

JUHLAJULKAISU

MATTI YLÖSTALO

1917 · 4/2 · 1987

SUOMALAINEN LAKIMIESYHDISTYS

VAMMALA 1987. VAMMALAN KIRJAPAINO OY

ISSN 0356-7222

ISBN 951-855-087-5

ISBN 978-951-855-870-8 (PDF)

Osuus osakeyhtiössä

1. Kysymyksen asettelu

Vanhan osakeyhtiölain 27 §:n 2 momenttiin (15. 1. 1915) sisältyi seuraava määräys: »Ellei yhtiöjärjestyksessä sitä myönnetä, älköön yhtiökokous kuitenkaan tehkö sellaista päätöstä, joka välittömästi koskee osakkeenomistajan osaa yhtiön omaisuuteen». Lain 17 §:ssä (221/39) puolestaan määrättiin hallitus pitämään luetteloja »kaikista osakeyhtiöön kuuluvista yhtiöosuuksista». Nykyisessä OYL:ssä (734/78) eivät käsitteet *yhtiöosuuksia* ja *osa yhtiön omaisuuteen* enää esiinny.

Osakeyhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa osake määritellään edelleen osuudeksi yhtiössä.¹ Sen jälkeen on tapana selvittää niitä oikeuksia ja velvollisuuksia, joita osake yhtiössä tuottaa. Oikeudet on tällöin yleisesti jaettu hallinnoimisoikeuksiin ja varallisuusoikeuksiin.² Osuutta sinänsä ja toisaalta osuuden (osan) yhteyttä kokonaisuuteen on vaikeampi hahmottaa.³

Kysymys yhtiöosuuden eli osakkeen luonteesta on nyt tullut ajankohtaiseksi yhtiökäytännön muuttumisen johdosta. Suunnatut osakeannit ovat muodostuneet säännöksi, erilaiset osakesarjat ovat lisääntyneet eikä osake-enemmistön ostoa seuraava osakkeiden lunastaminen yksittäisiltä vähemmistöomistajilta ole enää Suomessakaan aivan harvinaista.⁴ Kaikissa mainituissa tilanteissa nousee esiin sama kysy-

¹ Ks. Koski, Pauli—af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölaki selityksin I, Vammala 1984, s. 93, Kyläkallio, Juhani: Osakeyhtiölaki ja käytäntö, Espoo 1985, s. 114 ja Havansi, Erkki: Panttioikeus osakkeeseen I, s. 4, ks. erit. s. 48 ss, jossa määritellään osake osuudeksi yhteisen varallisuuspiiriin valtaan ja arvoon erilaisine hyödyntämismuotoineen. Havansi katsoo, että oikeusteorian tasolla kysymys on viime kädessä kvoottijakoisesta yhteisomistuksellisesta oikeussuhteesta.

² Ks. tarkemmin Havansi, mt. s. 6 ss. ja Kyläkallio, mt. s. 115 ss.

³ Ks. kirjallisuudesta erit. Taxell, Lars Erik: Aktieägarens rättskydd, Åbo 1961, s. 55 ss.

⁴ Ks. muutoksista esim. Sinkko, Erkki: Eriarvoisuuden pörssivuosi 1985, Asiakasorava 1/86, s. 6—7, Tuomainen, Sakari: Sijoittaja rikastuu äänivallalla, HS 18. 2. 1986, s. 22 sekä HS pääkirjoitus 8. 3. 86, Kauppalehti, Business Weekend 4. 4. 86, ss. 18—19 ja Kauppalehti, pääkirjoitus 28. 4. 86.

mys: mikä merkitys ja arvo yksittäisen osakkeenomistajan yhdellä tai muutamalla osakkeella on. Suunnatut annit ovatkin johtaneet useisiin äänestyksiin yhtiökokouksissa. Ainakin yhden yhtiön äänestyspäättöstä käsitellään myös oikeudessa. Keskustelu osakemarkkinoiden ja arvopaperikaupan pelisäännöistä käy vilkkaana päivä- ja aikakauslehdissä. Päähallituspuolueissa on todettu arvopaperikauppalaian tarpeellisuus. Keskuskauppakamarin hallitus on kokouksessaan 22. 4. 1986 asettanut erityisen työryhmän kehittämään suunnattujen osakeantien sääntelyä.

Seuraavassa pyritään tarkastelemaan yhtiöosuuden luonnetta OYL:n mukaan. Pääsäännöt esitetään pelkistettyinä. Soveltamistilanteisiin liittyä aina runsaasti harkinnanvaraa, sillä kyseeseen tulevat arvomääritykset ovat ongelmallisia. Tämä tosiasia ei kuitenkaan poista sääntöjen tuntemisen tarvetta vaan lisää sitä.

2. Osakeyhtiön varallisuusrakenne

Osakeyhtiöllä tulee olla osakkeisiin jaettu osakepääoma. Osakkeiden on oltava samanmääräisiä. Näin ilmaistaan OYL 1: 1,3:ssa osakeyhtiön rakenteellinen perusta.⁵ Osakeyhtiö on perustamisvaiheessa samankokoisista osuuksista kerätty varallisuusmassa, jonka osuuksien sijoittajat eli osakkaat omistavat osuuksiensa osoittamassa suhteessa. Osakkaat eivät ole vastuussa yhtiön velvoitteista (OYL 1: 1,2), joiden täyttämiseen on käytettävissä ainoastaan yhtiön varallisuus. Osakkeenomistukseen ei myöskään sellaisenaan liity oikeutta eikä velvollisuutta liiketoiminnan harjoittamiseen. Omistajat ovat tässä mielessä anonyymejä liiketoimintaan nähden. Ensimmäisessä osakeyhtiölaissamme, vuoden 1864 osakeyhtiöasetuksessa käytettiin yritysmuodosta nimeä »nimetön eli osakeyhdyskunta», »anonym eller aktiebolag».⁶

Yhtiömuodon peruspiirteisiin on alusta asti kuulunut osakkeen va-

⁵ Jos osake merkitään panemalla yhtiöön muuta omaisuutta kuin rahaa, perustamiskirjan tulee sisältää selvitys niistä seikoista, joilla voi olla merkitystä harkittaessa tuon omaisuuden arvoa. Erityisesti on mainittava arvo, joka omaisuudelle voidaan panna taseeseen ja omaisuutta vastaan annettavien osakkeiden lukumäärä (OYL 2: 4,2). HE 27/1977 vp. s. 23 lausuttiin perusteluna seuraavaa: »Yhtiölle hankitun omaisuuden arvo on erityisen merkittävä seikka. Sekä muiden osakkeenomistajien että sivullisten, lähinnä yhtiön velkojan, kannalta on tärkeää, ettei arvo ole liian korkea, kun taas omaisuutta-panevan edut vaativat, ettei omaisuutta arvosteta liian alhaiseksi.»

