunto-osakeyhtiöt, joiden toimintaa säännellään asunto-osakeyhtiölailla (809/1991, AsOYL). Asunto-osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen ei ole mahdollista sisällyttää OYL 3:8 §:n tarkoittamaa suostumuslauseketta.¹⁰

Vaihdannanrajoituslausekkeiden yhteydessä on huomattava, että kysymys ei ole osakkeen luovuttamisen rajoittamisesta, vaan *yhtiöjärjestykseen otettavien määräyksien suomasta mahdollisuudesta rajoittaa osakkeen hankintaa*. Osakkeenomistaja voi sinänsä vapaasti ja pätevästi luovuttaa osakkeensa. Yhtiöjärjestyksen määräyksiin on mahdollista, että muut osakkaat, yhtiö tai yhtiöjärjestyksessä mainittu taho voi estää siirronsaajaa tulemasta osakkaaksi lunastamalla siirronsaajalta tämän saama osake tai suostumuksen epämisellä estää osakkeeseen kuuluvien hallinnoimisoikeuksien käytön.¹¹

Tässä tutkielmassa keskitytään ainoastaan vaihdannanrajoituslausekkeista toiseen, suostumuslausekkeeseen.

⁷ Arvopaperipörssi saa ottaa arvopaperin pörssilistalle vain sillä edellytyksellä, että se on vapaasti luovutettavissa (AML 3:10.1, AML 3:10 §:n perustelut). Ks. myös Mäntysaari 2002, s. 295.

⁸ Esimerkiksi OMX Nordic Exchange Helsinki Oy:n arvopaperipörssitoiminnan säännöissä mainitaan, että osakkeiden tulee olla vapaasti luovutettavissa (2.1.3.3).

⁹ Villa 2003, s. 131–132.

¹⁰ AsOYL 1:1 §:n mukaan asunto-osakeyhtiönä pidetään yhtiötä, 1) jonka tarkoituksena on omistaa ja hallita yhtä tai useampaa rakennusta, joissa olevien huoneistojen yhteenlasketusta lattiapinta-alasta yli puolet on määrätty yhtiöjärjestyksessä osakkeenomistajien hallinnassa oleviksi asuinhuoneistoiksi; ja 2) jonka jokainen osake yksin tai toisten osakkeiden kanssa tuottaa oikeuden hallita yhtiöjärjestyksessä määrättyä huoneistoa tai muuta osaa yhtiön rakennuksesta tai sen hallinnassa olevasta kiinteistöstä.

¹¹ Ks. tarkemmin Villa 2003, s. 133–134 ja Huttunen 2006, s. 459. Ks. myös Puranen 2004, s. 31.

1.1.3 Määräysvallasta osakeyhtiössä

OYL:n lähtökohtana on osake ja ääni -periaate: kaikki osakkeet tuottavat äänioikeuden ja kullakin osakkeella on yksi ääni. OYL 3:3 §:n mukaan osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Lähtökohtana olevasta periaatteesta huolimatta OYL antaa mahdollisuuden poiketa yhtiöjärjestyksellä osake ja ääni -periaatteesta, esimerkiksi sallimalla moniäänisosakkeet, erilajistamalla osakkeita, rajoittamalla osakkeeseen liittyvää äänioikeutta, asettamalla ylärajan yhden osakkeenomistajan yhtiökokouksissa käytettävissä oleville äänille sekä ns. myrkkypillereillä¹². Näiden instrumenttien avulla tietty osakkeenomistajien ryhmittymä voi varmistaa, että yhtiötä johdetaan heidän haluamallaan tavalla ja heidän haluamaansa suuntaan. Mainituille instrumenteille yhtenäinen piirre on, että niillä pyritään estämään määräysvallan keskittyminen yhtiössä sellaiselle taholle, jota pidetään uhkana. Näin pyritään estämään mahdolliset yritysvaltaustilanteet. Yritysvaltauksella tarkoitetaan tilannetta, jossa osakekaupalla tai useiden kauppojen sarjalla, ostaja pyrkii saavuttamaan määräysvalta-aseman kohdeyhtiössä. Yritysvaltaus kohdistuu usein ensiksi vähemmistöosuksiin, minkä jälkeen omistusta kohdeyhtiössä pyritään lisäämään eri keinoin kohti määräysvalta-asemaa. Osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksen määräyksin, samoin kuin sopimusperusteisilla järjestelyillä, pyrkiä torjumaan mahdollisia yritysvaltauksia. Varsin tavanomaisia yritysvaltauksen torjuntakeinoja ovat yhtiöjärjestykseen otettavat osakkeenomistajan äänioikeuden käyttöön vaikuttavat ehdot sekä lunastus- ja suostumuslausekkeet.¹³

¹² Osakkeiden *erilajistamisella* tarkoitetaan ensisijaisesti eri osakesarjojen tuottamien äänimääräerojen sääntelyä. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osake on kokonaan tai osittain äänivaltaton (OYL 3:3) Yhtiöjärjestykseen otettavilla yhtiökokouksen päätöksentekoa koskevilla *määräenemmistövaatimuksilla* voidaan päätöksentekoa koskevaa kannatusvaatimusta tiukentaa. *Äänileikkurilla* tarkoitetaan yhtiöjärjestykseen otettavaa lauseketta, joka rajoittaa kaikkien tai vain tietyn osakesarjan omistajien mahdollisuuksia käyttää osakkeisiinsa liittyvää äänioikeutta täysimääräisesti. Ns. *myrkkypillereillä* tarkoitetaan osakkeenomistajan lunastusvelvollisuuden syntymistä, suhteessa muihin osakkeenomistajiin, hänen omistuksen ylittäessä yhtiöjärjestyksessä määritellyt rajat. Huomionarvoista on myös, että sopimusperusteisesti voidaan osakeyhtiössä säännellä määräysvaltaa, osakassopimukset ja valtakirjojen kerääminen ovat sopimusperusteisista määräysvallansääntelymekanismeista tyypillisimmät. Ks. Pönkä 2008, s. 742–758.

¹³ Ks. Pönkä 2008, s. 737–738.

1.1.4 Osakeyhtiölaista

Uusi osakeyhtiölaki (624/2006) on muodoltaan selkeämpi, johdonmukaisempi ja rakenteeltaan loogisempi verrattuna aikaisempiin osakeyhtiölakeihin. OYL on jaettu hallintoa, rahoitusta, varojen jakamista, yritysjärjestelyjä ja vahingonkorvausseuraamuksia säänteleviin kokonaisuuksiin. Lain selkeä jakaminen helpotti huomattavasti säännöksiä hahmottamista ja niiden löytämistä laista. OYL:n viimeisimmässä kokonaisuudistuksessa yksi merkittävä uudistus oli lain joustavuuden lisääntyminen. Joustavuutta osakeyhtiöiden toimintaan toi tahdonvaltaisten sääntelyn lisääntyminen, joka loi yhtiölle uudenlaisia toimintamalleja. Osakeyhtiölain joustavuutta on pyritty lisäämään rajoitusten ja muotomääräysten vähentämisellä ja poistamisella, samalla kun säänneltyjä toimintamahdollisuuksia on lisätty. Taloudellinen tehokkuusargumentti myös puoltaa osakkeenomistajien itsesääntelyn lisäämistä. Parhaat edellytykset toiminnan tehokkaan järjestämisen kannalta ovat osakkeenomistajilla – ei lainsäätäjällä. Joustavuuden lisääntyminen näkyy muun muassa OYL 1:9 §:ssä, jonka mukaan osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta haluamallaan tavalla. Yhtiöjärjestykseen otettavat määräykset eivät luonnollisestikaan voi olla OYL:n tai muun lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastaisia.¹⁴

Osakeyhtiölaki on yleislaki, ja sitä sovelletaan kaikkiin Suomen lain mukaan rekisteröityihin osakeyhtiöihin, jollei osakeyhtiölaissa tai muussa laissa säädetä toisin. OYL 1:5 §:n mukaan osakeyhtiön oikeudellisena tarkoituksena on voiton tuottaminen osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Jos osakeyhtiöllä on kokonaan tai osittain muu tarkoitus kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille, yhtiöjärjestykseen on OYL 13:9 §:n mukaan otettava tätä koskeva määräys¹⁵. Osakeyhtiön voiton tuottamisen tavoittelemisen ei ole yhtiön

¹⁴ HE 109/2005 vp, s. 17, sivulla mainitaan: ”Yritysten toimintavapauden lisääminen ehdotetaan toteutettavaksi pääasiassa muuttamalla säännöksiä tahdonvaltaisiksi, sallimalla ja tarvittaessa sääntelemällä uusia menettelyjä sekä poistamalla eräitä muotomääräyksiä.” Ks. myös Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 20.

¹⁵ Yhtiöjärjestyksessä on tällöin määrättävä oman pääoman käyttämisestä voitonjaossa (*osinko*) ja varojen jakamisesta vapaan oman pääoman rahastosta (OYL 13:1.1).

toiminnan pitkäjänteisen kehittämisen vastaista, vaan se edistää myös velkojien etua, osakkeenomistajien saadessa tuottoensa viimeisenä¹⁶.

OYL:n systematiikka perustuu siihen, että säännösten pakottavuus ilmenee säännösten sanamuodosta, tai se on tulkittavissa säännöksen tarkoituksesta. Pakottavilla säännöksillä OYL:ssa säännellään lähinnä velkojien suojaa, osakkeenomistajien vähemmistön suojaa sekä erilaisia viranomaisiin suuntautuvia toimia.¹⁷ OYL:n pakottavista säännöksistä huolimatta osakeyhtiömuoto perustuu laajasti osakkeenomistajien sopimusvapauteen, tämä näkyy osakkeenomistajien yhtiöjärjestysperusteisen määräysvallansääntelyn mahdollisuuksien moninaisuutena.¹⁸

Osakeyhtiö on osakkeenomistajistaan erillinen oikeushenkilö¹⁹, joka syntyy rekisteröinnillä. Rekisteröinnillä on näin oikeutta luova vaikutus. Osakeyhtiölaki säätelee lähes identtisesti yksityisten osakeyhtiöiden ja julkisten osakeyhtiöiden toimintaa. Merkittävänä erona näiden yhtiömuotojen välillä kuitenkin on, että julkisesti noteerattuja osakeyhtiöitä koskevat sekä arvopaperimarkkinalainsäädäntö, että markkinapaikan säännöt. Kuten jo aikaisemmin todettu, julkinen osakeyhtiö ei voi säännellä osakkeensa luovutettavuutta yhtä tehokkaasti kuin yksityinen osakeyhtiö. Arvopaperimarkkinalaki (495/1989) ja markkinapaikan säännöt kieltävät noteerattujen osakkeiden vapaan luovutettavuuden rajoittamisen yhtiöjärjestyksen määräyksiin.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusmetodi

Työn varsinainen tutkimusongelma on suostumuslausekkeen vaikutus osakkeiden vaihdannassa. Tutkimuksen tavoitteena on kuvata ja selventää osakkeiden vaihdannassa siirtyvien osakkeisiin kuuluvien oikeuksien ja velvollisuuksien

¹⁶ Ks. HE 109/2005 vp, s. 18.

¹⁷ Ks. Mähönen – Villa 2006, s. 273. Raskaista hallinnollisista velvoitteistaan huolimatta osakeyhtiömuotoa pidetään erittäin käyttökelpoisena yhtiömuotona myös pienyritystoiminnassa. Ks. tark. Helminen 2007, s. 503–504.

¹⁸ Ks. Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 83.

¹⁹ Osakeyhtiöllä on oikeuksia ja velvollisuuksia, joista se itse määrää. Pääsääntöisesti osakkeenomistajat eivät itse vastaa yhtiön velvoitteista. Osakkeenomistajien vastuu on rajattu heidän sijoittamaan osakepääomaan. Ks. tarkemmin Mähönen – Villa, s.1 ss.

määräytymistä tilanteessa, jossa osakkeiden hankkiminen edellyttää yhtiön suostumusta. Suostumuslausekkeen sisältö ja sen pätevyys pyritään esittämään kattavasti ja helposti ymmärrettävällä tavalla. Samalla arvioidaan niitä vaikutuksia, joita voi syntyä puuttuttaessa osakkeen vapaaseen vaihdantaan. Tutkielmassa esitettävät oikeustapaukset auttavat hahmottamaan milloin yhtiö voi evätä suostumuksen tehokkaasti ja milloin taas suostumus tulee antaa sitä pyytävälle. Osakeyhtiöoikeudessa korostettu osakkeiden vapaan vaihdannan periaate ja tästä poikkeamisen mahdollisuus yhtiöjärjestyksen määräyksin tekevät tutkimusongelmasta varsin mielenkiintoisen.

Tutkielmaa voidaan pitää metodiltaan lainopillisena ja tutkielma edustaa oikeudenalaltaan yhtiöoikeutta. Suostumuslauseketta ja sen käytöstä johtuvia seuraamuksia lähestytään oikeustieteen ja oikeustaloustieteen näkökulmasta²⁰. Oikeustieteellisestä näkökulmasta huolimatta tutkimus ei pyri taloudellisen argumentaation nojalla valitsemaan oikeaa laintulkintakannanottoa eri vaihtoehtojen joukosta. Tutkielman oikeustaloustieteellinen näkökulma rajoittuu puhtaasti positiiviseen lähestymistapaan. Tutkielmassa tarkastellaan niitä kansantaloudellisia ja muita seurannaisvaikutuksia, joita yhtiöjärjestykseen otettava suostumuslauseke mahdollisesti synnyttää.

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

1.3 Tutkimuksen rakenne

Tutkielma rakentuu siten, että johdantokappaleen jälkeen luvussa 2 yhtiöjärjestyksestä luodaan yleinen käsitys. Tarkemmin luku 2 keskittyy tarkastelemaan OYL:n ja yhtiöjärjestyksen suhdetta toisiinsa ja niitä vähimmäisvaatimuksia, joita OYL velvoittaa sisällyttämään yhtiöjärjestykseen. Luvun tärkein anti tutkimuksen kannalta on selventää niitä periaatteita, joilla yhtiöjärjestyksen määräyksiä tulkitaan. Yhtiöjärjestyksen tarkastelu muodostaa

²⁰ Oikeustaloustieteen asema on vahvistunut suomalaisessa oikeustutkimuksessa siinä määrin, että on perusteltua sisällyttää tutkielmaan myös oikeustaloustieteellinen näkökulma osakkeen hankkimisen rajoittamisesta.

pohjaa tutkielman pääongelmien myöhemmälle käsittelylle. Kaksi tutkielman seuraavaa lukua eli 3 ja 4 muodostavat tutkielman varsinaisen tutkimusongelman. 3 luku pyrkii suostumuslausekkeeseen liittyvän normiaineuksen systematisointiin sekä voimassa olevan oikeuden sisällön yksiselitteiseen määrittämiseen. Luvussa tarkastellaan lähemmin sitä problematiikkaa, joka syntyy kun yhtiö epää osakkeen saajan suostumuksen yhtiön osakkeiden hankintaan. Erityisen tarkastelun kohteena on ajanjakso, jolloin osakkeisiin perustuvien oikeuksien käyttö on rajoitettua (ns. välitila). Tutkielman 4 luvussa korostuu oikeustaloustieteellinen näkökulma. Oikeustaloustieteen tarjoamien apuvälineiden avulla pyritään arvioimaan yhtiöjärjestykseen sisällytettävän suostumuslausekkeen synnyttämiä vaikutuksia yhtiön ja osakkeenomistajan kannalta. Luvussa tarkastellaan muun muassa osakkeen jakamattomuusperiaatetta. Jakamattomuusperiaatteen kautta pyritään havainnollistamaan osakkeenomistajan käyttäytymistä tilanteessa, jossa osakkeen tuottamat varallisuus- ja hallinnoimisoikeudet on erotettu toisistaan. 4 luvussa esiintyvällä oikeustaloustieteellisellä näkökulmalla ei ole tarkoituksena kritisoida vallitsevaa oikeustilaa, vaan pyrkii hahmottamaan niitä taloudellisia vaikutuksia jota OYL 3:8 §:n sisällyttäminen yhtiöjärjestykseen tuo tullessaan. Tutkimuksen 5 luku pyrkii tiivistämään esitetyn niin, että suostumuslausekkeen sisältö ja sen aiheuttamat mahdolliset vaikutukset tulevat esille ymmärrettävästi ja selkeästi.

1.4 Tutkimuksen lähteet

Lähteinä on käytetty pääosin suomalaista oikeuskirjallisuutta sekä aiheeseen liittyvien lakiesityksiä ja valmistelumateriaaleja. Tutkielman päälähteen muodostaa OYL. Tärkeinä yhtiöoikeudellisina lähteinä tutkielmassa esiintyy Helmisen kattava kuvaus osakeyhtiön yhtiöjärjestyksestä, Kyläkallioiden ja Irolan erittäin kattavat esitykset osakeyhtiöstä sekä Nuolimaan rajoituslausekkeitä koskevat esitykset. Merkittävänä oikeustaloustieteellisinä lähteinä tutkielmassa esiintyy Määtän ja Kaisanlahden esitykset, jotka käsittelevät osakkeen vaihdantaa ja vaihdannan rajoittamisesta aiheutuvia seurauksia. Tutkielman tärkeimmän liiketaloudellisen lähteen muodostaa Puttosen ja Leppiniemen kattavat kuvaukset yrityksen rahoituksesta. Lakisäännösten osalta lähdemateriaaleina on käytetty Finlex – valtion

säädöstietopankkia, jossa työssä käytetyt lait ja hallituksen esitykset löytyvät sähköisessä muodossa.

2 YHTIÖJÄRJESTYKSESTÄ

2.1 Yhtiöjärjestys osana sääntelyä

Jokaiselle osakeyhtiöllä tulee olla yhtiöjärjestys. Yhtiöjärjestys on sisällytettävä yhtiön perustamissopimukseen (OYL 2:2) tai otettava perustamissopimuksen liitteeksi. Yhtiöjärjestyksenä voidaan käyttää oikeusministeriön laatimaa *mallyhtiöjärjestystä* tai osakkeenomistajat voivat laatia itse yhtiöjärjestyksen²¹. Yhtiöjärjestystä voi luonnehtia osakkeenomistajien välisenä julkisena sopimuksena, jossa ilmoitetaan missä määrin osakeyhtiölaista poiketaan, ja missä suhteessa osakeyhtiölaissa säätlemättömiä määräyksiä sovelletaan yhtiössä. Yhtiöjärjestyksellä osakkeenomistajat voivat laajasti määrätä yhtiön asioista sopimusvapauden asettamissa rajoissa. Yhtiöjärjestys eroaa avoimen yhtiön yhtiömiesten yhtiösopimuksesta erityisesti kaupparekisteriin tehtävän rekisterimerkinnän oikeusvaikutusten osalta.²²

Yhtiöjärjestys sitoo yhtiötä samoin kuin osakkeenomistajia. Yhtiöjärjestyksellinen määräämisvalta ulottuu lisäksi hallitukseen ja hallintaneuvostoon, sekä näiden jäseniin ja toimitusjohtajaan. Osittain määräämisvallan piirissä on myös tilintarkastaja. Erittäin huomionarvoista on, että yhtiöjärjestys on sitova myös uutta osakkeenomistajaa kohtaan. Osakkeenomistaja ei voi vedota tietämättömyyteen koskien yhtiöjärjestyksen sisältöä.²³

2.1.1 Yhtiöjärjestys ja osakeyhtiölaki

OYL:n säännökset ovat normihierarkiassa yhtiöjärjestyksen määräyksiä korkeammalla. Tästä johtuen yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa OYL:n pakottavan säännöksen vastaista määräystä tai muun lain pakottavan säännöksen vastaista määräystä. Yhtiöjärjestyksen määräykset eivät myöskään saa olla hyvien tapojen vastaisia tai liittyä rikolliseen toimintaan. Pakottavilla säännöksillä tarkoitetaan

²¹ Ks. HE 109/2005 vp, s. 44.

²² Ks. Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008, s. 156–162.