⁶ Ks. myös Schybergson, *Per: Aktiebolagsformens genombrott i Finland*, Helsingfors 1964.

paa luovutettavuus. Senaatin täysistunnossa 4. 5. 1861 kirjattiin osakeyhtiölainsäädännön tarpeesta perusteluksi nimenomaisesti, että avoimia ja kommandiittiyhtiöitä koskevat säännökset »ej äro i allo tillämpliga å sådane i en senare tid uppkomna bolag, som grundas på lotter eller aktier, dem innehafvaren kan med full frihet till annan man öfverlåta».⁷ Sen sijaan ei yhtiöosuutta voi yhtiön toiminnan aikana »irtisanoa».⁸ Tätä edellyttävät sekä yhtiön etu — liiketoiminnan jatkuvuuden turvaaminen — että velkojien suoja. Osakesijoituksen likvidisyys eli rahaksi muutettavuus toteutetaan siten vaihdettavuudella. Tästä johdetaan, että osa (osake) ja kokonaisuus (yhtiövarallisuus) eriytyvät toisistaan osakeyhtiön olemassaolon ajaksi. Jos halukkaita ostajia ei ole, ei osakkeelle muodostu itsenäistä vaihdanta-arvoa. Yksittäinen osakkeenomistaja ei pysty realisoimaan osakettaan. Oikeus saada osuus yhtiön netto-omaisuudesta osakkeenomistajille syntyy vasta selvitysmenettelyssä (OYL 13: 12,2).⁹

Jakamalla yhtiön osakepääoma osakkeen nimellisarvolla saadaan selville se, miten suuri murto-osa osake on yhtiöstä.¹⁰ OYL:n mukaan on tilinpäätös se tietolähde, jonka avulla osakkeenomistajalla on mahdollisuus muodostaa itselleen kuva yhtiön taloudellisesta tilasta. Netto-omaisuutta taseessa osoittaa sidottuun ja vapaaseen pääomaan jaoteltu oma pääoma (OYL 11: 6,3). Yhtiön toiminnan tuottama voitto tuloutuu lopulta vapaaseen omaan pääomaan, joka voidaan yhtiökokouksen päätöksellä jakaa voittona osakkaille (OYL 12: 2). Taseen pohjalta asiaa tarkasteltaessa on yhtiön omien varojen selville saamiseksi otettava lisäksi huomioon yhtiön omaisuuspiiriin kirjanpidollisesti varatut varat eli yhteenlasketut poistokorjaukset (yli- ja alisuurista poistoista) ja varaukset.¹¹ Kirjanpidollisesti varattuihin varoihin sisältyy tosin myös veroluottoa¹² eivätkä kirjanpidossa toisaalta näy omaisuuserien

⁷ Ks. lainvalmisteluvaiheista *Schybergson*, mt. s. 35 ss., johon kohtaa koskeva siiaatti sisältyy täydellisenä s. 36. Ks. myös HE 29/1977 vp., s. 29, jossa korostettiin, että osakkeiden vaihdannan vapaus on osakeyhtiöoikeuden tärkeimpiä periaatteita.

⁸ Ks. *Olsson, Curt*: Aktieförvärares rätt i förhållande till bolaget, Helsingfors 1949, jossa hän lausuu »Man brukar i doktrinen uttrycka detta så, att överlåtbarheten utgör en ersättning för den starka bundenheten i aktiebolag».

⁹ Lisäksi varoja voidaan palauttaa osakkaille OYL 6 luvun mukaisesti osakepääoman alentamisen yhteydessä ja silloin, kun yhtiö hankkii tai lunastaa osakkeita OYL:n 7 luvun mukaisesti.

¹⁰ Ks. myös *Rodhe, Knut*, Aktiebolagsrätt, Enligt 1975 års aktiebolagslag, 11:e uppl., Stockholm 1983, s. 121—123.

¹¹ Ks. esim. Yritystutkimusneuvottelukunta. Yritystutkimuksen liiketaloudelliset tunnusluvut, Helsinki 1977, s. 34 ja *Kettunen, Pertti — Mäkinen, Vesa — Neillimo Kari*, Tilinpäätösanalyysi, Espoo 1980, s. 48 ss.

¹² Ks. pohdintaa veroluottomahdollisuuksien supistamismahdollisuuksista Yritysverotustoimikunnan mietintö KM 1980: 42, s. 12—14.

arvonnousut.¹³ Vaikka tase nykyisin nähdään tuloslaskentaan liittyväksi tilikausien väliseksi siirtotiliksi,¹⁴ se osoittaa ne yksilöidyt omaisuuserät, joista yhtiövarallisuus muodostuu.

Yhtiön toiminnan tarkoitus on tavallisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Tämä näkyy OYL 12: 1,2:sta, jonka mukaan muun tarkoituksen on käytävä ilmi yhtiön yhtiöjärjestyksestä. Yhtiövarallisuutta voidaan käyttää vain yhtiön liiketoimintaan. Tosin OYL:n 12 luvussa on sääntöön eräitä poikkeuksia. Yhtiön varojen vastikkeellinen käyttö muuhun tarkoitukseen on yhtiön yhtiöjärjestyksen vastaista. Varojen vastikkeeton luovuttaminen muuten kuin voitonjakona osakkaille on puolestaan sekä yhtiön tarkoituksen että OYL:n yleislausekkeen (OYL 8: 14 ja 9: 1) vastaista ja näin kiellettyä.¹⁵ OYL:n säännöksistä seuraa, että yhtiövarallisuus on turvattu kuulumaan osakkeenomistajille. Se voi vähentyä vain sen seurauksena, että yhtiön liiketoiminta tuottaa tappiota.

3. Osakkeen arvo

Osakkeen arvo liittyy lähtökohtaisesti sen luovutettavuuteen ja siitä myytäessä saatavissa olevaan hintaan.¹⁶ Pörssikurssit, meklarilistan noteeraukset ja OTC-markkinoiden hinnat osoittavat yksittäisten osakkeiden hintaa avoimilla osakemarkkinoilla eli markkinahintaa. Suomes-

¹³ Käyttö-omaisuuden arvonkorotuksessa säädetään KirjPL:n 18 §:ssä ja OYL 11: 4:ssä.

¹⁴ Ks. KM 1969: A 20, ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi, s. 141.

¹⁵ Ks. KKO 1982 II 191. Tapaukseen sovellettiin vanhaa OYL:ia, mutta nykyisen OYL:n soveltaminen johtaisi ilmeisesti samaan lopputulokseen. Jutussa oli kysymys sellaisen sopimuksen sitovuudesta, jossa yhtiö oli sitoutunut antamaan A:lle jatkuvia taloudellisia etuja mm. A:n työsuhteen päättymisen varalta. Tiedonannon mukaan KKO katsoi, että: »Hallituksen päätöksiä sopimuksen hyväksymisestä oli, koska niissä oli kysymys joko A:lle myönnetystä lahjanluonteisesta edusta tai yhtiön varojen laittomasta jakamisesta, siten pidettävä yhtiöiden tarkoitusten vastaisina. Kun A ei ollut ollut vilpittömässä mielessä, eivät hallituksen päätökset olleet yhtiötä sitovia.» — Ks. yhtiön varojen käytöstä myös Koski — af Schultén, mt. II, s. 174 ss.

¹⁶ Ks. KKO 1985 II 58. Tapauksessa oli kysymys osakekaupasta, jotka oli tehty hintaan 120 mk osakkeelta tilanteessa, jossa ostaja tiesi yhtiön osake-enemmistön myymisestä käydyistä neuvotteluista ja siitä, että neuvotteluissa oli tehty tarjous hinnasta, joka vastasi noin 750 mk osakkeelta. Myyjät puolestaan eivät olleet tienneet kyseisistä kauppaneuvotteluista. Katsoessaan tehdyn kaupan OikTL:n 33 §:n nojalla pätemättömäksi KKO perusteli kantaansa seuraavasti: »Tieto niistä (neuvotteluista ja tarjouksesta) olisi ilmeisesti pidättänyt (myyjä) myymästä osakkeitaan (ostajalle) sen tarjoamasta 120 markan hinnasta osakkeelta, vaikka tämä kauppa käsitti vain 13,3 % (yhtiön) osakekannasta ja osakkeiden korkeampi arvo mainitun tarjouksen mukaan edellytti kauppaa osakekannan vähintään 50 prosentin osuudesta.».

sa katsotaan yleisesti, että pörssikurssit ovat alhaiset yhtiöiden todelliseen netto-omaisuuteen verrattuna.¹⁷ Se, että vapaiden eli myös ulkomaalaisille myytävissä olevien osakkeiden pörssikurssit ovat jatkuvasti pysytelleet sidottujen osakkeiden kurssveja korkeammalla, selitynee osin sillä, että ulkomailla pörssikurssien suhde netto-omaisuuteen on kiinteämpi. Tosin sijoituspäätösten kannalta merkittävimpanä tunnuslukuna pidetään tavallisesti voitto/osake-lukua eli tuotto-odotuksia.¹⁸

Vuonna 1985 tehtyjä yrityskauppoja (vähintään osake-enemmistön kauppoja) koskeneessa Keskuskauppakamarin raportissa todettiin osatajan tavoitteiden liittyneen lähinnä markkinaosuuteen, kasvuun ja tietotaitoon. Kauppahinnan määräytymisperusteeksi oli haastatelluista yli 50 % maininnut markkina-aseman, vajaa 50 % tuotto-odotukset ja yli 40 % omaisuuden.¹⁹ On luonnollista, että hinta yhtiön osakekannan tai osake-enemmistön kaupoissa määräytyy toisin perustein kuin yksittäisiä osakkeita myytäessä. Liiketaloustieteessä on kehitetty arvomääritysteorioita, joiden mukaisten menetelmien avulla lähinnä koko yrityksen markkina-arvo voidaan laskea.²⁰ OYL:ssa ei ole määräyksiä osakkeiden arvon määrittämisestä vapaissa vaihdantatilanteissa, sillä kysymys ei ole osakeyhtiöoikeudellinen.

Sensijaan OYL:iin sisältyy määräykset kolmesta eri lunastustilanteesta, joissa ei ole kysymys vapaasta vaihdannasta ja joissa käytettävistä lunastushinnasta on ollut tarpeen ottaa lakiin erityiset säännökset. OYL 13: 3,2:n mukaan tuomioistuim voi tahallisen vaikutusvallan väärinkäytön tapauksessa yhtiön selvitystilaan määrittämisen sijasta määrätä yhtiön lunastamaan kanteen nostaneen osakkeenomistajan osakkeet. Lunastushinta on tällöin määrättävä yhtiön tilaan ja muihin seikkoihin nähden kohtuulliseksi. Hallituksen OYL:ia koskeneen esityksen perusteluissa lausuttiin, että tuomioistuimen tulee tällöin »ottaa huomioon kaikki asiaan vaikuttavat seikat eikä yksistään omaisuuden realisaatioarvoa».²¹ Oikeuskäytäntöä säännöksen tulkinnasta ei FINLEX:istä löydy.

¹⁷ Ks. pörssikursseista ja niihin vaikuttavista tekijöistä esim. *Saario, Seppo*, Miten sijoitan pörssiosakkeisiin, Espoo 1984, s. 49 ss.

¹⁸ Ks. *Saario*, mt. s. 56.

¹⁹ Ks. Keskuskauppakamarin julkaisusarja 1/86: Yrityskannan muutokset Suomessa, osa Raportti yritysmyyneistä ja kuvio 11.

²⁰ Ks. esim. *Flodhammar, Gunnar*: Företagsvärdering vid tvångsinlösen, Lund 1980, s. 93 ss, *Leppiniemi, Jarmo*, Osakkeen verotusarvon määrittäminen, Helsinki 1981, s. 15 ss., *Nuolimaa, R.O.*, Lunastuslauseke ja suostumuslauseke, Mikkeli 1984, s. 256 ss. ja *Virtanen, Kalervo*, Yrityksen arvonmäärityksen ongelmia I—III teoksessa Rahoitus II, toim. *Eero Artto*, Helsinki 1985.

²¹ HE 27/1977 vp. s. 96.

Toinen tapaus on sulautuvan yhtiön fuusiota vastustaneen osakkeenomistajan oikeus saada yhtiöltä *käypään hintaan* lunastus osakkeistaan (OYL 14: 3). Lainsäätäjän lähempi ohje hinnan määrittelijöille kuului: »Käypää hintaa määrättäessä on kaikki asiaan vaikuttavat seikat otettava huomioon. Tällaisina seikkoina on netto-omaisuuden (matemaattisen arvon) lisäksi pidettävä yhtiön tulevaisuudennäkymiä, osakkeiden arvioitua vastaista tuottoa jne.»²² Perustelu näyttäisi viittaavan siihen, että yhtiön netto-omaisuus (substanssiarvo) olisi aina selvitetävä ja sitä käytettävä eräänä niistä tekijöistä, joiden avulla osakkeen käypä hinta määritellään.

Kolmas tapaus on emoyhtiön oikeus lunastaa tytäryhtiön vähemmistöosakkailta näiden omistamat osakkeet tilanteessa, jossa emoyhtiö yksin tai tytäryhtiöineen omistaa yli 90 % tytäryhtiön kaikista osakkeista ja niiden tuottama äänimäärä on yli 90 % tytäryhtiön osakkeiden yhteisestä äänimäärästä (OYL 14: 8). Sanotussa tilanteessa on myös vähemmistöosakkailta vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Tämänkin lainkohdan mukaan on lunastuksen tapahduttava *käypään hintaan*. Lainkohdan perusteluissa mainittiin tavoitteeksi asetetun, että vähemmistöön kuuluville oli »turvattava niin korkea lunastushinta, että he voivat tappiotta sijoittaa pääomansa muualle.»²³ Lausumasta ei kuitenkaan varsinaisesti saa ohjetta käyvän hinnan arvioimiselle.

Molempia viimeksimainittuja tapauksia varten on OYL:iin otettu säännös erimielisyyksien ratkaisemisesta erityisessä välimiesmenetelyssä. Välimiehet valitsee ja välimiesten puheenjohtajan määrää Keskuskauppakamari. OYL 16: 5,2:n mukaan välimiesten on osakkeiden lunastushintaa määrättäessä otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat. Kirjallisuudessa ja tähänastisessa välimieskäytännössä ollaan yksimielisiä siitä, että sillä seikalla, että kyseessä on vähemmistöosake ei tällöin ole merkitystä.²⁴

Vuoden 1985 loppuun mennessä oli edellä tarkoitettu välitystuomio annettu kuudessa tapauksessa.²⁵ Tapauksista yksi päättyi sovintoon,

²² HE 27/1977 vp. s. 105.