²³ Ks. tark. Helminen 2006, s. 141–156.

säännöksiä, joista ei voi poiketa ilman tietyn osakkeenomistajan, tai tiettyjen osakkeenomistajien, tai kolmannen suostumusta. Pakottavana säännöksenä pidetään myös säännöstä, josta ei voi poiketa edes kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella. Pakottavilla säännöksillä suojataan usein eri tahoja, esimerkiksi osakkeenomistajaa tai ulkopuolista kolmatta.²⁴

Pakottavat säännökset voivat kuitenkin olla monen asteisia. Helminen jakaa OYL:n pakottavat säännökset vielä *1) täysin, 2) ehdollisesti ja 3) osittain pakottaviin säännöksiin*. *Täysin pakottavilla* säännöksillä tarkoitetaan säännöksiä, joista ei voida poiketa edes kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella. OYL:n täysin pakottavista säännöksistä ei voida luonnollisesti poiketa myöskään yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Näihin säännöksiin voidaan lukea muun muassa osakeyhtiölain perusnormit. Näillä niin sanottuja perusnormeilla viitataan muun muassa yhtiön oikeushenkilöllisyyttä koskeviin säännöksiin. *Ehdollisesti pakottavista* säännöksistä voidaan poiketa oikeudenhaltijan suostumuksella. Esimerkiksi OYL 1:7 §:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen²⁵ vastainen päätös on mahdollinen, jos se, jonka oikeutta päätös koskee, on antanut siihen suostumuksensa. *Osittain pakottavista* säännöksistä voidaan poiketa tietyin edellytyksin, tai tiettyyn suuntaan. Esimerkiksi osakeyhtiölaissa säädetyn määräenemmistövaatimusta voidaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä tiukentaa.²⁶

2.1.2 Yhtiöjärjestyksen vähimmäissisältö

Yhtiöjärjestyksen määräykset jakaantuvat pakollisiin ja tahdonvaltaisiin määräyksiin. Pakollisia määräyksiä ovat määräykset, jotka jokaisen osakeyhtiön on OYL:n mukaan sisällytettävä yhtiöjärjestykseen. Muut määräykset ovat vapaaehtoisia. Helminen on luokitellut nämä vapaaehtoiset määräykset vielä kolmeen alaryhmään. Hän puhuu ehdollisesti välttämättömistä, eli *yhtiöjärjestyspakkoisista, valinnaisista, ja täydentävistä* määräyksistä. *Yhtiöjärjestyspakkoisilla* määräyksillä tarkoitetaan määräyksiä, joiden voimaantulon

²⁴ Ks. tark. Helminen 2006, s. 59–62 ja sivulla mainitut lähteet.

²⁵ Ks. lisää Villa 2008, s. 563 ja 569.

²⁶ Esitetty suppea luokittelu auttaa hahmottamaan pakottavan sääntelyn rakennetta. Ks. tark. Helminen 2006, s. 59–62.

ehtona OYL:n mukaan on, että niistä määrätään yhtiöjärjestyksessä. Lunastus- ja suostumuslauseketta koskeva määräys on hyvä esimerkki yhtiöjärjestyspakkoisesta määräyksestä. *Valinnaisia* määräyksiä ovat määräykset, joista OYL:n nimenomaisen valtuutussäännön mukaan voidaan määrätä toisin yhtiöjärjestyksessä. Loput määräyksistä voidaan luokitella *täydentäviksi* määräyksiksi.²⁷

Uusi osakeyhtiölaki vähensi huomattavasti yhtiöjärjestykseltä vaadittavaa sisältöä. Vanhan osakeyhtiölain mukaan yhtiöjärjestyksessä mainittavista seikoista on uudessa laissa olettasäännökset, joten näistä ei ole enää välttämätöntä erikseen määrätä yhtiöjärjestyksessä. Luonnollisesti osakkeenomistajat voivat edelleen sisällyttää yhtiöjärjestykseen olettasäännöksistä poikkeavia määräyksiä tai muita määräyksiä.²⁸

Yhtiöjärjestyksen vähimmäisisällöstä määrätään OYL 2:3 §:ssä, jonka mukaan yhtiöjärjestyksessä on aina mainittava

1) yhtiön toiminimi

Saman pykälän 2 momentin mukaan: ”Jos yhtiö aikoo käyttää toiminimeään kaksi- tai useampikielisenä, toiminimen jokainen ilmaisu on mainittava yhtiöjärjestyksessä.”

2) yhtiön kotipaikkana oleva Suomen kunta sekä

3) yhtiön toimiala.

Toiminimellä tarkoitetaan nimeä, jota elinkeinonharjoittaja käyttää ilmaistakseen sillä oman elinkeinonsa ja erottaakseen sen muista elinkeinonharjoittajista. Toiminimilain (128/1079, TNL) 7 §:n 4 -kohdan mukaan yksityisen osakeyhtiön toiminimessä tulee olla sana "osakeyhtiö" tai sitä vastaava lyhennys "oy". Julkisen osakeyhtiön toiminimessä on oltava sanat "julkinen osakeyhtiö" tai niitä vastaava lyhennys "oyj".²⁹

Yhtiön kotipaikan tulee olla Suomessa sijaitseva kunta. Jos kotipaikkana olevan kunnan lisäksi on Suomessa toinen samanniminen kunta, yhtiöjärjestyksessä tulee ilmetä kummasta kunnasta on kysymys. Yhtiötä perustettaessa voidaan vapaasti

²⁷ Ks. tark. Helminen 2006, s. 7 ja sivulla mainitut viitteet.

²⁸ Ks. tark. Vahtera 2006, s. 18–20.

²⁹ Ks. toiminimestä tark. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 159.

päättää mikä Suomessa oleva kunta toimii yhtiön kotipaikkana. Yleensä käytännön syistä johtuen kotipaikaksi valitaan se paikkakunta, jossa yhtiön hallinto sijaitsee.³⁰

Toimialalla tarkoitetaan sitä alaa millä yhtiö toimii. Yhtiö voi toimia myös kahdella tai useammallakin eri toimialalla. Näiden kaikkien on tällöin ilmentävä yhtiöjärjestyksen toimialaa koskevasta määräyksestä. Toimiala voidaan myös ilmoittaa niin sanottuna yleistoimialana kattamaan kaikki laillinen liiketoiminta. Toimialaa määriteltäessä tulisi välttää toimialan määrittämistä epämääräisesti tai niin laveasti, ettei yhtiöjärjestyksestä käy tosiasiasa ilmi millä alalla yhtiö toimii. Laaja toimiala tai yleistoimiala voi vaikeuttaa yhtiön toiminimen rekisteröintiä. On huomattava, että yhtiön tosiasiallinen toimiala määräytyy aina viime kädessä yhtiön tosiasiallisen toiminnan perusteella, eikä sen mukaan miten yhtiöjärjestyksessä toimiala on määrätty.³¹

OYL:n antama mahdollisuus laatia yhtiöjärjestys suppeana vähentää yhtiön perustamiskustannuksia sikäli, kuin lain olettasäännöksistä poikkeamiseen tai muihin erityisiin yhtiöjärjestysmääräyksiin ei ole tarvetta. OYL:n olettasäännökset mahdollistavat sen, että osakkeenomistajien ei tarvitse rasittaa yhtiöjärjestystä erityisillä määräyksillä siltä osin, kun he pitävät OYL:n olettasääntöjä itselleen käyttökelpoisina. Yhtiöjärjestyksen pitäminen suppeana edellyttää osakkeenomistajilta OYL:n hyvää tuntemista, jotta he ymmärtävät OYL:n olettasäännöksiä olemassaolosta aiheutuvat seuraamukset.³²

2.2 Vapaaehtoiset yhtiöjärjestyksen määräykset

Yhtiöjärjestykseen voidaan sisällyttää myös lähes rajattomasti määräyksiä, joiden tavoitteena ei ole poiketa OYL:n säännöksistä. Näillä säännöksillä pyritään sääntelemään joitakin seikkoja tarkemmin kuin OYL:ssa on tehty tai sääntelemään sellaisista seikoista, joita ei ole lainkaan säännelty OYL:ssa. Tällaiset määräykset

³⁰ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 160.

³¹ Ks. HE 109/2005 vp, s. 44 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 160–163.

³² Suppea yhtiöjärjestys vähentää myös rekisteriviranomaisen työmäärää, mikä voi puolestaan vaikuttaa rekisterin perimiin maksuihin. Ks. tark. HE 109/2005 vp, s. 34 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 169.

ovat sallittuja, kunhan ne eivät ole sisällöltään OYL:n taikka muun pakottavan lain säännöksen tai hyvän tavan vastaisia.

OYL:n tarjoamat ns. olettamasäännöt³³ tulevat sovellettavaksi mikäli asiasta ei toisin määrätä yhtiöjärjestyksellä. Osakkeenomistajien ei näin tarvitse rasittaa yhtiöjärjestystään erityisillä määräyksillä siltä osin, kun he pitävät OYL:n olettamasääntöjä itselleen sopivina. On silti suositeltavaa, että varsinkin pienet ja keskisuuret yhtiöt sisällyttävät yhtiöjärjestykseensä sellaisia OYL:iin sisältyviä säännöksiä, joiden soveltaminen tulee toistuvasti ajankohtaiseksi yhtiön toimiessa, vaikka nämä säännökset tulisivat sovellettavaksi suoraan olettamasäännöksiä nojalla. OYL:n säännösten toistaminen yhtiöjärjestyksessä edesauttaa OYL:n sisällön hahmottamista. Yhtiön toiminnan kannalta OYL tulee näin tärkeimpien osien osalta selville osakkeenomistajille. Mainitunlaisia yhtiöjärjestykseen otettavia säännöksiä ovat ennen kaikkea varsinaisen yhtiökokouksen pitämisaikajankohta, varsinaisessa yhtiökokouksessa käsiteltävät asiat sekä yhtiökokouksen koollekutsumista koskevat seikat. Myös seikat jotka liittyvät yhtiön edustamiseen on syytä tuoda selville yhtiöjärjestyksessä, jotta osakkeenomistajien keskuudessa vallitsee tietoisuus ketkä ovat oikeutettuja edustamaan yhtiötä ja missä laajuudessa.³⁴

2.3 Yhtiöjärjestyksen tulkinnasta

Yhtiöjärjestyksen määräykselle tulee antaa sen sanamuodon mukainen merkityssisältö ja tulkinta, siten kuin määräys on objektiivisesti ajatellen ymmärrettävissä. Sanamuodon mukainen ja objektiivinen tulkinta merkitsee sitä, että yhtiöjärjestyksen laatijoiden tai yhtiöjärjestyksen muutoksesta päättäneiden tarkoituksille ja pyrkimyksille annetaan vähäinen merkitys. Yhtiöjärjestyksen määräyksiä tulkitaan yleiskielen mukaisesti. Sanoille pyritään antamaan yleiskielen mukainen merkitys. Yhtiöjärjestyksen määräyksiä tulkittaessa on silti huomioitava muitakin seikkoja kuin pelkästään sanamuoto, kuten yhtiössä noudatettu käytäntö. Yhtiössä noudatettu käytäntö osoittaa miten osakkeenomistajat ja yhtiö ovat

³³ OYL:n viisi olettamasäännöstä koskevat 1) yhtiökokouskutsutapaa (OYL 5:20.1), 2) hallituksen jäsenten lukumäärää (OYL 6:8.1), tilintarkastajien lukumäärää (OYL 7:2), 4) hallituksen jäsenien toimikautta (OYL 6:11), 5) tilintarkastajien toimikautta. Ks. tark. Helminen 2006, s. 249–257.

³⁴ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 169–170.

ymmärtäneet yhtiöjärjestyksen määräyksen sisällön. Noudatettu käytäntö saa painoarvoa tilanteissa, joissa yhtiöjärjestyksen määräyksen sanamuoto mahdollistaa objektiivisesti ajatellen monia tulkintavaihtoehtoja. Yhtiöjärjestyksen määräyksen tulkintaa helpottamiseksi yhtiöjärjestykseen voidaan sisällyttää yhtiöjärjestyksen määräyksen tarkoitusta koskevia määräyksiä. Tällaiset määräykset helpottavat epäselvien tulkintatilanteiden ratkaisua. Tarkoituksellisten lisäksi yhtiöjärjestyksen määräystä pitää aina tulkita myös muiden yhtiöjärjestyksen periaatteiden valossa.³⁵

2.4 Yhtiöjärjestyksen muuttamisesta

Yhtiöjärjestyksen muuttamisen on katsottu vaikuttavan niin olennaisesti osakkeenomistajien oikeuksiin, että yhtiöjärjestyksen muuttamisesta on annettu erityisiä säännöksiä.

OYL 5:30.1 §:n mukaan yhtiöjärjestyksen muuttamisesta päättää yhtiökokous. Päätös on tehtävä OYL 5:27.1 §:ssä tarkoitetulla määräenemmistöllä. Määräenemmistöpäätöksellä tarkoitetaan yhtiökokouksessa tehtyä ehdotusta, jota on kannattanut vähintään kaksi kolmasosaa (2/3) annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista, ellei yhtiöjärjestyksessä ole vaadittu tiukempaa enemmistöä tai useampaa kokousta. On huomioitava, että OYL 5:27 §:ssä esitetty määräenemmistövaatimusta ei voida lieventää yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Yhtiöjärjestyksen muuttamista koskeva päätös on viivytyksettä ilmoitettava rekisteröitäväksi kaupparekisteriin, eikä sitä saa panna täytäntöön ennen kuin se on rekisteröity. Muutoksen rekisteröiminen on välttämätön edellytys yhtiöjärjestyksen voimaantulolle.³⁶ Näin varmistetaan, että yhtiöjärjestys on yrityksen toimintaympäristön kaikkien toimijoiden saatavissa.

³⁵ Ks. tark. Helminen 2006, s. 158–164. Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 170–174 ja 210–211.

³⁶ Joissakin tilanteissa yhtiöjärjestyksen muutokseen vaaditaan kaikkien osakkeenomistajien suostumus (OYL 5:29). Mikäli muutos vaatii kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen, on ennen rekisteröintiä rekisteriviranomaiselle osoitettava, että kaikki osakkeenomistajat ovat antaneet suostumuksensa. Ks. myös Mähönen – Villa 2006, s. 162–169.

3 SUOSTUMUSLAUSEKEEN VAIKUTUS OSAKKEIDEN HANKINNASSA

3.1 Suostumuslausekkeesta

Varsinkin pienissä³⁷ osakeyhtiössä osakkeenomistajilla saattaa olla tarve rajoittaa omistuksensa siirtymistä muille osakkeenomistajille tai osakaskunnan ulkopuolelle. Yhtiöjärjestykseen otettavaan suostumuslausekkeen avulla voidaan varautua mitä erilaisimpiin tilanteisiin tulevaisuudessa. Suostumuslausekkeella pyritään yleensä estämään sellaisten tahojen tuleminen yhtiön osakkeenomistajiksi, joita pidetään yhtiön johdon ja osakkeenomistajien kannalta epäsuotavina henkilöinä, tai siihen, että tällaiset henkilöt eivät saisi ainakaan merkittävää määräysvaltaa yhtiössä. Suostumuslausekkeen sisällyttäminen yhtiöjärjestykseen on välttämätön edellytys, jotta osakkeen omistusoikeuden saaminen olisi estettävissä suostumuslausekkeella. Suostumuslauseke on ns. yhtiöjärjestyspakkoinen määräys. Sen voimaantulon ehtona on OYL:n mukaan, että siitä nimenomaisesti määrätään yhtiöjärjestyksessä.³⁸

Yhtiöjärjestykseen otettava suostumuslauseke on lunastuslausekkeen rinnalla ainoa mahdollisuus yhtiöjärjestyksen määräyksillä puuttua osakkeen vapaaseen vaihdantaan. Mikäli yhtiöjärjestykseen otetaan molemmat vaihdannanrajoituslausekkeet, on näiden keskinäinen suhde syytä määritellä³⁹. Jos yhtiöjärjestyksessä ei ole määräystä vaihdannanrajoituslausekkeiden keskinäisestä suhteesta, niitä tulee soveltaa rinnakkain. Tämä tarkoittaa, että jos yhtiö on antanut suostumuksen osakkeen hankkimiseen luovutustoimin, ei yhtiö voi käyttää sille lunastuslausekkeessa annettua lunastusoikeutta.⁴⁰

Lunastuslauseke on suostumuslausekkeen ohella tapa rajoittaa osakkeen luovutettavuutta ja hankkimista. Tutkielman keskityttyäessä vain

³⁷ Pienen osakeyhtiön määritelmä ei ole yksiselittein, tässä tutkielmassa pienellä osakeyhtiöllä tarkoitetaan yksityistä osakeyhtiötä, jonka osakkeenomistajat osallistuvat aktiivisesti yhtiön ohjaamiseen, mutta jossa hallitus- ja yhtiökokousoyöskentely on enemmän tai vähemmän muodollisuus. Ks. tarkemmin Helminen 2007, s. 503–504.

³⁸ Ks. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 453 ja Helminen 2006, s. 7.

³⁹ Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että jos suostumusta ei anneta, osakkeet voidaan lunastaa tai että osakkeet voidaan lunastaa siinäkin tapauksessa, että suostumus on annettu. Ks. tarkemmin Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 453–454.

⁴⁰ Ks. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 454.

suostumuslausekkeeseen, esitellään lunastuslauseke seuraavaksi vain erittäin kapealaisesti.

Yhtiöjärjestykseen otettavalla lunastuslausekkeella (OYL 3:7) on mahdollista määrätä, että osakkeenomistajalla, yhtiöllä tai muulla henkilöllä on oikeus lunastaa muulta osakkeenomistajalta kuin yhtiöltä toiselle siirtyvä osake. Mikäli lunastuslauseke otetaan yhtiöjärjestykseen on yhtiöjärjestyksessä määrättävä muun muassa siitä, kenellä on lunastusoikeus, siitä, mitkä saannot jäävät lunastusoikeuden ulkopuolelle, jos lunastusoikeus ei koske kaikkia saantoja, sekä siitä mikä lunastushinta on tai miten se määräytyy. On tärkeää myös määrittää miten lunastukseen oikeutettujen keskinäinen etuoikeus määräytyy. Toisin kuin suostumuslauseke, lunastuslauseke koskee kaikenlaisia saantoja, ellei jotakin saantoa tai saantotyyppiä ole rajattu lunastusoikeuden ulkopuolelle.⁴¹

On varsin yleistä, että vaihdannanrajoituslausekkeitä hienosäädetään ja täydennetään osakassopimuksissa⁴². Osakassopimus on osakkaiden keskinäinen sopimus, jossa tyypillisesti sovitaan muun muassa yhtiön hallinnoimisesta, osakkeenomistajien taloudellisista oikeuksista ja velvollisuuksista sekä osakkeiden vaihdannanrajoituksista⁴³. On huomattava, että osakassopimuksen ehdot sitovat vain sopijapuolina olevia osakkeenomistajia, toisin kuin yhtiöjärjestyksen määräykset, jotka sitovat kaikkia osakkaita.⁴⁴

Mikäli osakkeen luovutettavuuteen halutaan puuttua, on se käytännöllisintä huomioida yhtiötä perustettaessa, jolloin osakkeenomistajien keskuudessa vallitsee todennäköisesti suurin yksimielisyys yhtiön luonteesta ja sen suunnasta. Luovutusrajoitusten ottaminen yhtiöjärjestykseen yhtiön toiminnan aikana on erittäin haastavaa, ja se edellyttää OYL 5:29 §:n mukaan kaikkien osakkeenomistajien suostumusta.

⁴¹ Ks. Helminen 2007, s. 511. Ks. myös Mäntysaari 2002, s. 291–295.

⁴² Ks. lisää Pönkä 2008, Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta.

⁴³ Ks. tark. Pönkä 2008, s. 753.

⁴⁴ Ks. tark. Helminen 2007, s. 503–516.

3.1.1 Suostumuslausekkeen sisältö

Osakeyhtiölain (624/2006) 3 luvun 8 pykälä kuuluu:

Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaaditaan yhtiön suostumus. Määräys ei kuitenkaan koske osaketta, joka on hankittu pakkohuutokaupassa tai konkurssipesästä.

Suostumuksen antamisesta päättää hallitus, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiöjärjestykseen voidaan ottaa määräyksiä suostumuksen antamisen edellytyksistä. Jos samalla saannolla on hankittu useita osakkeita, kysymys suostumuksen antamisesta on ratkaistava niiden kaikkien osalta samalla tavoin, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.