²³ HE 27/1977 vp. s. 108.

²⁴ Ks. Koski — af Schultén, mt. I, s. 346, Kyläkallio, mt. s. 129 ja Nuolimaa, mt. s. 273.

²⁵ Niistä neljää ensimmäistä Nuolimaa on käsitellyt tutkimuksessaan, ks. mt. s. 265 ss. Lisäksi kysymystä on selvitetty Helsingin kauppakorkeakoulussa tehdyssä laskentatoimen pro gradu-tutkielmassa Silvola, Pekka — Vallila, Pertti, Osakkeiden arvonmääritys erityisesti OYL:n selvitystilanteeseen, sulautumiseen ja konsernin vähemmistöosakkuuksiin liittyvissä lunastustapauksissa (1983) ja Helsingin yliopistolla tehdyssä yritystoiminnan tutkielmassa Mikkola, Matti, Osakkeen arvon määrittäminen osakeyhtiölain 13 ja 14 luvun lunastustilanteissa (1986). Jälkimmäisessä on otettu mukaan myös kaksi vuonna 1985 annettua välitystuomiota.

yhdessä käypä hinta perustettiin tuottoarvoon ja neljässä muussa tapauksessa käypä hinta laskettiin käyttämällä hyväksi sekä tuotto- että substanssiarvolaskelmia ja valitsemalla näistä eri tavoin painotetut keskiarvot. Yhdessä tapauksessa otettiin lisäksi huomioon kolmella painotettuna vakiintunut markkinahinta (välitystuomio 16. 1. 1985).²⁶

Välitystuomioissa ei yhdessäkään ole ollut kysymys pörssiyhtiön osakkeista tai muuten avoimilla markkinoilla vaihdettavina olleista osakkeista. Ruotsalaista välimieskäytäntöä tutkinut *Flodhammar* totesi pörssikurssin merkityksen olleen esillä neljässä tapauksessa. Kaikissa niissä kurssi oli otettu huomioon arvoa määritettäessä, mutta lunastushintaa ei ollut määrätty yksinomaan sen perusteella.²⁷

Koski ja *af Schulten* toteavat selitysteoksessaan, että pörssiosakkeiden pörssikurssi voi muodostaa lähtökohdan lunastushinnan määrittämiselle. He näyttävät kuitenkin asettavan sen lisäedellytyksen, että pörssikurssien tulee samalla edustaa »aitoa markkinahintaa». Edelleen he toteavat, että käyvän arvon mittana voidaan käyttää lunastustilannetta edeltäviä osakekauppoja, jos ne ovat edustavia.²⁸ Myös *Kyläkallio* katsoo, että silloin kun osakkeille voidaan osoittaa syntyneen vapaassa vaihdannassa tietty kurssitaso, se yleensä muodostaa käyvän hinnan.²⁹ Samansisältöiset lausumat sisältyvät kahden suomalaisen välitystuomion perusteluihin.³⁰

Kun osakkeen itsenäinen arvo perustuu nimenomaan sen luovutettavuuteen, tuntuu johdonmukaiselta katsoa, että osakkeelle markkinoilla muodostunut hinta, nk. aito markkina-arvo ilmaisee osakkeen käyvän eli oikean hinnan. Jos pakkolunastustilanteissa ei ole käytettävissä markkina-arvoa tai jos se voidaan osoittaa soveltumattomaksi käyvän arvon mitaksi, on luontevaa turvautua liiketaloustieteessä kehitettyihin yrityksen arvonmääritysmenetelmiin.

Pörssieettisten määräysten mukaan on pörssiyhtiön, joka on hankkinut omistukseensa niin paljon toisen pörssiyhtiön osakkeita, että sen äänivalta ylittää 80 % yhtiön äänivallasta, tarjouduttava lunastamaan

²⁶ Ruotsissa *Flodhammar* on tutkinut perusteellisesti sikkäläistä välimieskäytäntöä OYL 14: 8 säännöstä vastaavien normien eli vuoden 1944 ABL:n 174 §:n 2 momentin ja 223 §:n 2 momentin sekä vuoden 1975 ABL:n 14: 9:n soveltamisesta vuosina 1948–1976. Analysoituaan 55 tapausta hän tuli siihen tulokseen, että yleisin arvostusmenetelmä oli ollut tuottoarvo, kun taas osakkeen vähimmäisarvo oli määritelty likvidaatioarvon avulla. Ks. *Flodhammar*, mt. s. 146. Ks. myös *Nuolima*, mt. s. 261–264 ja 271–272, jossa selvitetään *Flodhammarin* tutkimuksen tuloksia.

²⁷ Ks. *Flodhammar*, mt. s. 148–149 ja tutkimuksesta lähemmin edell. alav.

²⁸ Ks. *Koski — af Schultén*, mt. II s. 321.

²⁹ Ks. *Kyläkallio*, mt. s. 129.

³⁰ Välitystuomiot 18. 5. 1983 ja 16. 1. 1985.

loputkin yhtiön osakkeet.³¹ Lunastushinta on tällöin nimenomaisesti sidottu pörssikursseihin. Sen on nimittäin oltava vähintään lunastustilanteen syntymistä edeltäneen kahden kuukauden aikana noteerattujen ostokurssien keskiarvo.

Fuusiossa tulee kyseeseen myös muiden kuin lunastettavien osakkeiden arvo. Kun päätös sulautumissopimuksen hyväksymisestä voidaan sulautuvassa yhtiössä tehdä päätöksellä, jota kannattavat vähintään 2/3 annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista (OYL 14: 1,2), joutuvat vähemmistöön jääneet osakkeenomistajat luopumaan osakkeistaan fuusiovastiketta vastaan. Voidakseen harkita osakkeiden käyvän arvon ja fuusiovastikkeen vastaavuutta ja mahdollisen lunastusvaatimuksen esittämistä, osakkeenomistaja tarvitsee riittävät tiedot. OYL:n mukaan lähdetään siitä, että tiedot hankitaan yhtiöiden tilinpäätösasiakirjojen lisäksi yhtiön hallituksen selostuksesta. Hallituksen esitys OYL:ksi ei sisältänyt tarkempaa kuvausta siitä, mitä lainkohdassa tarkoitetaan niillä seikoilla, joilla voi olla merkitystä harkittaessa sulautumissopimuksen hyväksymistä.³²

Kirjallisuudessa on lyhyesti todettu, että hallituksen selostus sisältää käytännössä sulautumisen syyt.³³ Koski ja af Schulten lisäävät, että »myös fuusiovastikkeen todellisen arvon selvittäminen voi olla paikallaan, millon tämä ei selviä suoraan muista asiakirjoista».³⁴ Vaikka osakkeenomistaja luonnollisesti voi, kuten lakia valmisteltaessa on todettu, kyselyoikeuttaan käyttämällä saada muutakin fuusiota koskevaa informaatiota,³⁵ on lainsäädännössä tyydytty perin vaatimattoman informaatiovelvollisuuden asettamiseen. Osakkeestaan luopumaan joutuvan osakkaan vähimmäistarpeena voidaan nimittäin pitää tietoa siitä, millaiseksi ja millä perusteilla hänen osakkeensa arvo on määritelty ja sen lisäksi samaa selvitystä fuusiovastikkeen arvosta, jos se on muuta kuin rahaa. Onhan edellä selvästi käynyt ilmi, miten vaikea yhtiön arvoa on arvioida ja samalla se, että osakkeiden arvojen määrittäminen pelkästään tilinpäätösasiakirjojen perusteella ei ole mahdollista.³⁶ Yhtä olennaista vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajien kan-

³¹ Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntö, Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan hallintoneuvoston vahvistama 11. 9. 1985. 53—54 §.