Jos suostumusta koskevasta ratkaisusta ei ole kirjallisesti ilmoitettu hakijalle kahden kuukauden kuluessa hakemuksen saapumisesta yhtiölle tai yhtiöjärjestyksessä määrättyssä lyhyemmässä ajassa, suostumus katsotaan annetuksi.

OYL 1:4 §:n mukaan yksityisten ja julkisten osakeyhtiöiden osake voidaan rajoituksitta luovuttaa ja hankkia, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Säännöstä tarkennetaan OYL 3:6 §:ssä, jossa mainitaan, että yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta luovuttaa ja hankkia osake suostumus- ja lunastuslausekkeella. OYL 3:8.1 § antaa mahdollisuuden yhtiöjärjestyksellä määrätä, että osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaaditaan yhtiön suostumus. OYL 3:8.1 §:n mukaan yhtiöjärjestykseen otettava suostumuslauseke ei kuitenkaan koske osaketta, joka on hankittu *konkurssipesästä* tai *pakkohuutokaupasta*.⁴⁵

Asia oli määritelty vastaavasti myös VOYL 3:4 §:ssä. VOYL:n esitöiden mukaan näin menetellen osakkeenomistajat eivät voi estää osakkeiden käyttämistä velkojensa suorittamiseen. Säännöksellä on tarkoitettu suojata osakkeenomistajan pakkohuutokauppa- ja konkurssivelkoja velallisen mainitunlaiselta vahingoittavalta menettelyltä. Yhtiöjärjestyksessä ei tarvitse erikseen määrätä näistä kahdesta rajoituksesta (konkurssipesästä tai pakkohuutokaupasta hankittu osake). Ilman määräystä nämä kaksi luovutusta eivät edellytä suostumusta. Luonnollisestikaan perintö- ja testamenttisaannot eivät myöskään edellytä yhtiön suostumusta.⁴⁶

⁴⁵ Toisinkin kun suostumuslauseke, *lunastuslauseke* koskee kaikenlaisia saantoja, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin säädetä (OYL 3:7.2). Lunastuslauseke pysyy siis voimassa myös ulosottomyynissä.

⁴⁶ Ks. Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008, s. 456–457.

Konkurssi⁴⁷ on velallisen kaikkia velkoja koskeva maksukyvyttömyysmenettely, jossa velallisen omaisuus⁴⁸ käytetään konkurssisaatavien maksuun. Pakkokuutokaupalla⁴⁹ tarkoitetaan menettelyä, jossa omaisuus myydään ulosottokaareissa (705/2007) säädetyssä järjestyksessä velkojan tai velkojien saatavien suorittamiseksi.

OYL 3:8.1 §:ssä tarkoitetulla luovutustoimella tarkoitetaan muun muassa kauppaa, vaihtoa, lahjaa ja niihin rinnastettavia saantoja kuten apporttia⁵⁰. Suostumuslausekkeen soveltamisalaa ei voida yhtiöjärjestyksessä määrätä OYL:ssä esitettyä laajemmaksi. On mahdollista, että suostumuslauseke rajataan yhtiöjärjestyksessä koskemaan vain tiettyjä osapuolten välisiä saantoja. Mahdollisuus on esimerkiksi määrätä, että vaatimus yhtiön suostumuksesta ei koske saantoja, jossa luovutuksen saaja on yhtiössä ennestään osakkeenomistajana oleva henkilö. Mikäli yhtiöjärjestyksessä ei selvästi mainita suostumuslausekkeen rajoituksesta suostumuslauseke koskee OYL 3.8 §:n laajuudessa kaikkia luovutuksia.⁵¹ Tällaisessa tilanteessa osakkeen hankkiminen yksityisestä huutokaupasta tai panttihuutokaupasta on myös suostumuksenvaraista.⁵²

3.1.2 Suostumuslausekkeen pätevydestä

Suostumuslauseke on pätevä, vaikka yhtiön osakkeista ei ole annettu *osakekirjoja*. Osakekirja on todiste yhtiön osakkuudesta. Samalla se on myös todiste siitä, että kyseessä oleva yhtiö ja osake on merkitty kaupparekisteriin, osakkeen merkintähinta

⁴⁷ Konkurssin tarkoituksen toteuttamiseksi velallisen omaisuus siirtyy konkurssin alkaessa velkojien määräysvaltaan. Velallisen omaisuuden hoitamista ja myymistä sekä muuta konkurssipesän hallintoa varten on tuomioistuimen määräämä pesänhoitaja. KonkL 1:3 §:n perusteella konkurssiin voidaan asettaa luonnollinen henkilö sekä yhteisö, säätiö ja muu oikeushenkilö. Itse konkurssipesään kuuluvasta omaisuudesta säädetään KonkL 5 luvussa.

⁴⁸ Lähtökohtaisesti konkurssipesään kuuluu kaikki se varallisuus, joka velallisella on konkurssin alkaessa ja jonka velallinen saa ennen konkurssin päättymistä. Tähän pääsääntöön on poikkeuksia joista säädetään KonkL 5 luvussa. Ks. tarkemmin Linna 2007, s. 817–819.

⁴⁹ Pakkokuutokaupalla tarkoitetaan ulosottokaaren (705/2007) mukaista huutokauppaa ja vapaata myyntiä. Ks. Ulosottokaari 5 luku.

⁵⁰ Apportilla tarkoitetaan muuna kuin rahasijoituksena yritykseen laitettua omaisuutta. Apporttiomaisuutta voi olla vain omaisuus, jolla on yhtiölle taloudellista arvoa. Huomion arvoista on, että työsuoritusta koskeva sitoumus ei voi olla apporttiomaisuutta. Ks. myös HE 27/1977, s. 31, jossa on määritelty luovutustoimin tapahtuvat saannot.

⁵¹ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007, s. 139 ja KKO:2001:57.

⁵² Ks. tark. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio, s. 456–458.

yhtiölle on maksettu ja että kyseisen osakekirjan alkuperäiseksi omistajaksi osoittama henkilö on osakeluetteloon ja osakasluetteloon tällaiseksi merkitty (OYL 3:9.1). Vaikka osakeyhtiölle ei ole yleistä velvollisuutta antaa osakekirjoja, osakkaan pyynnöstä hänen osakkeitaan vastaavat osakekirjat ovat luovutettava hänellä. Suostumuslauseke on pätevä myös tilanteessa, jossa osakekirjat on annettu, mutta merkintää suostumuslausekkeesta ei löydy osakekirjasta.⁵³ Mikäli osakekirjasta puuttuu merkintä suostumuslausekkeesta, saattavat ne hallituksen jäsenet, joiden syytä merkinnän puuttuminen on, joutua vahingonkorvausvastuuseen suostumuksen hakijaa kohtaan siitä vahingosta, mikä aiheutuu suostumuksen epäämisestä.⁵⁴

Risto Nuolimaa ja Allan Huttunen ovat artikkelissaan ”Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksen sellaisen määräyksen merkityksestä, jonka mukaan koko lunastus- tai suostumuslauseke on merkittävä osakekirjaan II”, muotoilleet asian seuraavasti:

”Korkein oikeus siis lausui, että suostumuslauseke oli ”lain mukaan” sitova osakekirjoihin merkitsemättömänäkin. Täten korkein oikeus katsoi, että suostumuslauseke oli ennen kaikkea VOYL 32 §:n 2 momentin mukaankin sitova eli että tämä momentti ei koskenut suostumuslauseketta. Näinhän korkein oikeus oli katsonut ratkaisussa KKO 1945 II 284 jättämällä mainitsematta sanotun lainkohdan.

Yhdistettyinä saadaan ratkaisuista KKO 1945 II 284 ja KKO 1949 I 12 seuraavat oikeuslauseet. VOYL 32 §:n 2 momentti ei koske suostumuslauseketta silloinkaan, kun yhtiöjärjestyksessä on lauseke määrätty merkittäväksi osakekirjoihin. Jos lauseke on määrätty merkittäväksi osakekirjoihin, niin ellei merkintää ole tehty, lauseke ei ole sitova. Jos yhtiöjärjestyksessä ei ole lausekkeen osakirjoihin merkitsemistä koskevaa määrystä, lauseke on sitova, koska VOYL 32 §:n 2 momentti ei tule sovellettavaksi.”⁵⁵

3.1.3 Suostumuslauseketta koskevien lainmuutosten vaikutus osakkeiden hankkimiseen

Laissa osakeyhtiön voimaanpanosta (625/2006, VPL) 5 §:ssa säädetään, että jos osakkeen luovuttamista tai hankkimista rajoittava määräys on otettu yhtiöjärjestykseen ennen 1 päivää maaliskuuta 1979, määräykseen sovelletaan tuolloin voimassa ollutta osakeyhtiölakia (22/1895, VVOYL) sen 32 §:n 2

⁵³ Ks. myös Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 314–322.

⁵⁴ Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 453.

⁵⁵ Lainauksen ensimmäisessä virkkeessä on viitattu KKO 1949 I 12 ennakkopäätökseen, jonka ratkaisussa sanotaan: ”...koska Bostadsaktiebolaget Nylandsgatan 23:n yhtiöjärjestyksen määräys, jonka mukaan yhtiön osakkeiden siirto oli hallituksen hyväksyttävä, oli, kuten alemmat oikeudetkin olivat lausuneet, lain mukaan sitova, vaikkei sitä ollutkaan merkitty osakekirjoihin.” Lainauksessa mainittu ”VOYL” viittaa vuoden 1895 osakeyhtiölakiin. Ks. tark. Huttunen – Nuolimaa 2001, s. 224.

momenttia lukuun ottamatta. Tällainen määräys on ns. vanha suostumuslauseke. Sen sijaan 1.3.1979–31.8.2006 välisinä aikana yhtiöjärjestyksiin sisällytettyihin silloin päteviin suostumuslausekkeisiin sovelletaan OYL:a. Myös suostumuslausekkeeseen, joka on otettu ennen 1.3.1979 yhtiöjärjestykseen, mutta sitä on muutettu 1.3.1979–31.12.1979 välisenä ajankohtana, sovelletaan OYL:a.⁵⁶

VOYL:n voimaantuloon 1.1.1980 saakka osakeyhtiön ottivat suostumuslausekkeen yhtiöjärjestykseensä VVOYL:n säännöksiä noudattaen. VOYL:n voimaan tuloon saakka suostumuslausekkeeseen sovellettiin muutoinkin VVOYL:n säännöksiä ja niihin nojautuvia tulkintaperiaatteita. VOYL:n voimaantulo ei käytännössä muuttanut tilannetta enennen 1.8.1980 kaupparekisteriin merkittyjen osakeyhtiöiden osalta, sillä yhtiöjärjestykseen ennen VOYL:n voimaantuloa otettuun osakkeen luovuttamista ja hankkimista rajoittavaan määräykseen oli sovellettava VVOYL:a (poikkeuksena ajanjakso 1.3–31.12.1979). OYL:n voimaantulon jälkeen tilanne jatkuu vastaavanlaisena vanhojen suostumuslausekkeiden osalta. Yhtiötä ei voida velvoittaa muuttamaan suostumuslausekkeensa OYL:n mukaiseksi.⁵⁷

3.2 Suostumuksen antamisesta

Suostumusta voivat hakea osakkeiden luovuttaja tai osakkeiden saaja. Osakkeiden luovuttaja tyypillisesti hakee suostumuksen etukäteen ennen osakkeiden luovutusta, edesauttaakseen luovutuksen toteutumista. Ennakkoon hakeminen on erittäin suotavaa, mikäli kyseessä on määrältään suurehko osakkeiden luovutus. OYL:ssa ei erikseen määrätä hakemuksen muodosta tai siihen liitettävistä selvityksistä. Jos yhtiöjärjestyksessä on asiaa koskevia määräyksiä, hakijan on noudatettava niitä.

OYL 3:8.3 §:n mukaan yhtiön on kahden kuukauden kuluessa hakemuksen saapumisesta ilmoitettava kirjallisesti suostumusta koskevasta ratkaisusta suostumuksen hakijalle sillä uhalla, että suostumus katsotaan annetuksi. Yhtiöjärjestyksessä ilmoitusaika voidaan määrätä myös lyhyemmäksi. Jos yhtiöjärjestyksessä ei ole muuta määrätty, ilmoitusaika lasketaan päivän tarkkuudella. Ilmoitusaika alkaa kulua seuraavana päivänä hakemuksen

⁵⁶ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 454.

⁵⁷ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 454–455.

saapumisesta.⁵⁸ Hakemus katsotaan saapuneeksi yhtiölle silloin, kun se on toimitettu hallituksen jäsenelle, toimitusjohtajalle tai sellaiselle taholle, jolla on oikeus OYL:n nojalla edustaa⁵⁹ yhtiötä. Yhtiön ei tarvitse tehdä hakijalle kirjallista ilmoitusta, jos asianosaisen saannon johdosta yhtiön suostumusta ei tarvita. OYL:ssa ei ole kirjallista ilmoitusta lähemmin säännelty. Se voi olla esimerkiksi tavallinen tai kirjattu kirje, faksi tai muutoin todistettavasti kirjallinen. Huomionarvoista on, että ilmoituksen määräaikaisella antamisella on merkitystä ainoastaan silloin, kun suostumusta ei anneta. Sillä yhtiön laiminlyödessä ilmoittaa suostumuksesta, katsotaan suostumus OYL 3:8 §:n mukaan annetuksi kahden kuukauden määräajan umpeuduttua.⁶⁰

Lähtökohtaisesti suostumuksen antamisesta päättää hallitus⁶¹. Yhtiöjärjestyksessä on mahdollista määrätä suostumuksen antaminen myös yhtiökokoukselle, toimitusjohtajalle tai hallintoneuvostolle. Suostumuslauseketta sisällytettäessä yhtiöjärjestykseen voidaan mukaan ottaa määräyksiä suostumuksen antamisen edellytyksistä. Suostumuksen antamisen edellytyksenä voi olla esimerkiksi osakkaiden laatiman osakassopimuksen hyväksyminen. Edellytyksien puuttuessa suostumuksen antamisesta päättävällä elimellä on laaja harkintavalta suostumuksen antamisessa. Päätöstä suostumuksen antamatta jättämisestä ei tarvitse laajasti perustella, riittää kun syy ei ole epäasiallinen^{62 63}.

⁵⁸ Analogisesti voidaan soveltaa lakia säädettyjen määräaikojen laskemisesta (1930/150) 2, 3 ja 4 §:n säännöksiä ilmoitusaikaan, jollei yhtiöjärjestyksessä muuta määrätä. Ks. tark. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 460.

⁵⁹ OYL 6:26 §:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että hallituksen jäsenellä tai toimitusjohtajalla on oikeus edustaa yhtiötä. Yhtiön hallitus voi antaa edustus-oikeuden myös yksittäiselle hallituksen jäsenelle, toimitusjohtajalle tai muulle nimetylle henkilölle.

⁶⁰ Ks. tark. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio, s. 459–461.

⁶¹ OYL 6:2 §:ssä on määritelty osakeyhtiön hallituksen yleiset tehtävät, niihin kuuluvat mm. huolehtiminen yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Osakeyhtiön hallitukselle kuuluvat ne tehtävät, joiden hoitaminen ei ole osakeyhtiölailla, tai yhtiöjärjestyksellä säädetty muiden elinten suoritettavaksi. Hallituksella on pääsääntöisesti oikeus osallistua yhtiön liiketoiminnasta päättämiseen silloinkin kuin yhtiöllä on toimitusjohtaja. Vaikka päätökset yhtiön juoksevista asioista kuuluvat pääsääntöisesti yrityksen toimitusjohtajalle, hallitukselle kuuluu päättäminen yhtiön toiminnan kannalta laajakantoisista operatiivisista asioista. Päätöksenteko hallituksessa nojautuu enemmistön mielipiteeseen. Mikäli yhtiöjärjestyksessä ei erikseen mainita hallituksen kaikkien jäsenten myötävaikutusvelvollisuudesta, hallituksen päätökseksi tulee enemmistön mielipide (OYL 6:3 §). Ks. tark. Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 148–158.

⁶² Ks. KKO 2001:57.

⁶³ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 s. 140–141.

Kaikkien samalla saannolla hankittujen osakkeiden osalta suostumusratkaisun on oltava sama, jollei yhtiöjärjestyksessä muuta määrätä. Huomionarvoista on, että yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että suostumus voidaan antaa osalle tai kaikille samalla saannolla hankituille osakkeille. Tällöin suostumuksen antavalle elimelle jää tässä asiassa vapaa harkintavalta, tosin asiallisen syyn asettamissa rajoissa. Mitä suostumuksen antamiseen tai epäämiseen tulee, voidaan yhtiöjärjestykseen ottaa muitakin määräyksiä, kuin pelkästään saannon laatuun tai osakkeiden saajan henkilöön liittyviä seikkoja. Esimerkiksi on mahdollista määrätä, että suostumus tarvitaan, jos osakkeen saajan osuus yhtiön osakkeista saannon jälkeen nousee yli tietyn prosenttiosuuden yhtiön osakepääomasta. Toisaalta yhtiöjärjestyksen määräys suostumuslausekkeen osalta voi olla vähimmillään pelkästään ohjeellinen.⁶⁴

3.3 Suostumuksen epäämisestä

Oikeuskäytännössämme tuorein suostumuksen epäämistapaus on alla esitetty korkeimman oikeuden (myöhemmin KKO) ennakkoratkaisu vuodelta 2001. Ratkaisussa suostumuslausekkeen tulkinnassa kiinnitettiin huomiota lausekkeen sanamuotoon ja sen tulkintaan osana yhtiöjärjестystä. Ratkaisussa suostumuslausekkeen sisällön katsottiin myös koskevan tilannetta, jossa osakkeen luovutuksen saaja oli jo ennestään yhtiön osakkeenomistaja.⁶⁵

KKO 2001:57

Imatran Seudun Sähkö Oy:n yhtiöjärjestyksessä oli osakeyhtiölain 3 luvun 4 §:ssä tarkoitettu määräys, jonka mukaan osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaadittiin yhtiön hallituksen suostumus. Yhtiöjärjestyksen säännös koski nimenomaisesti Imatran Sähkö Oy:n S-sarjan osaketta. Suostumusta ei vaadita, jos osake on siirtynyt perinnön, testamentin tai avio-oikeuden nojalla taikka jos osake on hankittu pakkohuutokaupasta tai konkurssipesään kuuluvasta konkurssivarallisuudesta. Sulkavan Lämpö Oy, joka oli ennestään Imatran Sähkö Oy:n osakkeen omistaja, oli ostanut eräältä henkilöltä 50 Imatran Seudun Sähkö Oy:n S-sarjan osaketta. Imatran Seudun Sähkö Oy ilmoitti Sulkavan Lämpö Oy:lle, että yhtiön hallitus oli evännyt suostumuksen hankkia kyseisiä S-sarjan osakkeita. Yhtiön hallitus piti Sulkavan Lämpö Oy:tä kilpailijana ja näin halusi rajata heidän omistusoikeuttaan yhtiössä.

Tapauksessa oli kysymys miten Imatran Seudun Sähkö Oy:n yhtiöjärjestyksen (16 §) suostumuslauseketta on tulkittava. Imatran Seudun Sähkö Oy:n mukaan suostumuslauseke koski myös osakkaita, koska heitä ei oltu yhtiöjärjestyksessä rajattu sen ulkopuolelle. Sulkavan Sähkö Oy:n näkemys oli päinvastainen, suostumuslauseketta ei heidän käsityksensä mukaan sovelleta henkilöihin, jotka jo ennestään omistivat Imatran Seudun Sähkö Oy:n osakkeita.

⁶⁴ Ks. tark. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 458.

⁶⁵ Ks. esim. Timonen 2001, KKO:n ratkaisut kommentein I 2001, s. 378.

Imatran käräjäoikeus (myöhemmin KO) 25.6.1998, päätyi tulkitsemaan osakeyhtiölain 3 luvun 4 §:ää siten, että suostumuslauseke ei koskenut henkilöä, joka jo ennestään omisti yhtiön osakkeita. KO perusteli kantaansa OYL 3 luvun 1 §:n mukaan, jossa mainitaan kaikkien osakkeiden tuottavan lähtökohtaisesti yhtäläiset oikeudet ellei toisin määrätä. KO kannan mukaan yhtiöjärjestyksestä on tulkittava suppeasti, kun kysymys on osakkeiden tai osakkaiden asettamista keskenään eriarvoiseen asemaan. KO:n kannan mukaan suostumus- tai lunastuslausekkeita on tulkittava suppeasti ja lausekkeet ovat selvästi tarkoitettu poikkeuksiksi. KO:n perusteluissa myös viitattiin KKO:n tapaukseen 1966 II 41, joka koski lunastuslausekkeen tulkintaa. Kyseisessä ennakkoratkaisussa lunastusoikeutta ei muodostanut kun osakkeita myytiin saman yhtiön toiselle osakkaalle.