³² Ks. HE 27/1977 vp. s. 104.

³³ Ks. Koski — af Schultén mt. II s. 304 ja Kyläkallio, mt. s. 613.

³⁴ Ks. mt. s. 304.

³⁵ Ks. HE 27/1977 vp. s. 104.

³⁶ Ks. Alf Silverbergin esitykseen Osakeyhtiöiden fuusio sisältyvää esimerkkiä, josta selvästi käy ilmi, että fuusiosopimuksen määräykset fuusiovastikkeesta eivät kerro mitään niistä perusteista joilla sulautuvan ja vastaanottavan yhtiön osakkeiden sopimuksen pohjaksi otettavat arvot on saatu. Uudistuva osakeyhtiölainsäädäntö. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja n:o 2, Helsinki 1970, s. 152—154.

nalta on tietää, vastaako annettu vastike yhtiölle fuusiossa tulevan varallisuuden määrää.

4. Yhtiöosuudet suunnatuissa osakeanneissa

Yhtiön osakepääoma voi lisääntyä vain osakepääoman korotusten yhteydessä. Uusmerkinnässä yhtiöön sijoitetaan lisää panoksia. Uusien osakkeiden nimellisarvon on oltava sama kuin entisten osakkeiden ja korotuksen jälkeen ne saavat samanlaisen osuuden yhtiövarallisuuteen kuin entisillä osakkeilla on.

OYL:n pääsäännön mukaan uudet osakkeet tarjoaan uusmerkinnässä entisten osakkeenomistajien merkittäviksi siinä suhteessa kuin he ennestään omistavat yhtiön osakkeita (OYL 4: 2,1). Osakkeenomistaja joka ei halua sijoittaa yhtiöön lisää pääomaa, voi luovuttaa merkintäoikeutensa kolmannelle. Tätä varten yhtiön, jolla ei ole esimerkiksi osakekirjaan liitettyyn talonkilehteen sisältyviä osakeantilippuja, on annettava osakkeenomistajalle jokaista osaketta kohti erityinen osakeantitodistus (OYL 4: 3,1).

Uudesta osakkeesta yhtiölle maksettava hinta koostuu osakkeen nimellisarvosta³⁷ ja ylikurssista eli emissiovoitosta. Pörssiyhtiössä on ollut tapana määritellä merkintähinta vanhojen osakkeiden markkina-arvoa eli pörssikurssia alhaisemmaksi. Näin on voitu toisaalta varmistaa se, että kaikki osakkeet on merkitty ja toisaalta tarjota entisille osakkeenomistajille mahdollisuus saada osakeantituottoa. Merkintäoikeudelle on nimittäin tällöin muodostunut markkinoilla itsenäinen arvo. Osakkeenomistajat ovat näin voineet joko merkitä osalleen tulevat uudet osakkeet ja säilyttää suhteellisen osuutensa yhtiössä tai myydä merkintäoikeutensa ja saada suhteellisen osuutensa pienenemisestä »markkina-arvon» mukaisen korvauksen.³⁸

OYL:n 4: 2,3:n mukaan voidaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketa uusmerkinnässä päätöksellä, jota kannattaa vähintään

³⁷ OYL 4: 12,1 ja 2: 11,1. Vain OYL 4: 12,2:ssa säädettyissä tapauksissa voi merkintähinta olla nimellisarvoa alempi.

³⁸ Helsingin Arvopaperipörssin vuonna 1981 teettämässä tutkimuksessa 46 % ilmoitti tärkeimmäksi motiiviksi pörssiosakkeiden hankkimiseen osinkotulon ja 40 % osakeantien yhteydessä tulevan hyödyn. Toiseksi tärkein motiivi osinkotulo oli 36 %:lle ja osakeantihyöty 38 %:lle vastanneista. Ks. Kauppakamarilehti 1981: 11, s. 13. Ks. uusmerkintöjen ehdoista ja merkityksestä myös esim. *Saario*, mt. s. 62 ss. ja *Rissanen, Pentti*, Osakepääoman korottaminen. Käytännön erityiskysymyksiä osakeyhtiölaissa. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja n:o 31, Helsinki 1981, s. 59 ja 63—64, sekä osakkeenomistajan merkintäetuoikeuden perusteista *Rodhe*, mt. s. 53 ss.

kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista.³⁹ Lisäksi tällaisessa nk. suunnatussa annissa edellytetään, että merkintäetuoikeudesta poikkeamisen syyt mainitaan korottamista koskevassa päätösehdotuksessa (OYL 4; 4,2). Esimerkkeinä syistä on hallituksen OYL:ia koskeneessa esityksessä mainitut tapaukset, joissa »yhtiölle tärkeän patentin tai kiinteistön taikka liikkeen omistaja suostuu luovutukseen vain, jos hän saa vastikkeeksi yhtiön osakkeita», tarve antaa osakkeita henkilökunnalle ja yhtiön saneeraustilanne, jossa »luotonantaja edellyttää saavansa tilapäisesti haltuunsa osakepääoman korotuksen tai osan siitä.»⁴⁰

Esimerkeistä on pääteltävissä, että osakkeenomistajien etuoikeudesta voidaan poiketa vain silloin, kun yhtiön etu sitä vaatii.⁴¹ Jos tätä ei edellytetäisi, ei määräys poikkeamisen syiden mainitsemisesta olisi johdonmukainen. Yhtiön edulla voitaneen tarkoittaa vain liiketoiminnan harjoittamisedellytysten turvaamista tai parantamista. Jotta etuoikeudesta poikkeaminen olisi perusteltua, tulee tarkoituksen olla samalla sellainen, että se ei toteutuisi antia suuntaamatta.⁴² Toisaalta lienee ymmärrettävää, ettei tätä suunnatun annin aineellista edellytystä voida asettaa kohtuuttoman ankaraksi. Riittänee, kun se on todellinen eli osoittaa, että menettelyssä ei loukata osakkeenomistajan oikeutta.⁴³ Hallituksen OYL:ia koskeneen esityksen perusteluissa korostettiin lisäksi sitä, että suunnattuja osakeanteja toteutettaessa on noudatettava yleisiä osakkeenomistajia suojaavia sääntöjä, erityisesti yhdenvertaisuusperiaatetta ja yleislauseketta (OYL 8: 14 ja 9: 16).⁴⁴ Jälkimmäisen sisältö on, ettei yhtiön elin saa ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omansa tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle

³⁹ Ruotsissa säännös mahdollisuudesta poiketa osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta otettiin osakeyhtiölakiin vuonna 1974 erityisesti siitä syystä, että se tekisi mahdolliseksi yleisten eläkerahastojen osakemerkinnät. Ks. *Rodhe*, mt. s. 56. Poikkeamismahdollisuus sisältyy kaikkien pohjoismaiden nykyisiin osakeyhtiölakeihin, joissa asiaa koskeva säännös on Ruotsin ABL 4: 2, jonka mukaan merkintäetuoikeus on vain suoritettaessa merkintähinta rahassa (kontantemission), Norjan lov om aksjeselskaper § 4—2 ja Tanskan aktieselskapsloven § 30. Ks. vanhan OYL:n 27 §:n merkityksestä *Rissanen, Kirsti*: Osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta, LM 1975, s. 872 ss.

⁴⁰ Ks. HE 27/1977 vp. s. 36.

⁴¹ Vrt. *Koski — af Schultén*, mt. II s. 155 »... edellyttää yleensä yhtiön edun sitä vaativan.» ja *Kyläkalio*, mt. s. 207 »... tulee kyseeseen lähinnä yhtiön edun sitä vaativan.»

⁴² Ks. näistä säännöistä Saksan liittotasavallan osakeyhtiöoikeudessa, josta malli pohjoismaiden normeihin on otettu *Würdinger, Hans*: Aktierecht und das Recht der verbundenen Unternehmen, Heidelberg. Karlsruhe 1981, s. 177 ss., erit. s. 180.

⁴³ Tähän viitattiin myös HE 27/1977 vp. s. 36 jossa todetaan säännön, jonka mukaan poikkeamista koskevan ehdotuksen tulee olla riittävän tarkasti perusteltu, helpottavan sen arvostelamista, onko osakkeenomistajaa suojaavia periaatteita loukattu.

⁴⁴ Ks. HE 27/1977 vp. s. 36.

epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Oikeuskäytäntö OYL:n sääntöjen merkityksestä suunnatuissa annissa puuttuu toistaiseksi.^{44a} Seuraavassa tarkastellaan lyhyesti erityisesti merkintähinnan vaikutusta entisten ja uusien osakkeiden omistajien yhtiöosuuksiin.

Osakkeen käypä hinta avoimilla osakemarkkinoilla osoittaa, minkä arvoisena osuutta yhtiövarallisuuteen kulloinkin pidetään. Kuten edellä on esitetty, osuuteen sisältyy osakkeen nimellisarvon mukaisen osakepääomaosuuden ohella yrityksen toiminnan seurauksena kertyneet tuloutuneet ja tuloutumatta olevat tuotot, joita viimeksimainittuja yhtiön kokonaisresurssit edustavat. Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että osake edustaa osuutta osakepääomaan ja muuhun yhtiön omaan varallisuuteen (josta voittovarot ja muu oma pääoma on ikäänkuin jo tuloutettu). Kun yhtiö hankkii lisää omaa varallisuutta tarjoamalla uusia yhtiöosuuksia eli osakkeita, olisi liiketaloudellisesti terve lähtökohta se, että osuudesta maksettaisiin käypä hinta. Yhtiövarallisuuden tulisi kasvaa osuuksien lukumäärän kasvua vastaavasti. Apporttiomaisuuden arvon määrittämisessä samoin kuin fuusiossakin on juuri tämä lähtökohta.

Uusmerkinnässä, jossa noudatetaan osakkeenomistajien merkintäetuoikeutta, ei merkintähinnalla ole osakkeenomistajia suojaavien periaatteiden kannalta merkitystä. Jos merkintähinta on kysyntään nähden liian korkea, ei uusia osakkeita merkitä, vaan anti epäonnistuu. Jos merkintähinta on korkein, mitä markkinoilta voidaan saada, kertyy yhtiölle emissiovoittoa lisäten sen sidottua omaa pääomaa (OYL 12: 3,1) ja yhtiövarallisuutta. Tulos ei johda osakkeenomistajien oikeuksien loukkaamiseen, mutta ei myöskään tuota heille erityistä osakeantihyötyä. Kun merkintähinta alittaa vanhojen osakkeiden käyvän hinnan, yhtiö sallii osakkeenomistajien halutessaan realisoida tuotto-osuuttaan. Tilanne on ajatuksellisesti verrattavissa voitonjakoon.

Suunnatussa annissa merkintähinnan tulee sensijaan vastata osakkeen käypää hintaa. Yksinkertaistettu esimerkki valaisee tilannetta. Oletetaan, että yhtiöllä on tuhat 100 markan nimellisarvoista osaketta, yhtiövarallisuus 400 000 ja sen mukaisesti osakkeen käypä arvo 400 mk. Jos yhtiö korottaa osakepääomaansa tarjoamalla ulkopuolisille merkittävaksi 1000 osaketta niiden nimellisarvoon, lisääntyy yhtiövarallisuus 100 000 markalla eli 500 000 markkaan. Jokaisen osakkeen arvoksi saadaan näin 250 mk. Entisten osakkeiden arvo laskee siten 150 mk:lla ja

^{44a} Eurajoen kihlakunnanoikeus katsoi 2. 9. 1986 antamassaan päätöksessä Lännen Tehtaat Oy:n yhtiökokouksen päätöksen suunnatusta annista lainvastaiseksi ja kielsi sen toimeenpanon. KO:n päätös ei ole lainvoimainen.

uuden osakkeen merkitsijä saa 100 mk:n sijoituksella 250 mk:n arvoisen yhtiöosuuden. On kiistatonta, että ulkopuoliset saavat edun entisten osakkeenomistajien kustannuksella. Edulle on myös vaikea nähdä oikeutusta.⁴⁵

Osakkeen hinta osoittaa siten yhtiöosuuden arvon. Tuo varallisuus-erä kuuluu osakkeenomistajalle joko suoraan tai osana yhtiövarallisuutta. Uuden osuuden tarjoaminen ulkopuoliselle alle käyvän arvon on yleislausekkeen vastaista siitä syystä, että hänelle tuleva etu annetaan aina joko osakkeenomistajien tai yhtiön kustannuksella. Varallisuutta luovutetaan ulkopuoliselle liian alhaisesta vastikkeesta. Näin on periaatteessa myös silloin, kun yhtiö tarjoaa uusia osakkeita merkittäväksi henkilökunnalleen alle käyvän arvon. Käytännössä etua ei kuitenkaan anneta yhtiön tai osakkeenomistajien kustannuksella niissä tapauksissa, joissa näin tarjottavien osakkeiden määrä suhteessa koko osakepääomaan on niin vähäinen, ettei menettelyllä ole tosiasiallisesti vaikutusta muiden osakkeiden arvoon.

Osakkeen käyvän hinnan määrittelyn vaikeus hankaloittaa käytännössä olennaisesti osakkeenomistajien mahdollisuuksia valvoa oikeuksiaan ja tarvittaessa ryhtyä moittimaan yhtiökokouksen osakeantipäättöstä. Samalla se lisää yhtiön johdon ja enemmistöosakkeiden liikku-matilaa suunnattujen osakeantien ehtojen, erityisesti merkintähinnan määrittelyssä. Tähän liittyvät riskit entisten osakkeiden arvon alenemisesta osakeanneissa olivat syynä siihen, että Englannin yhtiöoikeuteen otettiin vuonna 1980 määräys osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta osakeanneissa. Siihen asti osakkeenomistajien oikeuksien turvaaminen oli riippunut siitä, voitiinko merkintähinta osoittaa asetetun niin alas, että se rikkoi yhtiöoikeuden yleisiä periaatteita ja samalla entisten osakkeenomistajien oikeutta.⁴⁶

Vertailupohjana merkintähinnalle voidaan avoimilla osakemarkkinoilla toimeenpannuissa suunnatuissa anneissa ajatella käytettävän ensisijaisesti samanlaisten osakkeiden markkinahintaa. Vaikeutena on tosin hintojen jatkuva vaihtelu. Sen ohella lienee turvautettava liiketaloudellisesti määriteltyn yhtiön arvoon, joka jää ainoaksi vaihtoehdoksi silloin kun markkina-arvoa ei ole. Eräs tapa saada selville uusien osak-

⁴⁵ Ks. myös *Rodhe*, mt. s. 52 ss.

⁴⁶ Ks. tarkemmin *Boyle and Birds' Company Law*, Printed in Great Britain 1984, s. 187 ss. ja *Gowers Principles of Modern Company Law*, London 1979, s. 222 ss. Vuoden 1985 osakeyhtiöoikeuden konsolidoinnin jälkeen määräykset osakepääoman korottamisesta sisältyvät Companies Act 1985 osaan IV Allotment of shares and debentures. Merkintäetuoikeudesta (pre-emption rights) säädetään sec. 89—96. Teksti on esim. kirjassa *Butterworths Company Law Handbook*, 4th ed., 1985.

keiden käyvä arvo on järjestää ns. tarjousosakeanti.⁴⁷ Esimerkiksi niissä tapauksissa, joissa suunnattua antia käytetään yritysoston maksuvälineenä tai keinona päästä sopimukseen, voidaan myös näihin transaktioihin sisältyvät tuotto-odotukset kapitalisoida. Perusteeksi osakkeiden antamiseen alle käyvän hinnan ne eivät sensijaan kelvanne.⁴⁸

Pörssieettisiin sääntöihin sisältyvä määräys siitä, että pörssiyhtiöiden on vuosikertomuksessaan ja myös osakeantiesitteessään »annettava osakeantikorjatut tiedot osakkeiden pörssikurssin kehityksestä sekä osakekohtaiset osakeantikorjatut tiedot tuloksesta, osingosta ja omasta pääomasta viideltä viimeiseltä toimintavuodelta»,⁴⁹ on omiaan jatkossa helpottamaan osakkeenomistajan mahdollisuuksia arvostella suunnattujen antien lainmukaisuutta. Informaatioon olisi perusteltua lisätä tieto yhtiön substanssiarvosta. Samat ajan tasalle saatetut tiedot olisivat tarpeen myös yhtiökokoukselle tehtäessä päätöstä osakeannista ja sen ehdoista.

Edellä on käynyt ilmi, että suunnatun annin lainmukaisuus riippuu olennaisesti sen ehdoista. Tästä syystä OYL 4: 10,1 muodostaa aukon osakkeenomistajien suojajärjestelmässä. Lainkohta antaa nimittäin yhtiökokoukselle mahdollisuuden valtuuttaa hallitus päättämään myös suunnatuista osakeanneista. Valtuutus voidaan antaa avoimena yhtiöjärjestyksen mukaisen enimmäispääoman muodostaessa korotuksen ylärajan. Silloin ei yhtiökokouksessa ole käytettävissä niitä tietoja, joiden nojalla olisi arvosteltavissa, noudatetaanko osakkeenomistajien etuoikeudesta poikettaessa heitä suojaavia yleisiä periaatteita. Osakkeenomistajan ainoa mahdollisuus estää oikeudenloukkaukset on moittia OYL:n vastaista yhtiökokouksen päätöstä. Kanne on normaalisti nostettava kolmen kuukauden kuluessa päätöksen tekemisestä (OYL 9: 17).

Hallituksen päätöstä osakkeenomistajilla ei ole oikeutta moittia eivätkä he myöskään saa tietoa sen perusteista. Hallituksen päätökset eivät toisin sanoen ole samanlaisen osakkeenomistajien suorittaman laillisuusvalvonnan piirissä kuin yhtiökokousten päätökset.⁵⁰ Tästä syystä lakia olisi syytä muuttaa siten, että tapauksissa, joissa yhtiökokouksen valtuutus päätös sisältää oikeuden poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, sen tulisi sisältää myös ohjeet annin to-

⁴⁷ Ks. Kansallis-Osake-Pankin sijoitusmuistio. Tarjousosakeanti 2. 6.—13. 6. 1986.

⁴⁸ Vrt. Koski — af Schultén, mt. I s. 157.

⁴⁹ Ks. Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntö 38 ja 56 §.

⁵⁰ Voittaisiin mahdollisesti ajatella, että yhtiökokouksen valtuutus päätöstä voitaisiin OYL 9: 17,2:n mukaisessa vuoden määräajassa moittia sillä perusteella, että hallitus myöhemmin käyttää sille annettua valtuutusta tavalla, joka osoittaa yhtiökokouksen päätöksen toteutettuna muodostuneen lainvastaiseksi. Konstruktiio ei kuitenkaan tunnu tyydyttävältä.

teuttamisesta. Niiden perusteella tulisi voida ottaa kantaa päätöksen lainmukaisuuteen.⁵¹

5. Osakkeiden erilaisuudesta

»Osakeyhtiön kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet». Säännöstä voidaan kuitenkin poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksin. Jos yhtiöllä voi olla erilajisia osakkeita, on yhtiöjärjestyksestä käytävä ilmi myös lajien erot ja osakkeenomistajien merkintäetuoikeus osakkeissa (OYL 3: 1). Oikeudet kohdistuvat joko yhtiövarallisuuteen (voittoon ja netto-omaisuuteen) tai hallinnoimiseen. Sensijaan eivät osakkeiden yhtiössä tuottamiin oikeuksiin kuulu ne seikat, jotka vaikuttavat pelkästään osakkeiden vaihdantaan, kuten lunastettavuus tai ulkomaalaisrajoitus.⁵²

Erot hallinnoimisoikeuksissa — esimerkiksi osakkeen yhtiökokouksissa tuottamassa äänimäärässä — eivät vaikuta osuuteen yhtiövarallisuudesta (osaan yhtiössä), vaikka niillä tilanteista riippuen saattaa olla olennainen vaikutus osakkeiden markkina-arvoon.⁵³ Jokaisella osakkeella on joka tapauksessa oltava yhtiökokouksessa vähintään yksi ääni (OYL 9: 3,1). Tämä merkitsee samalla kyselyoikeutta. Osakkeenomistajan tai osakkeenomistajajoukon oikeudet lisääntyvät ääniosuuden kasvun myötä. Yli 50 %:ia kaikkien osakkeiden äänimäärästä tuo tavallisesti mukanaan määräämisvallan yhtiössä ja samalla mahdollisuuden valita yhtiön johto ja tilintarkastajat.