KO katsoi, että Imatran Seudun Sähkö Oy:n hallitus oli menetellyt virheellisesti, kun se ei ollut merkinnyt Sulkavan Lämpö Oy:tä kanteessa yksilöityjen osakkeiden omistajaksi yhtiön osake- ja osakasluetteloon. KO velvoitti Imatran Seudun Sähkö Oy:n hallituksen antamaan suostumuksen Sulkavan Lämpö Oy:lle 50 kanteessa lähemmin yksilöidyn Imatran Sähkö Oy:n S-sarjan osakkeen hankkimiseen ja merkitsemään Sulkavan Lämpö Oy:n näiden osakkeiden omistajaksi yhtiön osake- ja osakasluetteloon.

Kouvolan HO (1.12.1999): ei muutosta.

KKO (6.6.2001) katsoi yhtiöjärjestyksensä lähtökohtana olevan suostumuslausekkeessa ilmenevä sanamuoto ja tulkitsi, että suostumuslauseke kattaa myös osakkeen luovutuksen, jo ennestään yhtiön osakkeenomistajalle. KKO:n kannan mukaan S-sarjan osakkeen hankkimiseen luovutustoimin vaaditaan yhtiön hallituksen yksimielisellä päätöksellä annettu suostumus. KKO pitää sanamuodosta poikkeamista hyväksyttävänä vain kun suostumuslausekkeen tulkinta ei vastaa sitä tarkoitusta, joka lausekkeella osana yhtiöjärjestyksestä tai se johtaa yhtiön, osakkeenomistajan tai luovutuksensaajan kannalta yllättävään tai kohtuuttomaan lopputulokseen. KKO:n kannan mukaan suostumuslauseke, kuten myös lunastuslauseke, nähdään ensisijaisesti keinoksi estää sellaisia ulkopuolisia henkilöitä pääsemästä yhtiön osakkeenomistajaksi, jotka eivät nauti muiden osakkeenomistajien luottamusta.

KKO katsoi, että suostumus- ja lunastuslausekkeet merkitsevät lain sallimaa poikkeusta osakeyhtiölain 3 luvun 2 §:n osakkeen vapaasta luovutettavuudesta. Suostumuslausekkeen soveltaminen ulottuu KKO:n kannan mukaan myös yhtiön osakkaita ennestään omistaviin. KKO katsoi, että osakkeenomistajien erilainen kohtelu on perustunut yhtiöjärjestyksen määräykseen, jonka nojalla yhtiön hallituksella on laaja harkintavalta päätettäessä suostumuksesta. KKO katsoi myös, että suostumuksen epämiselle on esitetty asialliset perustelut: Imatran Seudun Sähkö Oy on pitänyt Sulkavan Lämpö Oy:tä kilpailijanaan ja näin halunnut rajoittaa sen omistajuutta yhtiössään.

KKO katsoi, että Imatran Seudun Sähkö Oy:n hallitus ei näin ollen ole velvollinen antamaan suostumusta kanteessa tarkoitettuun luovutukseen eikä velvollinen merkitsemään Sulkavan Lämpö Oy:n saantoa yhtiön osake- ja osakaslueteloihin. Hovioikeuden ja käräjäoikeuden tuomiot kumottiin ja kanne hylättiin.

KKO ratkaisusta ilmenee uusi tulkintaohje suostumuslausekkeen laajuudesta. Ratkaisusta ilmenee, että myös osakkeita jo omistavan täytyy saada yhtiöltä suostumus lisäsaannolleen. KKO poikkesi ratkaisussa (2001:57) aikaisemmastaan kannastaan, jonka mukaan vaihdannanrajoituslausekkeet eivät koskeneet osakkeen siirtymistä henkilölle, joka jo omistaa yhtiön osakkeita, ellei yhtiöjärjestyksessä

nimenomaan toisin määrätä. Aikaisemmin vallinnut kanta näkyy selvästi tarkasteltaessa ratkaisua KKO 1966 II 41, jonka otsikko kuuluu:

”Kun osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä, jossa yhtiön osakkaille oli suotu oikeus muun saannon kuin perinnön, avio-oikeuden tai testamentin nojalla toiselle siirtyneiden osakkeiden lunastamiseen, ei ollut nimenomaista määräystä siitä, että lunastusoikeus osakkeisiin oli olemassa siinäkin tapauksessa, että ne myytiin saman yhtiön toiselle osakkaalle, tällainen luovutus ei perustanut lunastusoikeutta”

Samansuuntainen tulkintaohje vaihdannanrajoituslausekkeiden laajuudesta näkyy myös KKO:n lunastuslauseketta koskevassa ratkaisuisa KKO 1930 I 43, jossa KKO lausui:⁶⁶

”Kun yhtiöjärjestyksessä ei ollut nimenomaista määräystä siitä, että lunastusoikeus osakkeisiin oli olemassa siinäkin tapauksessa, että ne myytiin saman yhtiön toiselle osakkaalle, tällainen luovutus ei perustanut lunastusoikeutta.”

KKO katsoi ko. tapauksissa, että ellei yhtiöjärjestyksessä nimenomaisesti toisin määrätä, lunastuslauseke ei koske osakkeen siirtymistä henkilölle, joka jo omistaa yhtiön osakkeita. Tällöin vaihdannanrajoituslausekkeiden tulkintaa voitiin pitää ns. *suppeana*. Osakkeiden saaja, joka omisti yhdenkin osakkeen, pystyi lisäämään omistustaan yhtiössä ilman, että vaihdannanrajoituslausekkeilla olisi näihin saantoihin pystytty puuttumaan.⁶⁷

Vaihdannanrajoituslausekkeiden (lunastus- ja suostumuslauseke) yleisin tarkoitus on estää ulkopuolisen pääsy yhtiön osakkeenomistajaksi. Lausekkeita tulee lähtökohtaisesti tulkita samojen periaatteiden mukaisesti. Tämän vuoksi suostumuslausekkeen oikeaa tulkintaa etsittäessä on hyvä huomioida myös lunastuslauseketta koskevat säännökset ja KKO:n ratkaisukäytäntö sen osalta.⁶⁸

⁶⁶ Ks. tark. Korkeimman oikeuden selostuksia ja tiedonantoja 1966–1967, s. 94–96 ja Selostuksia ja tiedonantoja korkeimman oikeuden ratkaisuisa 1931, s. 58–62.

⁶⁷ Ks. tark. Nuolimaa 2005, s. 328–330.

⁶⁸ Ks. Nuolimaa 2005, s. 328. Ks. myös Nuolimaa 1984, s. 294–339. Ks. KKO 1930 I 43 ja KKO 1966 II 41.

3.4 Tilanne suostumuksen epäämisen jälkeen

Kun yhtiön epää suostumuksen, voi osakkeen saaja luovuttaa osakkeet edelleen. Luonnollisesti uusi osakkeiden saaja joutuu pyytämään suostumusta yhtiöltä oman saantonsa johdosta, jos uusi saanto edellyttää yhtiön suostumusta. OYL:ssa ei ole säännöstä, jonka johdosta osakkeiden saaja joutuisi luopumaan saannostaan, mikäli hän ei saa yhtiöltä siihen suostumusta. Osakkeiden saaja voi jäädä osakkeenomistajaksi ja tyytyä pelkästään nostamaan varoja yhtiöstä ja käyttämään aikaisemmin mainittua etuoikeutta. Mahdollista on myös, että luovutuksensaaja odottaa vain sopivaa ajankohtaa esittää suostumusta koskeva pyyntö. Yhtiöjärjestyksen määräyksiin ei voida estää luovutuksensaajaa pysymästä vain ns. puolinaisena osakkeenomistajana. Toisin sanoen osakas ei ole velvollinen käyttämään osakeyhtiön osakkeen tuottamia oikeuksia (varallisuus- ja hallinnoimisoikeuksia). Oikeuksien käyttämättä jättäminen ei yksinään voi aiheuttaa itse osakkuuden menetystä.⁶⁹

Pääsääntöisesti yhtiön evätessä suostumuksen osakkeen hankkimiselle osakkeiden luovuttajalle ei palaudu osakkeisiin liittyviä oikeuksia yhtiöön kohtaan. Osakkeiden luovuttaja voi huomioida tämän ottamalla luovutussopimukseen merkinnän, jonka mukaan luovutus raukeaa, jos yhtiö ei anna suostumusta ja luovuttaja on luovutussopimuksen mukaan säilyttänyt omistusoikeutensa osakkeisiin luovutussopimuksen raukeamiseen saakka.⁷⁰ Yhtiön evätessä suostumuksen osakkeen hankkimiselle osaketta koskevan luovutussopimuksen voimassa pysyminen riippuu ensisijaisesti siitä, mitä asianomaiset ovat sopineet. Jos sopimusta ei ole, luovutus jää pääsääntöisesti voimaan, jos luovutuksen saaja on ollut tai hänen olisi pitänyt olla tietoinen yhtiön suostumuksen tarpeellisuudesta. Muussa tapauksessa osakkeiden saaja saa yleensä purkaa sopimuksen. Yhtiön suostumuksen tarpeellisuuden *tulee* ilmetä, mutta ei aina ilmene, osakekirjasta, jolloin luovutuksen saaja tulee viimeistään luovutussopimuksen solmimisen yhteydessä tietoiseksi suostumuslausekkeen olemassaolosta.⁷¹

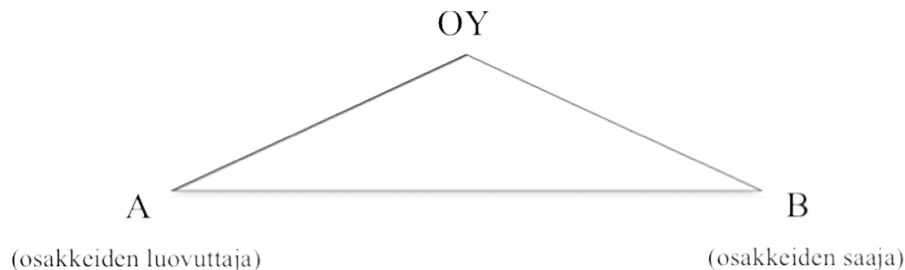
⁶⁹ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 218. Ks. myös KKO 2000:78.

⁷⁰ Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 465.

⁷¹ Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 466.

3.5 Ajanjakso jolloin osakkeisiin perustuvien oikeuksien käyttö on rajoitettua

Alle esitettyssä kuvassa (ks. kuvio 1.) on pyritty havainnollistamaan ajankohtaa, jolloin osakkeisiin perustuvien oikeuksien käyttö on rajoitettua (ns. välitila).



Kuvio 1. Osakkeisiin liittyvät oikeudet ja velvollisuudet ennen suostumuksen antamista

Osakkeiden luovuttajan (A) osakkuuteen perustuvat oikeudet yhtiöön nähden lakkaavat, kun hänen omistusoikeutensa osakkeisiin siirtyy osakkeiden saajalle⁷² (B). Yhtiöön kohdistuvien oikeuksien osalta sillä seikalla, vaatiiko uudelle omistajalle siirtyneet osakkeet yhtiön suostumuksen vai ei, ei ole merkitystä osakkeiden luovuttajan (A) yhtiössä olevien oikeuksien lakkaamiseen. Osakkeisiin perustuvien oikeuksien käyttö on rajoitettua ajanjaksona, joka alkaa silloin kun osakkeen omistusoikeus siirtyy osakkeiden saajalle (B) ja joka päättyy silloin kun tätä saantoa koskeva suostumusaika on päättynyt⁷³.

Yhtiö ja osakkeiden saaja (B) voivat olla erimielisiä seikasta, joka liittyy osakkeiden suostumuksen pätevyyteen tai siitä, edellyttääkö osakkeiden siirtymiseen liittyvä saanto yhtiön suostumusta. Näissä tapauksissa OYL 3:8.3 §:ää on tulkittu, että suostumusta koskeva ratkaisu on vasta sitten ratkennut, kun asianosaiset ovat sopineet asiasta tai se on ulkopuolisen toimesta ratkaistu.⁷⁴ Toisin sanoen erimielisyystilanteissa osakkeiden saaja (B) saa osakasoikeudet ”kokonaisuudessaan” käyttöönsä vasta erimielisyyden ratkettua, ei automaattisesti OYL 3:8.4 §:ssa mainitussa kahden kuukauden ajanjakson päätyessä.

⁷² Osakkeiden saajaa ja luovutuksensaajaa käytetään läpi tekstin toistensa synonyymeinä.

⁷³ OYL 3:8.3 §:n mukaan jos suostumusta koskeva ratkaisu ei ole kirjallisesti ilmoitettu hakijalle kahden kuukauden kuluessa hakemuksen saapumisesta yhtiölle tai yhtiöjärjestyksessä määrättyssä lyhyemmässä ajassa, suostumus katsotaan annetuksi.

⁷⁴ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 462.

Suostumuksenalaiset saannot voivat aiheuttaa hetkellisesti tilanteen, jossa osakkeen tuomia hallinnoimisoikeuksia⁷⁵ ei voi käyttää osakkeiden luovuttaja (A) eikä osakkeiden saaja (B). Osakkeiden luovuttaja (A) ei voi käyttää osakkeeseen liittyviä oikeuksia yhtiössä, sen jälkeen kun hän on menettänyt luovutuksen ehtojen tai muuten osakkeen siirtymisen yhteydessä omistusoikeutensa osakkeeseen. Myöskään osakkeiden saaja (B) ei voi käyttää osakkeen tuottamia hallinnoimisoikeuksia ennen kun suostumusasia on ratkennut. Osakkeen saajalla (B) ei ole oikeutta käyttää osakkeenomistajalle yhtiössä kuuluvia oikeuksia ennen kuin hänet on merkitty osakeluetteloon tai hän on ilmoittanut saantonsa yhtiölle ja esittänyt siitä luotettavan selvityksen. OYL 3:2 §:n määräys ei kuitenkaan koske sellaista osakkeeseen perustuvaa oikeutta, jota käytetään esittämällä tai luovuttamalla osakekirja, lippu tai muu yhtiön antama erityinen todistus. OYL 3:16 §:n mukaan, merkintää osakeluetteloon ja osakasluetteloon ei saa tehdä ennen kuin yhtiön on antanut suostumuksensa osakkeiden hankkimiseen luovutustoimin.

Koska kumpikaan heistä (A/B) ei voi tänä väliaikana esimerkiksi äänestää osakkeella yhtiökokouksessa, saattaa yhtiön päätöksenteon kannalta muodostua erittäin mielenkiintoinen tilanne. Määräämisvalta yhtiössä voi siirtyä väliaikaisesti vähemmistöosakkaille, tai ääritapauksessa jopa yhtiön päätöksenteko voi estyä. Esimerkiksi päätökset, jotka vaativat tietyn vähimmäismäärän osakkeenomistajien kannatuksesta tai suostumuksesta, voivat jäädä tekemättä. Näitä päätöksiä ovat esimerkiksi määränenemmistöä vaativat päätökset (OYL 5:27), osakelajin muuttamista koskevat päätökset (OYL 5:28) ja osakkeenomistajien suostumusta vaativat päätökset (OYL 5:29).⁷⁶

Silloin kun osakkeiden saaminen edellyttää yhtiön suostumusta, ei luovutuksensaaja voi ennen suostumuksen antamista merkitä osakkeitaan yhtiön osake- ja osakasluetteloihin. OYL 4:4.2 §:n mukaan, jos osakkeeseen kohdistuu OYL 3:7 §:ssä tarkoitettu lunastusoikeus, tai jos vaaditaan OYL 3:8 §:ssä tarkoitettu osakkeen hankkimista koskeva suostumus, *osakasluetteloon merkittäväksi ilmoitettu saanto on osakasluettelon sijasta merkittävä odotusluetteloon*, kunnes on selvinnyt, ettei lunastusoikeutta käytetä tai kunnes suostumus on annettu. Sellaisiin osakkeisiin

⁷⁵ Osakkeeseen liittyvät oikeudet tyypillisesti jaetaan hallinnoimisoikeuksiin ja varallisuusoikeuksiin. Ks. esim. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 216–219.

⁷⁶ Ks. tark. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 463 ja 465.

sovelletaan osakeyhtiölain 3:7 §:n 4 momenttia ja 3:8 §:n 4 momenttia. Suostumuslausekkeen osalta tämä tarkoittaa: “Ennen suostumuksen antamista luovutuksensaajalla ei ole yhtiössä muuta osakkeeseen perustuvaa oikeutta kuin oikeus suoritukseen varoja jaettaessa ja etuoikeus osakeannissa. Etuoikeuden nojalla saatu osake ei ilman yhtiön suostumusta tuota tätä parempaa oikeutta.”

Näissä tapauksissa yhtiö voi antaa todistuksen merkintäoikeudesta osakeannissa (*osakeantitodistus*) tai optio-oikeudesta (*optiotodistus*) taikka muun vastaavanlaista oikeutta osoittavan todistuksen, joka sisältää ehdon oikeuden käyttämisestä ainoastaan todistuksen palauttamista vastaan (OYL 3:12.2). Osakeanti tai varojen jakaminen voidaan toteuttaa myös osakekirjoihin kuuluvia osakeanti- tai osinkolippuja käyttämällä (OYL 3:12.3).⁷⁷

Mikäli luovutuksensaajan suostumus evätään, hän voi vain tyytyä nauttimaan osakkeen tuomia taloudellisia oikeuksia tai luovuttaa osakkeen eteenpäin.⁷⁸ Suostumuksen antamatta jättäminen ei tee itse saannosta pääsääntöisesti pätemätöntä. Osakkeenomistajalla, joka ei ole saanut saannolleen suostumusta, ei ole muuta osakkeeseen perustavaa oikeutta kuin *etuoikeus osakeannissa*⁷⁹ ja *oikeus suoritukseen varoja jaettaessa*. Etuoikeuden nojalla hankittu osake, ilman yhtiön suostumusta, sisältää yhtäläiset rajoitukset osakkeiden tuomissa oikeuksissa. Luovutuksensaajalla (B) on oikeus suoritukseen vain yhtiön varoja jaettaessa ja etuoikeus osakeannissa 1) silloin, kun hän ei ole hakenut yhtiöltä suostumusta, 2)

⁷⁷ Osakeyhtiölain (624/2006) 3 luvun 13 pykälä kuuluu:

Jos osakekirja, väliaikaistodistus tai nimetylle henkilölle asetettu OYL 3:12.2 §:ssa tarkoitettu todistus luovutetaan tai pantataan, sovelletaan vastaavasti, mitä velkakirjalain (622/1947) 13, 14 ja 22 §:ssä säädetään nimetylle henkilölle tai hänen määräämälleen asetetuista velkakirjoista. Osakekirjan tai väliaikaistodistuksen haltija, joka yhtiön asiakirjaan tekemän merkinnän mukaan on osakkeenomistajana merkitty osakeluetteloon, rinnastetaan tällöin siihen, jolla velkakirjalain 13 §:n 2 momentin mukaan edellytetään olevan velkakirjan osoittama oikeus. OYL 3:12.2 §:ssa tarkoitettuun todistukseen, jota ei ole asetettu nimetylle henkilölle, sovelletaan velkakirjalain 13, 14 ja 22 §:n säännöksiä haltijavelkakirjoista.

Osakeantilippuun sovelletaan velkakirjalain 13, 14 ja 22 §:n säännöksiä haltijavelkakirjoista sen jälkeen, kun osakeantipäätös on tehty. Jos osakeantilippu on hankittu yhdessä osakekirjan kanssa, saajalla ei kuitenkaan ole siihen parempaa oikeutta kuin osakekirjaan. Velkakirjalain 14 §:ää ei sovelleta, jos osakeantilippu on luovutettu erillään osakekirjasta ennen osakeantipäätöstä.

Osinkolipusta säädetään velkakirjalain 24 ja 25 §:ssa

⁷⁸ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007, s. 142.

⁷⁹ Osakeannissa yhtiö antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan. Osakeannissa voidaan antaa osakkeita merkittäväksi maksua vastaan tai antaa osakkeita maksutta (OYL 9:1).

kun hän on hakenut yhtiöltä suostumusta, mutta yhtiö ei ole vielä ratkaissut kantaansa suostumuksen myöntämisestä eikä aika suostumusasian ratkaisemiseen ole kulunut loppuun tai 3) kun yhtiö on evännyt suostumuksen⁸⁰. Luovutuksensaajalla, joka ei saa suostumusta osakkeiden hankkimiseen, ei siis ole oikeutta käyttää osakkeisiin perustuvia hallinnoimisoikeuksia. Luovutuksensaaja ei voi esimerkiksi osallistua yhtiökokoukseen ja käyttää siellä äänioikeutta, jota pääsääntöisesti pidetään yhtenä tärkeimmistä osakkeenomistajan oikeuksista.⁸¹ Osakkeisiin liittyvien hallinnoimisoikeuksien käyttö edellyttää, suostumuksen saamisen lisäksi, että luovutuksensaaja on esittänyt yhtiölle OYL 3:2 §:n mukaisen luotettavan selvityksen saannostaan⁸².

3.5.1 Etuoikeudesta osakeannissa

Etuoikeudella tarkoitetaan OYL 9:3.1 §:ssä säädetyn mukaisesti osakkeenomistajien etuoikeutta osakeannissa annettaviin osakkeisiin. Etuoikeus annettaviin osakkeisiin määräytyy samassa suhteessa kuin heillä (osakkeenomistajilla) ennestään on yhtiön osakkeita. Etuoikeus koskee osakkeita, jotka osakkeenomistajien etuoikeuden nojalla saadaan, joko maksullisessa tai maksuttomassa osakeannissa, taikka, jos osakepääomaa korotetaan antamalla uusia osakkeita, joka näitä osakkeita merkitsemällä tai saamalla niitä rahastokorotuksella. Yhtiö ei voi evätä osakkeenomistajaa, joka ei ole vielä saanut saannolleen suostumusta tai etuoikeutta uusiin tai jo olemassa oleviin osakkeisiin. Yhtiöllä on kuitenkin oikeus vaatia OYL 3:2 §:n mukaisesti osakkeenomistajaa esittämään luotettavan selvityksen osakeomistuksestaan, jonka nojalla hän etuoikeuttaan käyttää. Etuoikeuden nojalla hankitut osakkeet edellyttävät myös yhtiön suostumuksen, jotta luovutuksensaaja (B) saisi uusien tai jo olevien osakkeiden osalta osakkeiden hallinnoimisoikeudet käyttöön.⁸³

Luovutuksensaaja (B) voi myös luovuttaa edelleen etuoikeutensa uusiin tai jo oleviin osakkeisiin, kuten osakkeenomistaja. Oikeus luovuttaa merkintäoikeus

⁸⁰ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 463.

⁸¹ Ks. tark. Helminen 2007, s. 511–512.

⁸² Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 463 ja 357–358.

⁸³ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 464.

taikka oikeus uusiin tai jo olemassa oleviin osakkeisiin ei riipu siitä onko luovutuksensaaja saanut yhtiöltä suostumuksen osakkeiden hankkimiseen vai ei. Sen, jolle merkintäoikeus tai oikeus uusiin osakkeisiin on luovutettu, on saatava saannolleen yhtiön suostumus samoin edellytyksin, kuin alkuperäinen luovutuksensaaja (B) olisi hankkinut yhtiön osakkeita itselleen. Yhtiön osakkeiden merkintää tai saamista yhtiö ei voi suostumuksen puuttumisen takia evätä. Luovutuksensaajalla (B), joka ei ole vielä saanut suostumusta osakesaannolleen, katsotaan olevan etuoikeus yhtä lailla myös sellaisten optio-oikeuksien ja muiden OYL 10:1 §:ssä tarkoitettujen oikeuksien merkitsemiseen tai saamiseen.⁸⁴

3.5.2 Yhtiön varojen jakamisesta

Kuten aikaisemmin jo todettu, luovutuksen saajalla ei ole ennen suostumuksen antamista yhtiössä muuta osakkeeseen perustuvaa oikeutta kuin oikeus suoritukseen varoja jaettaessa ja etuoikeus osakeannissa. Tästä johtuen on aiheellista tarkastella lyhykäisyydessään osakeyhtiön voitonjakoa.

Osakeyhtiön normaalina tarkoituksena on taloudellisen hyödyn tuottaminen osakkeenomistajille. Yhtiön toiminnan aikana taloudellisen hyödyn tuottaminen osakkeenomistajille toteutuu lähinnä yhtiön voitonjaolla. Voitonjako normaalisti tapahtuu jakamalla osakkeenomistajille osinkoa ja yhtiön purkautuessa jako-osuuden antamisella osakkeenomistajille.⁸⁵ Osakeyhtiön pääoman pysyvyys on yksi osakeyhtiöoikeuden peruseriaatteista. Tästä johtuen yhtiön suorituksia osakkeenomistajille säännellään kattavasti⁸⁶.

Varojenjakoa tarkoittaa, että yhtiöstä luovutetaan varallisuutta vastikkeetta tai yhtiö saa luovutetun varallisuuden vastikkeeksi omia osakkeita⁸⁷. Osakkeenomistaja, joka

⁸⁴ Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 464–465.

⁸⁵ Osakkeenomistaja voi saada taloudellista hyötyä osakkeenomistaja asemastaan myös esim. myymällä osakkeitaan taikka niiden, optio-oikeuksien tai muiden OYL 10:1 §:ssä tarkoitettujen oikeuksien merkintäoikeuksia silloin, kun yhtiö suorittaa osakeannin. Ks. tark. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 1098–1099.

⁸⁶ Ks. HE 109/2005 vp, s. 122. Osakkeenomistajien rajoitetun vastuun johdosta on myös perusteltu sitä että OYL säätelee tarkkaan pääoman pysyvyyttä yhtiössä. Varojenjakoa säännöksillä pyritään turvaamaan yhtiön maksukyky varojen jaon jälkeenkin. Ks. Helminen 2007, s. 513.

⁸⁷ Ks. tark. Kaarenoja – Suontausta 2007, s. 240–244.

ei ole saanut saannolleen suostumusta, on silti oikeutettu suoritukseen yhtiön varoja jaettaessa. OYL 13:1 §:n mukaan yhtiö voi jakaa omistajilleen varoja laillisesti⁸⁸

- 1) osinkoina (voitonjakona)
- 2) muuna varojen jakona vapaasta omasta pääomasta
- 3) osakepääomaa alentamalla
- 4) omia osakkeita hankkimalla tai lunastamalla
- 5) purkamalla yhtiö tai poistamalla yhtiö rekisteristä

Osakeyhtiö ei saa jakaa varojaan osakkeenomistajilleen eikä muillekaan, ennen kuin yhtiö on rekisteröity kapparekisteriin (OYL 13:1 §). OYL säätelee, miten osakeyhtiö voi jakaa yhtiön varoja osakkeenomistajille yhtiön toiminnan aikana. Yhtiön toiminnan aikana muut kuin OYL:ssa mainitut jakotavat ovat kiellettyjä. Tällä pyritään ensisijaisesti suojelemaan yhtiön velkojia.⁸⁹

3.5.3 Voitonjakoon käytettävät varat

OYL 13:2 §:n mukaan yhtiö ei saa jakaa varoja, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön maksukyvyttömyydestä tai että jako aiheuttaa maksukyvyttömyyden. Ollessaan maksukykyinen yhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät varat (OYL 13:5). Yhtiöjärjestyksellä on mahdollista määrätä, että osa tilikauden voitosta tai jopa koko voitto määrätään siirrettäväksi osakepääomaan tai sellaiseen rahastoon, jota ei yhtiöjärjestyksen mukaan saa käyttää varojen jakamiseen osinkona osakkeenomistajille. Jos yhtiöjärjestykseen ei sisälly määräystä jakamatta jätettävistä varoista, on yhtiön koko vapaa pääoma OYL 13:2 §:stä johtuvien rajoituksin käytettävissä voittonjakoon. Varojen jakaminen perustuu viimeksi

⁸⁸ OYL 13:6.4 §:n mukaan vapaata omaa pääomaa voidaan kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella jakaa myös muulla kuin edellä luetelluilla tavoilla, jollei yhtiöjärjestyksestä johdu muuta.

⁸⁹ OYL 13:6 § antaa mahdollisuuden kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella jakaa vapaata omaa pääomaa myös muulla kuin edellä luetelluilla tavoilla, jollei yhtiöjärjestyksestä muuta johdu. Muulle kuin osakkeenomistajille voi yhtiö yhtiökokouksen päätöksellä jakaa varoja laillisesti lahjana. Lahjan antamisesta yleishyödylliseen tai siihen rinnastettavaan tarkoitukseen on säädetty OYL 13:8 §:ssä. Ks. tark. Kaarenoja – Suontausta 2007, s. 240 ja Mähönen 2006, s. 19–22.

vahvistettuun tilinpäätökseen (OYL 13:3). Varojen jaossa on huomioitava tilinpäätöksen laatimisen jälkeen yhtiön taloudellisessa asemassa tapahtuneet olennaiset muutokset.⁹⁰

3.5.4 Laiton varojenjako ja sen seuraukset

Kaikki muut liiketapahtumat, jotka vähentävät yhtiön varoja tai lisäävät sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, ovat laitonta varojenjako. Liiketaloudellisella perusteella tarkoitetaan OYL 1:5 §:ssä mainittua osakeyhtiön toiminnan tarkoitusta. Laittoman varojen jaon ensisijainen sanktio on OYL 13:4 §:ssä mainittu varojen palauttamisvelvollisuus. Vastoin OYL:n tai yhtiöjärjestyksen määräyksiä yhtiöstä saadut varat on palautettava, jos varojen saaja tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää jakamisen tapahtuneen tämän lain tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti. Palautettavalle määrälle on maksettava vuotuista korkoa korkolain (633/1982) 12 §:ssä tarkoitetun kulloinkin voimassa olevan viitekoron mukaisesti. Laiton varojenjako on osakeyhtiörikos vain silloin, kun varoja jaetaan laittomasti osakkeenomistajien tai velkojien suojaan loukatun (OYL 25:4). Rangaistus osakeyhtiörikoksesta on sakko tai enintään yhden vuoden vankeus.⁹¹

⁹⁰ Osakepääoman alentaminen edellyttää yleensä velkojansuojamenettelyn noudattamista. Omien osakkeiden hankkimisella OYL:ssa tarkoitetaan vapaaehtoisuuteen perustuvaa hankintaa, ja omien osakkeiden lunastamisella osakkeiden ottamiselta yhtiölle pakolla. Ks. tark. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 1107–1109 ja Kaarenoja – Suontausta 2007, s. 240.

⁹¹ Palautusvelvollisuuden lisäksi laitton varojenjako voi aiheuttaa vahingonkorvausvelvollisuuden. Ks. tark. Kaarenoja – Suontausta 2007, s. 242–243 ja Mähönen 2006, s. 22.

4 OIKEUSTALOUSTIETEELLINEN NÄKÖKULMA OSAKKEEN HANKKIMISEN RAJOITTAMISEEN

4.1 Oikeustaloustieteestä

Oikeustaloustiede luetaan usein yhdeksi *neoinstitutionaalisen taloustieteen osa-alueeksi*. Heimonen ja Määttä ovat määritelleet oikeustaloustieteen seuraavasti: ”Oikeustaloustieteelle on ominaista lyhyesti sanoen se, että kiinnostus kohdistuu voimassa olevaan oikeusjärjestykseen ja että analyysi tapahtuu mikrotaloustieteen piirissä kehitetyin apuvälinein.”⁹²

Oikeustaloustieteelliset lähestymistavat lainsäädäntöön on tavallisesti jaettu kahteen ryhmään: *normatiiviseen ja positiiviseen*. Normatiiviselle tutkimusotteelle on tyypillistä pohtia minkälainen tulkintavaihtoehto tai sääntelyvaihtoehto tulisi omaksua. Normatiivisessa lähestymistavassa oikeussääntöjä arvioidaan taloudellisen tehokkuuden ja voiton maksimoimien näkökulmasta. Positiivisella lähestymistavalla on ominaista selvittäminen lainsäädännön kansantaloudelliset ja muut seurannaisvaikutukset, jotka liittyvät tiettyyn sääntely- tai tulkintavaihtoehtoon. Positiivisessa lähestymistavassa korostuu empiirinen analyysi. Taloustieteellisellä analyysillä pyritään kartoittamaan ennusteita talousyksiköiden käyttäytymisestä. Positiivinen näkökulma rajoittuu tarkastelemaan oikeuden ja talouden vuorovaikutussuhteita, mutta ei ota kantaa siihen mikä olisi tarkoituksenmukaisin lainsäädäntö.⁹³

Taloustieteille on ollut ominaista oikeusjärjestyksen eksogeeninen asema. Taloustieteissä oikeusjärjestys on ikään kuin otettu annettuna, kiinnittämättä enempää huomiota siihen seikkaan, että esimerkiksi varallisuus- ja sopimusoikeudellisilla normeilla on reaali maailmassa huomattava vaikutus yksittäisten toimijoiden käyttäytymiseen, sekä tätä kautta vaikutus siihen miten tehokkaasti resurssit jakautuvat toimijoiden keskuudessa. Oikeustaloustiede pyrkii

⁹² Mikrotaloustiede tutkii yksittäisten toimijoiden (mm. kotitaloudet, yritykset) tekemiä päätöksiä ja näiden toimijoiden välisiä suhteita. Keskeisenä huomion kohteena on se, miten niukat voimavarat tulisi allokoida tehokkaasti toimijoiden kesken. Lähtökohtana kuluttajan valinnan kohdalla pidetään hyödyn maksimointia ja yritysten toiminnan kohdalla voiton maksimointia. Ks. tark. Heimonen – Määttä 1997, s. 1. Ks. myös Pekkarinen – Sutela 2004, s. 9–12.

⁹³ Heimonen – Määttä 1997, s. 2–4. Ks. myös Halme 1999, s. 35–38.

tuomaan esille taloustieteen ja oikeustieteen ajoittain voimakkaankin vuorovaikutussuhteen ja pyrkii sen suhteen huomioonottamisen päätöksentekotilanteissa. Oikeustaloustieteessä oikeusjärjestys nähdään ns. endogeenisena muuttujana, sen merkitys resurssien tehokkaaseen allokaatioon tunnustetaan.⁹⁴

Oikeustaloustieteessä perustavanlaatuinen käsite on transaktiokustannusten⁹⁵ minimointi ja yhteiskunnallisen kokonaishyödyn toteuttaminen⁹⁶. Liiketoimintakustannuksina transaktiokustannukset voidaan määritellä oikeustoimikustannusten ja liiketoiminnan organisoimisesta aiheutuneiden kustannusten kokonaissummaksi. Näin määriteltynä transaktiokustannukset ovat se kokonaiskustannusten määrä, jonka yritys maksaa oman olemassaolonsa ja organisaationsa ylläpitämisestä sekä liiketoimintansa harjoittamisesta.⁹⁷ Transaktiokustannusten merkitys ja niiden huomioon ottaminen näkyy selvästi varallisuus- ja sopimusoikeudessa, jossa keskeisenä funktiona on ollut transaktiokustannusten minimointi. Esimerkiksi dispositiiviset säännökset kauppalaissa (355/1987) kuvastavat tätä päämäärää (dispositiiviset säännökset tulevat sovellettavaksi elleivät sopijapuolet toisin määrää). Dispositiiviset säännökset voivat osaltaan myös lisätä transaktiokustannuksia. Tämä on nähtävissä kun tarkastellaan yhtiöjärjestykseen otettavia, osakkeiden luovuttamista ja hankkimista rajoittavia, lausekkeita. Osakkeiden siirtokelpoisuuden rajoittaminen on sangen yleistä ja toteutetaan tyypillisesti edellä mainituilla lausekkeilla. Toisin sanoen, vaihdannanrajoituslausekkeilla rajoitetaan sitä henkilöpiiriä, jonka sisällä varallisuusosoikeuksien vaihdanta on sallittua.⁹⁸

⁹⁴ Ks. tark. Heimonen – Määttä 1997, s. 1–2.

⁹⁵ Ronald H. Coasen vuonna 1937 ilmestynyt artikkeli ”The Nature of the Firm” ja 1960 *market failure* -doktriinia kohtaan esittämä kritiikki loi pohjan oikeustaloustieteelliselle varallisuusosoikeuskeskustelulle ja transaktiokustannusten huomioon ottamiselle. Ronald H. Coasen mukaan kustannuksista vapaata markkinaoperaatiota tai markkinoihin puuttumista ei ole. Toimintavaihtoehtoja vertailtaessa toisiinsa on aina huomioitava sen tuottamia hyötyjä ja aiheuttamia kustannuksia. Ks. tark. Kanninen – Määttä – Timonen, Coasen teoreema: esittely ja arviointi, s. 46–47 ja sivuilla mainitut lähteet.

⁹⁶ Ks. Saarnilehto – Hemmo – Kartio 2001, s. 69.

⁹⁷ Kanninen – Määttä – Timonen 1996, s. 27–29.

⁹⁸ Myös asunto-osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajalla on oikeus lunastaa määräjän kuluessa uudelle omistajalle siirtyvä osake, jos asiasta on yhtiöjärjestyksessä määräys. Myös vaihdannalle asetetut muotovaatimukset, esimerkiksi asuntokaupassa, voidaan nähdä rajoittavan vaihdantaa. Tarkasteltaessa lainsäädäntöä kokonaisuutena havaitaan, että selkeänä kehityssuuntana on ollut varallisuusosoikeuksien siirtokelpoisuuksien rajoittamisen vähittäinen poistuminen. Tämän voidaan nähdä edistäneen voimavarojen tehokasta allokaatiota. Ks. tark. Määttä 1999, s. 41–46.

4.2 Taloustiede lain tulkinassa

Perinteisesti taloustieteellisten argumenttien asema ei ole ollut kovinkaan vahva suomalaisessa oikeustutkimuksessa. Oikeustaloustieteen verrattain heikkoa asemaa selittää pidättäytyminen perinteisessä normatiivisessa laintulkintaopissa, jossa oikeuslähteet luokitellaan velvoittavuudeltaan kolmeen ryhmään: *vahvasti velvoittavat oikeuslähteet* (laki ja maantapa), *heikosti velvoittavat oikeuslähteet* (lainvalmistelutyöt ja tuomioistuin ratkaisut) sekä *sallitut oikeuslähteet* (mm. reaaliset argumentit). Taloudellinen argumentaatio on katsottu velvoittavuudeltaan vain sallittavaksi oikeuslähteeksi ja usein pelkistetään reaaliseksi argumenteiksi. Taloustieteen aseman kohentuminen oikeudellisessa harkinnassa edellyttää oikeudellisen päättelyn sääntöjen ja oikeuslähdeopin kriittistä uudelleen arvioimista. Tehokas taloudellinen argumentaatio edellyttää ennen kaikkea lainopin kankean muodon uudelleen muokkaamista.⁹⁹

On huomattava, että eri oikeudenaloilla oikeustaloustieteen roolit poikkeavat toisistaan, esimerkiksi kilpailuoikeudessa, immateriaalioikeudessa tai yhtiöoikeudessa oikeustaloustieteen rooli on niin vahva, että sen sivuuttaminen eräissä tapauksissa nähdään jopa tuomiovirheenä. Toisaalta taas, sopimusoikeudessa ja vahingonkorvausoikeudessa perinteinen lainopillinen doktriini on kahlinnut voimakkaasti taloustieteellistä argumentaatiota.¹⁰⁰

Oikeudenalasta riippumatta taloustieteen tarjoamat käyttöfunktiot ovat muodostumassa välttämättömiksi työkaluiksi myös ratkaisijalle, oikeustieteilijän ja lainvalmistelijan ohella. Jotta ratkaisutoiminnassa pystyttäisiin huomioimaan taloustiede tulee oikeuslähdeoppi ymmärtää staattisen sijasta dynaamiseksi. Oikeudellisten informaatiolähteiden liiallinen kategorisoiminen ja priorisoiminen toisiinsa nähden tulee vähentyä huomattavasti, jotta taloustieteelliset argumentit tulevat relevanteiksi.¹⁰¹

⁹⁹ Ks. tark. Määttä 1999, s. 10–11. Ks. myös Tolonen 2003, s. 22 ja Neuvonen 2006, s. 405–406.

¹⁰⁰ Ks. tark. Mähönen 2004, s. 53–58.

¹⁰¹ Ks. tark. Mähönen 2004, s. 63–64.

4.3 Varallisuus oikeusjärjestelmästä

Osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen sisällytettävän suostumuslausekkeen muodostamaa problematiikkaa voidaan tarkastella myös silmällä pitäen tehokkaan varallisuus oikeusjärjestelmän ominaispiirteitä. Tärkein varallisuus oikeuksilta edellytettävä vaatimus on niiden täsmällinen määrittely. Varallisuus oikeuksien täsmällinen määrittely on taloudellisen tehokkuuden ehto. Mikäli varallisuus oikeudet eivät ole täsmällisesti määriteltyjä, hyödykkeiden tehokas vaihdanta käy todella hankalaksi.¹⁰²

Tehokkaalle varallisuus oikeusjärjestelmälle on pidetty ominaisena *eksklusiivisuutta, oikeussuojaa, siirtokelpoisuutta sekä universaalisuutta*. Eksklusiivisuudella tarkoitetaan poissuljettavuutta, eli kaikkien tuottojen ja kustannusten on langettava varallisuus oikeuden haltijalle ja vain hänelle¹⁰³. Termillä oikeussuoja viitataan siihen, että varallisuus oikeuden haltijalla on oltava keinot estää ulkopuolisia käyttämästä varallisuus oikeuttaan hyväksi. Varallisuus oikeuden loukkaukset tyypillisesti sanktioidaan vahingonkorvaus- ja rikosoikeudellisin seuraamuksin. Varallisuus oikeuksin on oltava myös siirtokelpoisia, jotta ne eivät päädy sellaisten tahojen haltuun, jotka ei pysty käyttämään niitä tuottavimmin. Varallisuus oikeuden siirtokelpoisuutta rajoittavat yleensä korkeat transaktiokustannukset. Varallisuus oikeuksien tehokkaan allokaation kannalta olisi tärkeää, että transaktiokustannukset olisivat mahdollisimman alhaiset. Lisäksi tehokkaalta varallisuus oikeusjärjestelmästä edellytetään universaalisuutta, toisin sanoen niukkojen resurssien on oltava jonkun omistuksessa.¹⁰⁴

¹⁰² Yhtenä esimerkkinä määrittelemättömien omistusoikeuksien tuomasta ongelmasta tavanomaisesti mainitaan valtamerien kalakannat. Käytännössä kaikki valtiot, jotka kykenevät voivat vapaasti hyötyä kaloista. Ongelma johtuu kalojen vapaasta liikkuvuudesta valtionrajojen ylitse. Kalojen vapaa liikkuvuus johtaa erittäin ongelmalliseen tilanteeseen omistusoikeuksien määrittelyn kannalta. Omistusoikeutta ei voida yksiselitteisesti määrittellä tietyille valtioille. Määrittelemättömästä omistusoikeudesta usein seuraa niukan tuotannon tekijän liiallinen käyttö (yhteishyödykkeiden tragedia). Mainitussa esimerkissä se ilmenee liikakalastuksena, joka uhkaa hävittää useita kalalajeja maapallolta. Ks. tark. Pekkarinen – Sutela 2004, s. 34–35 ja Heimonen – Määttä 1997, s. 36.

¹⁰³ Esimerkiksi julkishyödykkeen eksklusiivisuus on erittäin vähäinen. Julkishyödykkeestä pääsee hyötymään myös sellaiset tahot, jotka eivät ole osallistuneet hyödykkeen tuottamisesta aiheutuneisiin kustannuksiin (vapaamatkustaminen).

¹⁰⁴ Ks. Kanninen – Määttä – Timonen 1996, s. 26–27. Ks. myös Määttä 1999, s. 46.

Neljännessä luvussa pyritään konkretisoimaan niitä mahdollisia vaikutuksia joita aiheutuu kun varallisuusosoikeuden, tässä yhteydessä tarkastellaan pelkästään osakkeen, siirtokelpoisuutta rajoitetaan.

4.4 Osakkeen hankkimisen rajoittamisesta oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta

Kuten aikaisemmin tässä luvussa todettu, varallisuus- ja sopimusoikeudessa keskeisenä funktiona on nähty transaktiokustannusten minimoinnin periaate. Lainsäädäntö ei yksinomaan ole palvellut varallisuusosoikeuksien mahdollisimman kitkatonta vaihdantaa, vaan siirtokelpoisuuden rajoittaminen on ollut tavallista lainsäädännöllisin toimenpitein. Siirtokelpoisuuden rajoittaminen on tavallisimmin tapahtunut rajoittamalla sitä henkilöpiiriä, jonka sisällä varallisuusosoikeuden vaihdanta ylipäättensä voi tapahtua tai siten, että on puututtu niihin ehtoihin, joilla varallisuusosoikeus on luovutettavissa toiselle henkilölle.

Osakeyhtiölakia tarkasteltaessa nähdään, että sen pyrkimyksenä on edistää osakkeiden mahdollisimman kitkatonta vaihdantaa. Toisaalta lainsäätäjällä on jättänyt osakkeenomistajille mahdollisuuden yhtiöjärjestyksen määräyksin puuttua osakkeen vapaaseen luovutettavuuteen. Asia on ilmaista OYL 1:4 §:ssä, jonka mukaan osake voidaan rajoituksitta luovuttaa ja hankkia, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. OYL takaa lähtökohtaisesti osakkeen vapaalla luovutuksella parhaimmat edellytykset sille, että niukat voimavarat allokoituvat parhaimpaan mahdolliseen käyttötarkoitukseen. Yhtiöjärjestykseen otettavan suostumuslausekkeen voidaan nähdä suoraan rajoittavan osakkeen vapaata luovutettavuutta ja näin ollen lisäämään transaktiokustannuksia ja osakkeen kitkatonta vaihdantaa. Vaihdannan rajoittaminen yleensä johtaa resurssien tehottomaan allokaatioon. Toisin sanoen, mikäli varallisuusosoikeuden siirtokelpoisuutta rajoitetaan, estyy sen päätyminen henkilölle, jonka hallussa oikeus olisi arvokkaimmin hyödynnettävissä.¹⁰⁵

Liiketaloustieteiden näkökulmasta osakkeen vapaan vaihdannan periaate on myös perusteltu. Osakkeiden kaupankäynnin on osoitettu vähenevän kun yhtiön osakkeiden kaupankäynnille on asetettu esteitä. Yhtiön näkökulmasta osakkeiden

¹⁰⁵ Letto – Vanamo – Määttä 1996, s. 77.

vähäinen likviditeetti nostaa rahoituskustannuksia¹⁰⁶. Oman pääoman sijoittajat edellyttävät sitä korkeampaa tuottoa, mitä epälikvidimpi osake on. Yrityksen näkökulmasta likviditeetti vaikuttaa yrityksen rahoitusriskin hallintaa samoin kuin sijoituskohteen tuotto-odotukseen.¹⁰⁷

Yhtiön osakkeiden vapaa hankkiminen ja luovuttaminen osaltaan edesauttavat yhtiön toiminnan jatkuvuutta. Osakkeiden esteetön luovuttaminen ja hankkiminen mahdollistavat yhtiön toiminnan jatkuvuuden osakaskunnan muutoksista huolimatta. Osakkeenomistajat, jotka haluavat luopua osakkeestaan, voivat sen tehdä ilman, että yhtiön omaisuuteen olisi tarpeen kajota. Yhden tai useamman osakkaan luopuessa omistuksestaan uudet osakkeen omistajat tulevat näiden tilalle.

Mahdollisuus luopua tehokkaasti yhtiön osakkeista on myös eduksi koko kokonaistaloudelle lisääntyneiden pitkäaikaisten investointien¹⁰⁸ johdosta. Yhtiöiden toteuttamille investoinneille on tyypillistä, että ne tuottavat tuloa vasta pitkähkön ajan kuluttua. Oman pääoman sijoittajat pyrkivät huomioimaan osakkeen tuotto-odotuksia¹⁰⁹ määrittäessään yrityksen tulevaisuuden näkymät (investointien ja muiden yrityksen arvoon vaikuttavien tekijöiden vaikutukset), osakkuudestaan luopuva sijoittaja saa osuutensa näistä tuotto-odotuksista korkeamman kauppahinnan muodossa. Osakkeiden tehokas hankinta ja luovutettavuus antaa yhtiölle mahdollisuuden tehdä pitkäkestoisia investointeja ilman huolta siitä, että muutokset osakekannassa vaarantaisivat yhtiön liiketoiminnan hoitamisen kajoamalla yhtiön omaisuuteen.¹¹⁰

¹⁰⁶ Yrityksen keskimäärin painotettu pääomakustannus lasketaan niin, että kunkin pääomaerän kustannus kerrotaan pääoman suhteellisella osuudella koko pääomasta (weighted average cost of capital, WACC). Ks. tark. Brealey – Myers – Allen 2006, s. 456–461.

¹⁰⁷ Ks. tark. Kaisanlahti 1996, s. 198–201.

¹⁰⁸ Investoinneilla yleensä tarkoitetaan pitkäaikaisia, merkitykseltään suuria taloudellisia hankkeita. Investointipäätöksen kannattavuutta arvioidaan investointihankkeen tuottamien taloudellisten seuraamusten valossa. Investointien kannattavuuden arviointiin on luotu useita laskentamalleja. Yhteistä näillä malleilla on, että ne huomioivat: perusinvestoinnin, investoinnista saatavat nettotulot, investoinnin pitoajan, investoinnin jäännösarvon ja laskentakorkokannan. Ks. tark. Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 79–103 ja Brealey – Myers – Allen 2006, s. 84–100 ja 112–118.

¹⁰⁹ Osakkeen tuotto-odotus muodostuu kahdesta eri tekijästä: riskittömän sijoituksen tuottotekijästä ja sijoituskohteen riskilisästä (riskipreemiosta). Riskittömänä sijoituksena pidetään usein valtion pitkäaikaisia obligaatioita. Ks. Leppiniemi – Puttonen, s. 121–124.

¹¹⁰ Ks. Kaisanlahti 1996, s. 201–202.

4.4.1 Osakkeen jakamattomuudesta

Osakkeen tuottamat oikeudet on vakiintuneesti jaettu *varallisuusoikeuksiin* ja *hallinnoimisoikeuksiin*. Osakkeen tuottamia taloudellisia oikeuksia kutsutaan varallisuusoikeuksiksi. Hallinnoimisoikeudet taas liittyvät osakkeen omistajan päätösvallan käyttöön ja sen edellytyksiin. Edellä luvussa kolme tarkasteltiin ns. välitilaa, jossa osakkeen hallinnoimisoikeuksien käyttö oli rajoitettua. Tämä suostumuslausekkeen olemassaolosta johtuva osakkeen varallisuus- ja hallinnoimisoikeuksien eroaminen toisistaan on niin epätavallinen ilmiö yhtiöoikeudessa, että sen lähempi tarkastelu on tutkimuksen kannalta välttämätöntä.

Timonen on esittänyt osakeyhtiön osakkeen tuottamat oikeudet tiivistetysti seuraavasti:¹¹¹

Varallisuusoikeudet

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

Hallinnoimisoikeudet

- 1) omistuksen merkitseminen yhtiön osakeluetteloon
- 2) päätösvallan käyttäminen yhtiökokouksessa (puheoikeuden ja päätösvallan käyttäminen samoin kuin moiteoikeus)
- 3) tiedonsaantioikeus (yhtiökokoukset ja niissä käsiteltävät asiat, talouden ja hallinnon tarkastus)
- 4) vähemmistösuojaan liittyvät oikeudet

Suomen osakeyhtiölainsäädännössä näitä kahta oikeutta ei perinteisesti ole erotettu toisistaan (jakamattomuusoppi)¹¹². Tämä näkyy vieläkin osakeyhtiölainsäädännössä,

¹¹¹ Ks. Timonen 1997, s. 245. Ks. myös Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 2008, s. 216 – 219.

jossa keskeinen lähtökohta on edelleen osake ja ääni -periaate: kullakin osakkeella on yksi ääni. Periaate on kirjattu OYL 3:3.1 §:ään, joka kuuluu seuraavasti: ”Osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että osakkeilla on erisuuruinen äänimäärä.” Yhtiöjärjestyksellä voidaan näin ollen määrätä halutessa, että osake ei tuota lainkaan äänioikeutta (äänivallaton osake) tai ei oikeuta äänestämään joissain yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Tavallista on myös, että yhtiöjärjestysmääräyksiin perustetaan osakelajeja, joihin kuuluvilla osakkeilla on useampia ääniä. Suomen yhtiökäytännössä äänierot ovat tavanomaisia, etenkin pörssiyhtiöissä, joiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. On erittäin huomion arvoista, että mikäli osakeyhtiössä on moniääniosakkeita, valta osakeyhtiössä saattaa keskittyä sellaisten osakkeenomistajien käsiin, jotka eivät kannan äänivaltaansa vastaavaa taloudellista riskiä.¹¹³

Yhtiössä, jossa ei ole erilaisia osakkeita, määräysvalta pääsääntöisesti jakautuu osakkeenomistajien kesken heidän sijoittamiensa pääomapanosten mukaisessa suhteessa, jolloin enemmistöosakkeenomistaja pystyy ohjaamaan yhtiötä haluamaansa suutaan vaivattomasti. Osakeyhtiömuodolle on ominaista, että määräysvalta organisaatiossa ei jakaudu yhtiökokoukseen osallistuvien henkilöiden pääluvun perusteella, kuten esimerkiksi henkilöyhtiöissä ja osuuskunnissa.¹¹⁴

Kuten aikaisemmin kappaleessa kolme mainittu, että ”Luovutuksensaaja ei voi ennen suostumuksen antamista merkitä osakkeitaan yhtiön osake- ja osakasluetteloihin, eikä näin käyttää osakkeisiin liittyviä hallinnoimisoikeuksia. Mikäli luovutuksensaajan suostumus evätään, hän voi tyytyä nauttimaan vain osakkeen tuomia taloudellisia oikeuksia tai luovuttaa osakkeen eteenpäin”. Tällaisessa tilanteessa, jossa suostumusta ei ole vielä annettu tai ei tulla antamaan,

¹¹² Äänioikeuden erottominen osakkeesta voidaan hyväksyä silloin, kun osakas saisi äänestään markkinahinnan mukaisen korvauksen. Ks. tark. Kaisanlahti 1998, s. 88.

¹¹³ Osake ja ääni -periaate on kansainvälisesti nähty tehokkaimmaksi tavaksi jakaa valta ja riskit yhtiössä osakkeenomistajien välillä. On myös huomioitava, että äänivallaltaan korkeampien osakkeiden likviditeetti voi olla varsin vähäistä, joka voi vaikeuttaa ko. osakkeiden myyntiä. Ks. tark. Vahtera 2007, s. 3–4 ja Kaisanlahti 1998, s. 83.

¹¹⁴ Määräysvallan käsite ei todellisuudessa ole näin yksiselitteinen. Esimerkiksi suurissa osakeyhtiöissä osakeomistus on monesti hajautunut laajalle ja näiden yhtiöiden yhtiökokouksissa on edustettuna usein alle puolet kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Näissä tilanteissa tosiasiallinen määräysvalta-asema saattaa perustua huomattavan pieneen osakeomistukseen. Ks. tark. Pönkä 2008, s. 739–740.

on osakkeeseen liittyvät hallinnoimisoikeudet ja varallisuusoikeudet erotettu toisistaan. Tämän hallinnoimisoikeuksiin liittyvän menetyksen sijoittaja voi huomioida nostamallaan tuottovaatimustaan määrällä, joka vastaa hänen kokemaansa haittaa, joka syntyy muun muassa siitä kun hänellä ei ole äänioikeuteen perustuvaa suojaa yritysjohdon mahdollisia väärinkäytöksiä vastaan. Perinteisesti osakkeeseen liittyvän äänioikeuden on katsottu olevan ikään eräänlainen takuu osakkeenomistajille. Osakkeisiin liittyvä äänioikeus altistaa yrityksenjohdon sille mahdollisuudelle, että johto voidaan vaihtaa tehokkaampaan osakkeenomistajien niin katsoessa.¹¹⁵

Poikkeaminen osake ja ääni -periaatteesta on perusteltua vain silloin, kun taloudellista riskiään korkeampaa äänivaltaa tavoitteleva osakkeenomistaja on valmis maksamaan kompensatiota vähäisemmän vaikutusvallan (äänivallan) suhteessa omistukseensa omaaville osakkeenomistajille. Tämä tapahtuu hinnoitteleamalla äänivalta erot siten, että äänivallaltaan korkeampien osakkeiden hinta on korkeampi kuin vähä-äänisten osakkeiden. Äänioikeuden puuttuminen näin ollen nostaa oman pääoman sijoittajan tuottovaatimusta.¹¹⁶ Äänioikeuden puuttumisen vaikutus korostuu yksityisissä osakeyhtiöissä, joiden osakkeilla ei ole varsinaisia markkinoita, äänivallattoman osakkeen omistaja ei voi samalla tavalla ”äänestää jaloillaan” kuin julkisen osakeyhtiön osakkeenomistaja, mikäli hän ei ole tyytyväinen siihen miten yhtiön asioita hoidetaan. Arvopaperimarkkinoita tarkasteltaessa huomataan, että osakkeen vähä-äänisyys huomioidaan arvopaperimarkkinoilla osakkeen hinnassa. Äänivallaltaan rajoitetusta osakkeesta arvopaperimarkkinoilla ollaan valmiita maksamaan vähemmän kuin moniäänisestä osakkeesta. Toisaalta tämä osaltaan edesauttaa määräysvallan allokoitumista sellaisten henkilöiden keskuuteen, joilla on paras motivaatio ohjata yhtiötä ja sen toimintaa.¹¹⁷

¹¹⁵ Osakkeenomistajien päätösvaltaa yhtiössä puoltavat myös monet muut seikat. Ks. tark. Kaisanlahti 1998, s. 89–91.

¹¹⁶ Ks. tarkemmin Kaisanlahti 1998, s. 88–94. Samansuuntainen ilmiö on havaittavissa tarkasteltaessa julkisen osakeyhtiön osakelajien äänivaltaeroja (vähä-äänisyyttä tai äänivallattomuutta). Ks. tark. Pönkä 2008, s. 745.

¹¹⁷ Ks. tark. Pönkä 2008, s. 745–746 ja Vahtera 2007, s. 1–5.

4.4.2 Osakkeenomistajan äänioikeuden perusta

Osakeyhtiön ylin päätösvalta kuuluu osakkeenomistajille, jota he käyttävät OYL 5:1 §:n mukaisesti yhtiökokouksessa. Osakkeenomistajien päätösvaltaa yhtiön asioissa on perusteltu osakkeenomistajien residuaalisesta asemasta suhteessa muihin osakeyhtiön intressitahoihin.

Osakkeenomistajan varallisuus oikeus on ns. jäännösetuus (residuaali). Osakkeenomistaja saa tuottoa sijoitukselleen vain jos yhtiö toimii kannattavasti ja kerryttää jakokelpoista voittoa. Osakkeenomistajien tuoton ollessa residuaaliluontoinen on heillä suurin intressi sidosryhmistä pyrkiä lisäämään yhtiön kannattavuutta. Toisaalta osakkeenomistajan residuaalisesta asemasta syntyvä tilanne on kaksijakoinen: osinkoa pystytään maksamaan vain vapaista omista pääomista, sen jälkeen kuin tilikauden tuloksesta on vähennetty korot ja verot, mutta yrityksen ollessa reilusti voitollinen voivat osingot olla merkittävät¹¹⁸. Toisin kuin oman pääoman sijoittaja, vieraan pääoman sijoittaja vaatii korkomaksut yritykseltä riippumatta siitä, meneekö yrityksellä hyvin vai huonosti¹¹⁹. Koska yhtiön muiden intressitahojen kannustin huolehtia yhtiön menestyksestä on heikompi kuin osakkeenomistajien, on perusteltua, että viimekätinen oikeus käyttää valtaa yhtiössä kuuluu osakkeenomistajille (residuaalikontrolli). Viimekädessä osakkeenomistajien määräysvallan käytön vaikutukset yhtiössä heijastuvat suoraan heidän yhtiöstä saamaansa tuottoon. Näin osakkeenomistajille kuuluva kontrollioikeus ja oikeus residuaalituottoon kulkevat käsi kädessä. Vaikka äänioikeuden kuuluminen osakkeenomistajille on perusteltu, ei tästä voi vielä tehdä johtopäätöstä siitä miten valta tulisi jakaa osakkeenomistajien välillä.¹²⁰

Osakkeenomistajien ponnistelut yhtiön kannattavuuden pitämiseen hyvällä tasolla, ja sen parantamiseen, edistää myös muiden sidosryhmien etua mahdollisen konkurssiin joutumisen riskin pienentyessä. Mikäli yhtiö ajautuu konkurssiin, näkyy osakkeenomistajien residuaalinen asema myös heidän oikeutena yhtiön varoihin

¹¹⁸ Ks. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 21.

¹¹⁹ Ks. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 21.

¹²⁰ Ks. tark. Vahtera 2007, s. 2.

vasta muiden velkojien ja sidosryhmien jälkeen. Yhtiön mennessä konkurssiin osakkeenomistaja sijoittuvat maksusaantijärjestyksessä viimeiseksi.¹²¹

4.4.3 Osakkeen tuotto-odotuksen ja tuoton määrittäminen

Yksityisen osakeyhtiön osakkeen tuotto-odotuksen määrittämisen pääperiaatteet ovat samat kuin noteeratun yrityksen osakkeenkin.¹²² Osakkeen tuotto-odotus ja riskisyys pyritään määrittelemään historiallisen aineiston perusteella. Yleensä lasketaan osakkeen tuoton keskiarvo ja keskihajonta tietyltä riittävän pitkältä ajanjaksolta ja käytetään saatua arvoa arviona tulevaisuudesta. Valitun ajanjakson on oltava tarpeeksi pitkä, jotta tuotto- ja riskiodotukset ehtivät realisoitua.¹²³

Usein yksityisen osakeyhtiön osakkeen tuotto-odotuksen määrittämien ei käy näin yksinkertaisesti, yrityskohtaisen historiallisen informaation ollessa erittäin vajavaista. Sijoittaja joutuu usein lähteä arvioimaan tuotto-odotusta esimerkiksi Gordonin –osinkomallista.¹²⁴ Mallissa tuotto-odotus muodostuu odotetusta osinkotuotosta ja osinkojen odotetusta pitkän aikavälin kasvusta. Gordonin malli voidaan kirjoittaa seuraavasti:

$$P_0 = D_1/(r-g) \Leftrightarrow r = D_1/P_0 + g$$

missä P_0 = osakkeen arvo
 D_1 = ensi periodilla maksettava osinko
 r = tuottovaatimus
 g = osinkojen vakiokasvuprosentti

Gordonin mallin tärkein sanoma on tuottovaatimuksen, osinkojen kasvunopeuden ja osakkeen hinnan välisen yhteyden havaitseminen. Kaavasta nähdään, että sijoittajan tuottovaatimuksen nousu laskee osakkeen hintaa ja vastaavasti osinkojen kasvunopeuden lisäys nostaa osakkeen hintaa. Gordonin malli olettaa osinkojen

¹²¹ Ks. tark. Kaisanlahti 1998, s. 95.

¹²² Esim. CAP –malli (Capital Assets Pricing Model) ja APT –malli (Arbitrage Pricing Theory). Ks. esim. Brealey – Myers – Allen 2006, s. 189–190 ja 199–202.

¹²³ Volatiliteetillä mitataan sijoitukseen kohdistuvaa kokonaisriskiä. Volatiliteetti määritellään tuoton keskihajonnaksi ja se mittaa tuottojen hajontaa odotusarvonsa ympärillä. Laskennallisesti volatiliteetti on varianssin neliöjuuri. Ks. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 111–112 ja 113–116.

¹²⁴ Myron J. Gordon esitti ensimmäisen kerran mallin vuonna 1962 teoksessa: The Investment Financing, and Valuation of the Corporation.

olevan tulevaisuudessa yhtä suuria tai niiden oletetaan kasvavan vakioidulla kasvuvauhdilla.

Osakkeen todellisen arvon ja tuotto-odotuksen selvittämiseen on kehitetty myös monia muita malleja, kuten *kassavirran malli* (FCFF, free cash flow to the firm) ja *lisäarvomalli* (EVA, economic value added). Yhteistä näillä malleilla on, että ne huomioivat aina aikatekijän. Toisin sanoen, sijoituskohteen arvo muodostuu tulevaisuudessa saatavien kassavirtojen nykyarvona. Osakkeen nykyarvon suuruuden siis määrittävät kassavirrat, käytettävä tuottovaatimus ja aika. Tuottovaatimuksen suuruuteen vaikuttaa puolestaan riskitön korko ja riskipremio.¹²⁵

Osakkeen tuoton määrittämien on huomattavasti helpompi laskea, kun osakkeen tuotto-odotuksen määrittäminen. Osakkeen tuotto yksinkertaisesti muodostuu sijoitusperiodilla tapahtuneen osakkeen hinnan nousun ja saatujen osinkojen summana seuraavasti:

$$\text{HPR} = (P_s - P_b) / P_b + D/P_b$$

missä HPR = sijoitusperiodin tuotto (holding period return)
 P_s = osakkeen hinta periodin lopussa
 P_b = osakkeen hinta periodin alussa
 D = periodin aikana maksettu osinko

Osakkeen kokonaistuottoa laskettaessa tuotto on jaettu muodostuvan kahdesta osasta, hintatuotosta ja osinkotuotosta. Jaon perusteella huomataan, että suurin osa osakkeiden tuotosta yleensä syntyy osakkeen hintatuotosta, eli osakkeen suotuisasta kurssikehityksestä. Knüpfer ja Puttonen ovat tarkastelleet suomalaisten osakkeiden vuotuisia tuottoja vuosina 1994–2002 ja havainneet, että osakkeen hintatuotto on pitkälti määrittänyt osakkeen kokonaistuoton.¹²⁶

¹²⁵ Ks. tark. Brealey – Myers – Allen 2006, s. 61–65. Osinkojen vakiokasvuoletus ei ole aina perusteltavissa. Tällöin arvonmääritys tulee suorittaa kaksivaiheisesti siten, että ennustetaan osingot jollekin tietylle periodille, diskontataan ne nykyhetkeen ja käytetään vakiokasvua ennusteperiodin jälkeen. Ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 73–76.

¹²⁶ Ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 109–110. Ks. myös Brealey – Myers – Allen 2006, s. 60–63.

4.5 Osakeyhtiön rahoituksesta

Osakeyhtiö rahoittaa toimintaansa omalla ja vieraalla pääomalla. Oma pääoma voidaan vielä jakaa sisäiseen ja ulkoiseen pääomaan. Ulkoisella omalla pääomalla tarkoitetaan osakeannein hankittua pääomaa. Sisäisellä omalla pääomalla tarkoitetaan puolestaan tulorahoituksella hankittua kassavirtaa, joka muodostuu yrityksen toiminnasta tai sen myymistä tuotteista.

Molemmilla pääoman muodoilla on hyvät puolensa. Mikäli toinen pääoman muoto olisi ylivertainen toiseen nähden, näkisimme vain yrityksiä, jotka rahoittavat toimintansa pelkästään omalla tai vieraalla pääomalla.

Kuten kappaleessa 4.4.2 todettiin, että oma pääoma ehtoine rahoitus tuottaa sijoittajalle äänioikeuden yhtiökokouksessa, mutta konkurssitilanteessa osakkeenomistaja on huonoimmassa mahdollisessa asemassa. Omaan pääomaan sijoittava ottaa siis tietoisesti suuremman riskin, kun vieraaseen pääomaan sijoittava. Tästä johtuen myös oman pääoman tuotto-odotuksen tulee olla suurempi kuin vieraan pääoman.¹²⁷

4.5.1 Yrityksen optimaalisesta pääomarakenteesta

Tapauksessa, jossa suostumusta osakesaannolle ei ole vielä annettu tai suostumus on eväty, osakkeen hallinnoimisoikeuksien käyttö on estynyt. Osakkeeseen perustuvan äänioikeuden puuttumisen nähdään nostavan osakkeelta edellytettävää tuottovaatimusta. Osakkeeseen kohdistuvan tuottovaatimuksen noustessa saattaa yhtiön oma pääomaehtoinen rahoitus vaikeutua. Tilanne on mielenkiintoinen yrityksen rahoitusteorian näkökulmasta, jossa on pyritty määrittelemään yrityksellä optimaalista pääomarakennetta ja selvittämään mistä lähteistä yrityksen on kannattavinta hankkia varoja toimintansa rahoittamiseksi.

Yrityksen pääomarakenteen katsotaan olevan optimaalinen silloin, kun yrityksen rahoituksen hinta minimoituu (pääoman keskimääräinen painotettu kustannus minimoituu, WACC). Suostumuslausekkeen olemassaolon vaikutuksesta mahdollisesti johtuva, oman pääomaehtoisen rahoituksen väheneminen, ei

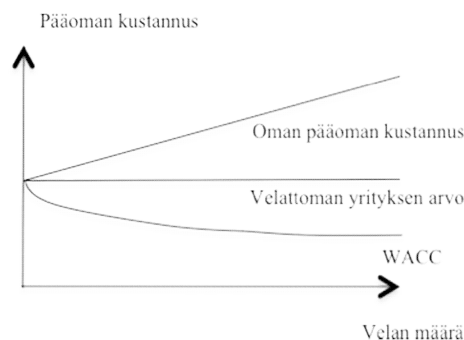
¹²⁷ Oman ja vieraan pääoman vertailua, ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 21.

todellisuudessa ole useinkaan ongelma pienien yhtiöiden osalta, sillä nämä yhtiöt pystyvät pitkälti rahoittamaan kasvunsa tulo- ja velkarahoituksen turvin.¹²⁸ Tyypillisesti pienien osakeyhtiöiden oma pääoma muodostuu usein vain vähimmäisosakepääomasta. Vähimmäisosakepääoman on oltava OYL 1:3 §:n mukaan yksityisellä osakeyhtiöllä 2500 euroa. Yksityisten osakeyhtiöiden oman pääoman suhteellisen alhaisesta osuudesta johtuen, vieraan pääoman edullinen hankinta on tärkeää yhtiön rahoitusta järjestettäessä.¹²⁹

Yrityksen optimaalista pääomarakennetta voi tarkastella alle esitetyn kaavan valossa (ks. kuvio 2.), jossa on esitetty yrityksen pääoman keskimääräinen kustannus. Seuraavaksi esitettävässä kaavassa vieraalle pääomalle maksettavat korkomaksut ovat verotuksessa vähennyskelpoisia.¹³⁰

$$r_c = r_e \times E/C + r_d \times D/C \times (1-T)$$

r_c = pääoman keskimääräinen kustannus
 r_e = oman pääoman kustannus
 r_d = vieraan pääoman kustannus
 E = oman pääoman määrä
 T = yritysveroprosentti
 D = vieraan pääoman määrä
 $C = E + D$



Kuvio 2. Pääoman keskimääräinen kustannus ja velkaantuneisuus

Kaavasta voidaan havaita, että velan osuuden lisääminen alentaa pääoman keskimääräistä tuottovaatimusta (WACC). WACC:n alentuminen johtuu korkojen verovähennysoikeuden (tax shield¹³¹). Vieraan pääoman veroetu (tax shield)

¹²⁸ Knüpfer – Puttonen 2006, s. 28. Sivulla esitetyn perusteella voidaan nähdä tulo-rahoituksen olevan selvästi suosituin rahoitusmuoto eurooppalaisten pienyrityksien keskuudessa. Lainat rahoituslaitoksilta ja pääomasijoittajilta ovat myös pienyrityksien keskuudessa mieluisempia kuin osakeanti.

¹²⁹ Suomalaisen yrityksen korkea velan määrä on historiallisesti perusteltu lähinnä verojärjestelmällä, joka aikaisemmin suosi vierasta pääomaa, eikä rohkaissut osingon maksuun, sillä osingosta jouduttiin maksamaan korkea vero. 1990-luvulla suomalaisyritysten velkaantuneisuus on selvästi laskenut. Ks. Helminen 2007, s. 512 ja Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 183–184.

¹³⁰ Vuonna 1958 professorit Modigliani & Miller esittivät kaavan muodossa: $r_c = r_e \times E/C + r_d \times D/C$. Kaava voidaan myös esittää oman pääoman tuottovaatimuksen suhteen: $r_e = r_c + (r_c - r_d) \times D/E$, josta huomataan, että oman pääoman tuottovaatimus on sitä suurempi, mitä enemmän yrityksellä on suhteellisesti vierasta pääomaa. Modigliani & Millerin propositio toimii yksinkertaisessa (ns. kitkakattomassa) maailmassa, jossa yritykset eivät kohtaa veroja ja/tai transaktiokustannuksia. Ks. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 157–164 ja Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 176–178.

¹³¹ ”The tax deductibility of interest increases the total income that can be paid out to bondholders and stockholders.” Ks. tark. Brealey – Myers – Allen, s. 470.

toteutuu silloin kun, yritykset voivat vähentää vieraan pääoman korkomaksut verotuksessaan. Asia voidaan ymmärtää myös niin, että verottaja maksaa yrityksen korkomaksuista veroprosentin suuruisen osuuden. Veroedun hyödyntäminen tosin edellyttää, että yrityksen liiketoiminnan kerryttämä kassavirta on positiivista, jotta korkokulut voidaan vähentää. Velan osuuden kasvaessa oman pääoman kustannuksen paino pienenee koko pääoman tuottovaatimusta laskettaessa. On silti huomioitava, että itse oman pääoman kustannus nousee velkaisuuden lisääntyessä, jonka johdosta oma pääomaehtoisien sijoittamisen voidaan olettaa laskevan (sijoittajien ollessa riskinkaihtajia). Osakkeenomistajat kantavat viime kädessä riskin, joka liittyy velkaantuneisuuden lisääntymiseen.

Äkkiseltään näyttää, että yrityksen arvo maksimoituu otettaessa maksimaalinen määrä velkaa. Asia olisi näin jos ei olisi pelkoa, että yritys ajautuisi konkurssiin. Yritystoimintaan liittyy kuitenkin aina riski. Asiat eivät välttämättä tulevaisuudessa toteudukaan odotetulla tavalla. Velkaantuminen vaikuttaa suoranaisesti yritykseen kohdistuvan rahoitusriskin suuruuteen. Mitä suurempi on vieraan pääoman osuus taseesta, sitä enemmän yritykselle syntyy korkokustannuksia, ja sitä suuremmat ovat korkojen ja verojen jälkeisen nettovoiton suhteelliset muutokset liikeluoksen muuttuessa tietyn prosentin. Liian voimakas *vieraan pääoman vipuvaikutus* (financial leverage) johtaa tilanteeseen, jossa yrityksellä ei ole mahdollisuutta kestää taloudellisia laskusuhdanteita. Vieraan pääoman vipuvaikutus toimii tehokkaasti silloin, kun yrityksen koko pääoman tuottoa ylittää vieraan pääoman kustannuksen. Vipuvaikutus toimii myös toiseen suuntaan – pääoman tuoton alittaessa vieraan pääoman kustannuksen vipuvaikutus toimii negatiivisesti.¹³²

Yrityksen velkaantuneisuudesta johtuva rahoitusriskin suuruus on usein helpointen havaittavissa yrityksen maksuvalmiutta kuvaavista tunnusluvuista. Maksuvalmiudella (likviditeetillä) tarkoitetaan yrityksen kykyä maksaa maksunsa ajallaan ja mahdollisimman edullisella maksutavalla. Maksuvalmius edellyttää, että yritys saa kassaan rahaa tuloina tai pääomana (omana pääomana ja vieraana pääomana), niin paljon, että se pystyy jatkuvasti suoriutumaan velvoitteistaan. Tarkistelemalla dynaamista- ja staattista maksuvalmiutta, voidaan yritykseen velkaantuneisuuteen puuttua, ennen kuin se mahdollisesti johtaa yrityksen

¹³² Ks. tark. Kinnunen et al. 2004, s. 58–60. Ks. myös Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 156–157.

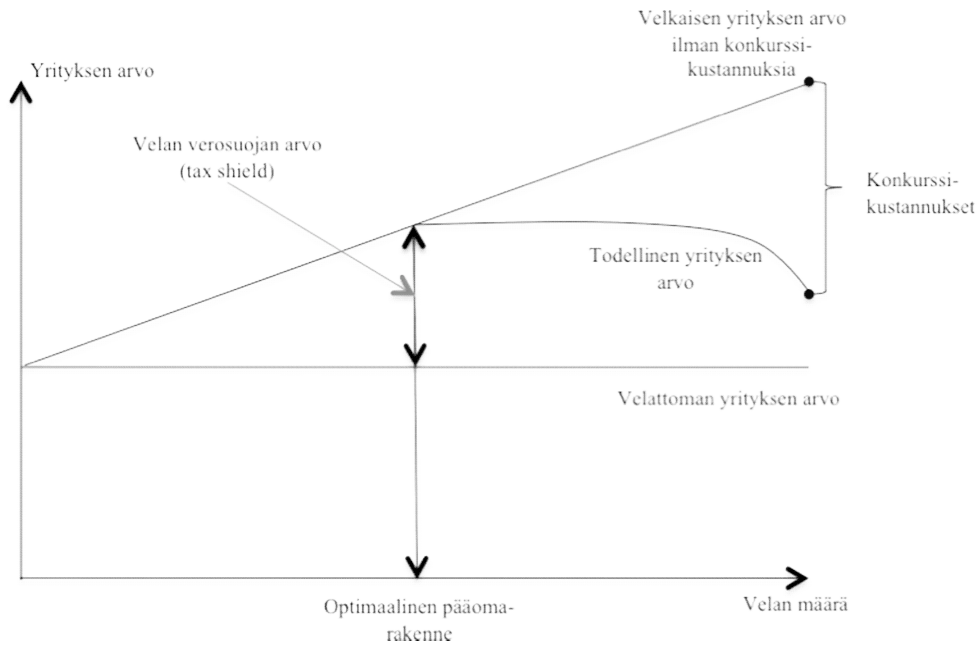
maksukyvyttömyyteen. Dynaaminen maksuvalmius perustuu going concern - näkökulmaan (jatkuvuusperiaate), ja siinä tarkastellaan tulo-rahoituksen riittävyttä maksuvelvoitteiden hoitamiseen. Dynaaminen maksuvalmius on hyvällä tasolla jos yrityksen tulo-rahoitus riittää kattamaan yrityksen juoksevat menot. Staattinen maksuvalmius tarkoittaa, että yrityksellä on riittävästi käteistä rahaa tai käteiseen rahaan rinnastettavia likvidejä varoja maksujensa maksamiseen.¹³³

Liiallinen velkaantuminen johtaa yrityksen riskipreemion kasvamiseen, joka näkyy suoraan sekä oman että vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen kustannusten nousuna. Yrityksen velkaisuuden kasvaessa kestävämmäksi, yrityksellä jää usein jäljellä vain kaksi vaihtoehtoa. Yritys voidaan ajaa konkurssiin tai vaihtoehtoisesti yrityssaneerauksella saattaa liiketoiminta sellaiseen tilaan, että velkojille saadaan maksettua mahdollisimman suuri osuus heidän saatavistaan¹³⁴. Seuraava kuvio (ks. kuvio 3.) havainnollistaa yhtiön velkaantumisesta aiheutuvia seurauksia. Kuviossa on esitetty yrityksen arvo vieraan pääoman funktiona, kun konkurssiriskin vaikutus on otettu huomioon.¹³⁵

¹³³ Staattista maksuvalmiutta mittaava tunnusluku on esim. quick ratio, joka lasketaan suhteuttamalla rahoitusomaisuus lyhytaikaisiin velkoihin. Staattinen maksuvalmius perustuu *likvidaatiónäkökulmaan*. Dynaamista maksuvalmiutta voidaan mitata esim. rahoitustuloprosentilla, joka lasketaan suhteuttamalla rahoitustulos liikevaihtoon. Ks. tark. Kaarenoja – Suontausta 2007, s. 248–251. Ks. myös Kinnunen et al. 2004, s. 55–57.

¹³⁴ Yrityssaneerauksen tavoitteena on yritystoiminnan kannattava jatkaminen jossain mittakaavassa. Yrityssaneerauksen on konkurssia lievämpi menettely, silti siinä syntyy merkittäviä yrityksen arvoa laskevia kustannuksia, jotka lankeavat osakkeenomistajien maksettavaksi. Ks. tark. laki yrityksen saneerauksesta (47/1993).

¹³⁵ Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 176–184. Ks. myös Brealey – Myers – Allen, How much should a firm borrow, s. 468–494 .



Kuvio 3. Yrityksen arvo vieraan pääoman funktiona¹³⁶

Optimaalista rahoitusta ei voida yleisesti määrittellä. Pääomien optimaalinen suhde riippuu yrityksen toimialasta, maasta, suhdanteista, rahoitusmarkkinoiden kireydestä, verojärjestelmästä ja monista muista tekijöistä. Yleistettävää suhdetta oman ja vieraan pääoman välillä on mahdoton määrittää yksiselitteisesti, vaan rahoitusinstrumenttien valintaan vaikuttavat riskin, tuoton, kontrollin sekä verotuksen välinen suhde.¹³⁷

4.5.2 Yrityksen rahoituksen lähteistä

Edellä esitetty kuvaus yrityksen rahoituksesta oli sangen pelkistetty. Esityksen tarkoitus oli havainnollistaa suostumuslausekkeen vaikutusta osakkeen tuotto-odotukseen ja tätä kautta myös laajemmin yhtiön rahoitukseen. Todellisuudessa suostumuslausekkeen aiheuttamat vaikutukset eivät ole näin selviä, koska yritys voi rahoittaa toimintaansa myös huomattavasti monipuolisemmin.

Välirahoituksella (mezzanine financing) tarkoitetaan rahoitusta, jossa on sekä oman että vieraan pääoman piirteitä. Välirahoitusinstrumentit eivät ole selkeästi omaa

¹³⁶ Ks. Leppiniemi – Puttonen 2002, s.182.

¹³⁷ Ks. Knüpfer – Puttonen 2006, s.165–167 ja Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 181–183.

eivätkä vierasta pääomaa, vaan ne sisältävät molempien ominaisuuksia ja näin monipuolistavat yrityksen rahoitus mahdollisuuksia. Välirahoitusinstrumentteja ovat *optionlaina, vaihtovelkakirjalaina, pääomalaina ja etuosake*.¹³⁸

Lyhyesti määriteltynä optiolainalla tarkoitetaan yrityksen liikkeelle laskemaa lainaa, jossa sijoittaja saa velkakirjan mukana yhden tai useamman optiotodistuksen (warrantin). Tällä optiotodistuksella sijoittajalla on mahdollisuus ostaa yrityksen osakkeita etukäteen määrätyllä hinnalla. Vaihtovelkakirjalainalla tarkoitetaan yrityksen liikkeelle laskemaa velkakirjaa, joka voidaan vaihtaa yrityksen osakkeisiin. Sijoittajan vaihtaessa velkakirjan osoittama saatava yrityksen osakkeisiin, hän luopuu korkojen ja pääoman saamisoikeudesta ja tulee yhtiöön osakkeenomistajaksi. Optiolainasta vaihtovelkakirjalaina eroaa sikäli, että optio- ja lainaosuuksia ei voi irrottaa erilleen.¹³⁹

Pääomalainassa on kysymys velkainstrumentista, johon liittyy velvoiteoikeuden lisäksi yhtiöoikeudellinen ulottuvuus. Pääomalainaa voidaan pitää omaan pääomaan rinnastettavana rahoitusmuotona, sillä lainalle maksetaan korkoa ja pääoma takaisin vain mikäli yhtiölle jää täysi kate sidotulle omalle pääomalle. Korkoa tai muuta hyvitystä voidaan maksaa pääomalainalle vain, mikäli siihen käytettävä määrä voidaan käyttää voitonjakoon viimeiseksi päättyneeltä tilikaudelta. Pääomalainaa ei tule siltikään sekoittaa perinteiseen omaan pääomaan, sillä lainaan ei sisälly esimerkiksi äänioikeutta.¹⁴⁰ Pääomalainan takaisinmaksusta ja muista lainaehtoista säädetään OYL:n luvussa 12.

Etuosakkeella tarkoitetaan äänivallatonta osaketta (preferred stock). Etuosake on juridiselta muodoltaan omaan pääomaan kuuluva instrumentti, mutta joka taloudelliseltaan luonteeltaan muistuttaa enemmän velkarahoitusta, kuin oman pääoman ehtoista kantaosaketta. Etuosakkeelle maksetaan kiinteää tuottoa osinkojen

¹³⁸ Ks. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 29.

¹³⁹ Optiolainalle maksetaan tyypillisesti markkinakorkoja alhaisempaa korkoa, mutta sijoittajalle jää mahdollisuus saada kompensatiota alhaisemmasta korosta yhtiön osakekurssin noususta. Ks. tark. Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 185 ja Knüpfer – Puttonen 2006, s. 29.

¹⁴⁰ Yrityksen näkökulmasta pääomalainassa on kysymys rahoitusmuodosta, jonka kustannus on oman ja vieraan pääoman välissä. Pääomalainan sijoittaja vaatii korvauksen ottamastaan riskistä, joka on suurempi kuin perinteisellä lainalla. Pääomalainat ovat sangen käyttökelpoisia pienten yritysten kohdalla. Perhesomisteinen yritys ei normaalisti halua luovuttaa äänivaltaa ulkopuoliselle sijoittajalle myymällä yhtiön osakkeita, mutta yritystoiminnan laajentaminen yksinomaan lainarahan turvin ei ole mahdollista. Pääomalaina tarjoaa välimuodon puhtaan osakepääoman ja vieraan pääoman väliltä. Ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 31–32 ja Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 186–187.

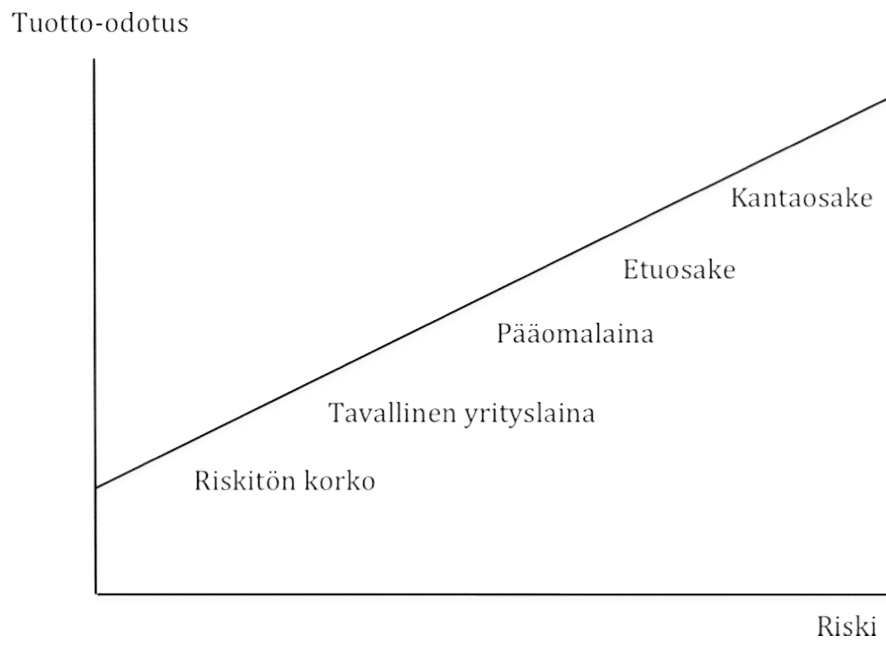
muodossa. Huomionarvoista on, että etuosakkeelle maksettavan osingon maksamatta jättäminen ei aiheuta sopimusoikeudellisia seuraamuksia. Toinen erityinen piirre etuosakkeella suhteessa velkarahoitukseen on, että etuosakkeelle ei voida maksaa osinkoa, ellei yhtiöllä ole vapaata omaa pääomaa. Mikäli yrityksen taloudellinen tilanne on sellainen, että se ei kykene maksamaan etuosakkeelle osinkoa, tulee osinko maksaa seuraavina vuosina ennen tavallisten kantaosakkeiden osinkoja.¹⁴¹

Välirahoitus nähdään erityisesti vaihtoehtoisena rahoitusmuotona kasvuyrityksille, jotka suunnittelevat yrityskauppaa, suuria investointeja, omistusjärjestelyiden toteuttamista tai yhtiön taseen vahvistamista.

Eri rahoitusmuotojen tuotto- ja riskiodotukset on tiivistetty alla esitetyssä kuviossa (ks. kuvio 4). Kuviossa esitetyllä riskittömällä korolla tarkoitetaan valtion obligaatioiden tuottoa, jota perinteisesti on pidetty riskittömänä sijoituskohteena. Valtion obligaatioihin sijoittava voi olla, hyvin varma siitä, että valtio suorittaa korkomaksut ja maksaa pääoman takaisin laina-ajan lopussa. Tavallisiin yrityslainoihin (mm. yrityksen jvk-lainat), liittyy huomattavasti suurempi riski kuin valtion obligaatioihin. Tavallinen yrityksen lainanantaja on kuitenkin paremmassa asemassa kuin pääomalainaan sijoittanut. Etuosakkeeseen liittyy tätäkin suurempi riski, joka muodostuu osingon epävarmuudesta, mutta silti etuosakkeen sijoittavan riski on pienempi kuin tavallisen kantaosakkeen omistajan riski.¹⁴²

¹⁴¹ Ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 32 ja Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 188–191.

¹⁴² Ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 32–33 ja Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 188–189.



Kuvio 4. Yrityksen eri rahoitusmuotojen tuotto- ja riskiodotukset¹⁴³

¹⁴³ Ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 32 ja Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 188.

5 YHTEENVETO

5.1 Osakkeiden luovutus- ja hankintarajoitukset

Yhtiöjärjestykseen otettavat vaihdannanrajoituslausekkeet merkitsevät OYL:n sallimaa poikkeusta osakkeen vapaasta luovutettavuudesta. Suostumus- ja lunastuslausekkeella voidaan rajoittaa osakkeen vapaata luovutettavuutta, mutta ei kuitenkaan estää osakkeenomistajaa myymästä osakettaan, tai luovutuksen saajaa suostumuslausekkeen nojalla omistamasta osaketta.

Yhtiöjärjestyksen roolia ei voi liioin korostaa osakeyhtiön sääntelyn keskeisenä elementtinä. Mikäli osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä on suostumuslauseke, on osakkeen hankkimista harkittava tarkoin. Suostumuslauseke voidaan jättää huomioimatta vain siinä tapauksessa, että osakkeiden hankinta tehdään puhtaasti taloudellisin perustein. Osakkeenomistaja tyytyy näin nauttimaan pelkästään OYL 3:8.4 §:n mukaisista oikeuksista eli oikeudesta suoritukseen varoja jaettaessa sekä etuoikeudesta osakeannissa.

Lähtökohtaisesti suostumus- ja lunastuslauseketta on tulkittu samojen periaatteiden valossa. Rajoituslausekkeiden tulkinta on viimeaikaisen oikeuskäytännön valossa laajentunut koskemaan myös jo ennestään yhtiön osakkeita omistavia tahoja. KKO:n nykyinen kanta rajoituslausekkeiden tulkinnasta poikkeaa huomattavasti aikaisemmista ratkaisuista (ks. KKO 1930 I 43 ja KKO 1966 II 41). Vallitsevan oikeustilan mukaan rajoituslausekkeiden olemassaolo ja laajuus ratkaistaan yhtiöjärjestyksen tulkinnalla ja lähtökohtaisesti tarkastellaan yhtiöjärjestyksen sanamuotoa. KKO:n päätöksestä (2001:57) ilmenevin perustein yhtiöjärjestyksen sanamuodosta poikkeaminen on hyväksyttävää vain, kun suostumuslausekkeen tulkinta ei vastaa sitä tarkoitusta, joka lausekkeella on osana yhtiöjärjestystä tai jos se johtaa yhtiön, osakkeenomistajan tai luovutuksensaajan kannalta yllättävään tai kohtuuttomaan lopputulokseen. Yhtiöjärjestyksen määräykselle tulee siis antaa sen sanamuodon mukainen merkityssisältö ja tulkinta, siten kuin määräys on objektiivisesti ajatellen ymmärrettävissä. Suostumuslauseketta ei tule tulkita suppeasti, vaan antaa järkevää tulkinta osana yhtiöjärjestystä, ottaen huomioon yhtiön luonne ja yhtiöjärjestyksen muu sisältö. Suostumuksen epäminen perustelluin syin ei loukkaa muita osakkeenomistajia tai aseta heitä eriarvoiseen asemaan. Päätöstä

suostumuksen antamatta jättämisestä ei tarvitse perustella laajasti, riittää kuin syy ei ole epäasiallinen. Suostumuksen epääminen ei silti saa muodostua yhtiöoikeuden väärinkäytöksi, vaan siihen tulee olla aina yhtiön näkökulmasta hyväksyttävä peruste.

KKO:n ratkaisun (2001:57) myötä on vahvistunut käsitys, ettei lunastus- ja suostumuslausekkeen suppean tulkinnan periaate ole enää käytössä.¹⁴⁴

Vaihdannanrajoituslausekkeiden päämääränä on rajata tiettyjen tahojen omistajuutta ja näin myös päätösvaltaa yhtiössä. Suostumuslausekkeen avulla pyritään estämään ulkopuolisia henkilöitä pääsemästä yhtiön täysivaltaisiksi osakkeenomistajaksi. Vastaavasti suostumuslausekkeella voidaan pyrkiä estämään osakkeenomistajaa vahvistamasta asemiaan yhtiön päätöksenteossa. Osakkeiden luovutus- ja hankintarajoitukset ovat osoittautuneet tarpeellisiksi varsinkin ns. nurkanvaltauksia vastaan. Varjopuolena lausekkeiden käytölle on niiden aiheuttama osakkeiden vaihdannan väheneminen. Hallituksen evätessä osakkeenomistajan saanto osakkeeseen liittyvien hallinnoimisoikeuksien käyttö estyy. Kuten neljännessä luvussa tarkasteltiin, tämän hallinnoimisoikeuksien käyttöön liittyvät menetyksen sijoittaja voi huomioida nostamalla investoinniltaan vaatimaansa tuottovaatimustaan. Tuottovaatimuksen nousu näkyy osakkeen hinnan laskuna, joka puolestaan heikentää yhtiön intressiä ryhtyä uusien osakkeiden liikkeelle laskuun.

5.2 Päätelmiä ja loppusanoja

OYL 3:8 §:n suostumuslausekkeen soveltaminen aiheuttaa poikkeamisen OYL:n osake ja ääni -periaatteesta. Tällainen poikkeaminen osake ja ääni -periaatteesta on perusteltua vain silloin kun vähä-äänisten osakkeiden hinta on äänivallaltaan korkeampien osakkeiden hintaa alempi.

Mikäli yhtiöjärjestyksessä on suostumuslauseke, tilanne on osakkeiden hankkijan kannalta erittäin haastava, mikäli hänellä ei ole tietoa tuleeko yhtiö antamaan suostumuksen hänen saannolleen. Osakkeen hankkijan on tällöin erittäin haasteellista yrittää määrätä saannolleen ns. oikeaa hintaa, koska hän ei voi

¹⁴⁴ Ks. lisää Nuolimaa 2007, s. 328–332.

varmuudella tietää voiko hän tulevaisuudessa käyttää osakkeen normaalisti tuottamia hallinnoimisoikeuksia. Mikäli suostumuslauseketta ei olisi, eikä muita poikkeuksia osake ja ääni -periaatteesta olisi voimassa, ei potentiaalisten osakkeenomistajien tarvitsisi käyttää resursseja mahdollisten äänivaltaerojen etsimiseen ja niiden hinnoitteluun tekemän vaikutuksen arvioimiseen. Epätietoisuus osake ja ääni -periaatteen voimassaolosta voidaan katsoa vähentävän osakkeeseen kohdistuvaa kysyntää. Tilanne korostuu yksityisten osakeyhtiöiden tapauksessa, joiden osakkeiden vaihdanta on huomattavasti vähäisempään kuin julkisten osakeyhtiöiden. Julkisten osakeyhtiöiden tapauksessa, tehokkaiden arvopaperimarkkinoiden voidaan olettaa hinnoittelevan myös osakkeiden erilaisen äänivallan. Osakkeenomistajalla, jolla on halua osallistua aktiivisesti yhtiön päätöksentekoon, on myös halua maksaa premio korkeammasta äänivallasta. On silti aina muistettava, että arvopaperimarkkinatkin toimivat vain hyvin harvoin tehokkaasti. Osakkeiden hinnat eivät siis läheskään aina heijasta kaikkea hintojen muodostumisen kannalta olennaista informaatiota¹⁴⁵.

Kuten varallisuus oikeutta käsittelevässä jaksossa tuli ilmi, varallisuus oikeuden vaihdannan edellytykset heikkenevät, kun varallisuus oikeus määritellään puutteellisesti. Ostajan epävarmuus siitä, saako hän saannolleen suostumuksen vai ei, voi pahimmassa tapauksessa estää vaihdannan. Epävarmuus varallisuus oikeuden sisällöstä ilmenee yleensä kauppahintaa alentavana tekijänä, joka osaltaan heikentää myös myyjän motiivia ryhtyä vaihdantaan. Tämä alkaa nykyä ajan kanssa oma pääomaehtoisen rahoituksen vähenemisenä.

Osakkeenomistajat arvostavat osakkeeseen liittyviä oikeuksia hyvin eri tavalla. Osakeyhtiössä, jossa omistus on hyvin hajaantunutta, osakkeenomistajalle osakkeeseen liittyvä äänivalta saattaa olla toisarvoista. Tällöin hän tietoisesti tavoittelee vain osakeomistukseen liittyviä varallisuus oikeuksia. Pelkästään taloudellisen hyödyn tavoittelu osakeomistuksella on sangen tyypillistä julkisten osakeyhtiöiden kohdalla. Vastaavasti toiselle osakkeenomistajalle osakkeeseen

¹⁴⁵ Ks. tark. Vahtera 2007, s. 3–9 ja Kalunki – Martikainen – Niemelä 2002, s. 188–190. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi väittää, että osakemarkkinat ovat informaatiotehokkaita. Informaatiotehokkuudella tarkoitetaan sitä, että arvopaperimarkkinat hinnoittelevat pörssiosakkeet siten, että hinnat heijastavat kaiken markkinoilta saatavissa olevan tiedon. Markkinoille tullessa uutta tietoa, joka koskee yritystä tai sen toimintakykyä, markkinat hinnoittelevat osakkeen välittömästi uudestaan ja oikein. Ks. tark. Knüpfer – Puttonen 2006, s. 143–144. Ks. myös. Timonen 1997, s. 77–78.

liittyvien hallinnoimisoikeuksien käyttö saattaa olla ensisijainen intressin kohde. Usein yksityisten osakeyhtiöiden osakkeenomistajat pyrkivät juuri hallinnoimisoikeuksien käytöllä aktiivisesti osallistumaan yhtiön toimintaan.

Osakkeenomistajien moninaisista preferensseistä huolimatta, osakkeiden hankkijan on aina verrattava omistuksesta saatua tuottoa omistukseen kohdistuvaan riskiin. Kaikenmuotoisessa sijoittamisessa tulee riskin ja tuoton kävellä käsi kädessä. Osakkeenomistajan ei tule kantaa tarpeetonta riskiä. Mikäli hän ei saa suostumusta saannolleen, hänen tulee tarkoin peilata tehdyn investoinnin tuottoa suhteessa siihen kohdistuvaan riskiin. Toisin sanoen, jos hallinnoimisoikeuksien käytön puuttumista ei voida huomioida osakkeen hinnassa tai muutoin, on osakkeenomistajan rationaalista luopua osakeomistuksestaan. Rationaalisesti käyttäytyvä sijoittaja ei sijoita varojaan osakkeisiin, jos hän ei usko saavansa riskistä korvauksena parempaa tuottoa kuin muista sijoituskohteista.