Entä mitä eroavuudet osakkeiden varallisuuspitöisissä oikeuksissa vaikuttavat yhtiöosuuteen? Osakkaalla on oikeus saada itselleen varoja yhtiöstä vain voitonjakona, osakepääoman tai vararahaston alentamisen yhteydessä ja netto-omaisuuden jakona selvitysmenettelyssä (OYL 12: 1). Jos osakkeiden näissä suhteissa tuottamat oikeudet eroavat toisistaan niillä on kyseisissä tilanteissa erilainen asema. Muussa suhteessa osuutta yhtiövarallisuuteen osoittaa osakkeen nimellisarvo

⁵¹ Ruotsissa on Elinkeinoelämän pörssikomitea antanut suosituksen, jonka mukaan hallituksen valtuudet tulee rajoittaa poikkeustapauksiin ja yhtiökokouksen ohjeiden mukaisiksi.

⁵² Ks. lähemmin *Huttunen, Allan*: Osakeyhtiön yhtiökokouksesta, Vaasa 1984, s. 311—312, *Koski — af Schultén*, mt. I, s. 93—95 ja *Kyläkallio*, mt. s. 120—121, jossa viimeksimainitussa muista poiketen katsotaan, että myös eri asema luovutettavuuden suhteen merkitsee erilaisuutta.

⁵³ Ks. esim. *Tuomainen*, em. artikkeli. Tässä yhteydessä on sivuutettava mielenkiintoinen oikeuspoliittinen kysymys siitä, olisiko moniääniosakkeiden käyttö kiellättävä. Ks. esim. *Rodhe*, s. 124 ss.

ja se on kaikilla osakkeilla sama. Osakkeen markkina-arvoon ovat omiaan vaikuttamaan sekä osinko-odotukset että kullekin osakkeelle yhtiön substanssiarvon nousun myötä tuleva lisäarvo.

Edellä on osoitettu, miten osakkeenomistajan merkintäetuoikeutta koskevan normin tarkoituksena on varmistaa, ettei osakkeen tai yhtiön varallisuutta siirry osakeanneissa ulkopuolisille. Toinen tapa on pyrkiä varmistamaan, että uusista osakkeista (yhtiöosuuksista) luovutetaan yhtiölle entisten osakkeiden käypää arvoa vastaava raha- tai omaisuuspanos.⁵⁴ Yhtiövarallisuutta suojataan osakkeenomistajan näkökulmasta siksi, että yhtiö voisi toteuttaa tarkoitustaan ja tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Rahastoannit tai osakeantituotot merkitsevät systemaattiselta kannalta katsottuna voitonjakoa. Ne kuuluvat osakkeenomistajille. Tästä seuraa myös, että osakkeiden merkintähinnan on oltava sama, jos niiden oikeus voittoon on sama.⁵⁵ Rahastoannissa ei osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeaminen ole OYL:n mukaan sallittua eikä suunnattu anti saa johtaa vastikkeettomaan varallisuuden siirtymiseen ulkopuolisille.

Jos joillakin osakkeilla on huonompi oikeus voittoon (tuleviin voittoihin ja/tai lopulta mahdollisesti purkamisen yhteydessä jäljelle jääneeseen netto-omaisuuteen), voisi ajatella, että myös niiden osakeantituoton suoja olisi toisiinsa osakkeisiin nähden heikompi. Ruotsin ABL 3: 1,2:n mukaan voidaankin erilajisten osakkeiden keskinäisestä merkintäetuoikeudesta määrätä yhtiöjärjestyksessä vain siinä tapauksessa, että »bolagets aktier inte skall medföra lika rätt till andel i bolagets tillgångar eller vinst».⁵⁶ Norjan ja Tanskan lakien mukaan kaikilla osakkeenomistajilla on etuoikeus merkitä uusia osakkeita riippumatta heidän omistamiensa osakkeiden lajista. Ainoa mahdollisuus rajoittaa merkintäetuoikeutta on ottaa yhtiöjärjestykseen määräys siitä, että etuoi-

⁵⁴ Ks. myös *Rodhe*, mt. s. 53.

⁵⁵ Nokian osakeannissa 28. 5.—30. 6. 1986 on siten loukattu osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta asettamalla sidottujen osakkeiden merkintähinta selvästi vapaiden osakkeiden merkintähintaa alhaisemmaksi. Ks. sijoitusmuistio s. 3.

⁵⁶ Ks. perusteluista SOU 1971: 15, s. 155: »... det vore oriktigt, om två aktieslag, som skulle ha lika rätt i tillgångar och vinst och endast skilde sig åt i fråga om rösträtt, skulle ha olika företrädesrätt till nya aktier vid ökning av aktiekapitalet, särskild om det gällde fondaktier. Detta skulle stå i uppenbar strid mot bolagsordningens bestämmelse, enligt vilken aktieslagen skulle vara lika berättigade i fråga om tillgångar och vinst.» Ks. myös *Rodhe*, mt. s. 127. Käytännössä Ruotsissa hyväksytään kuitenkin myös yhtiöjärjestyksen määräys, jonka mukaan vain äänimäärän perusteella toisistaan eroavat osakkeet tuottavat oikeuden merkitä ainoastaan samanlaisia osakkeita. Syynä on, että merkintäoikeuden käyttö antaa tällöin osakkeenomistajalle mahdollisuuden säilyttää suhteellisen osuutensa sekä yhtiövarallisuudesta että äänimäärästä. Ks. *Kedner. G — Roos C.M., Aktiebolagslagen, Del I, Lund 1982, s. 55.*

keuden saa samanlajisiin osakkeisiin kuin osakkeenomistaja ennestään omistaa.⁵⁷

Yhtiöosuuksien johdonmukainen suoja ja erilajisten osakkeiden asettaminen eri asemaan vain siinä suhteessa kuin yhtiöjärjestyksessä nimenomaan on mainittu edellyttäisi Norjan ja Tanskan sääntöjen ottamista myös meidän OYL:iimme. Ruotsin lakiin sisältyvä säännös ei nimittäin näytä ottavan riittävästi huomioon sitä, että myös yhtiön kulloisellakin substanssilla on merkityksensä osakkeen arvolle varallisuuseränä.

OYL 3: 1 edellyttää, että yhtiöjärjestys aina sisältää määräykset osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta silloin, kun yhtiössä voi olla erilajisia osakkeita. OYL 4: 2,2:n mukaan ovat, kuten OYL:ia koskevan hallituksen esityksen perusteluissa nimenomaan lausuttiin, sanotut määräykset voimassa myös rahastoannissa.⁵⁸ Näiden määräysten tarpeesta lausuttiin sanotussa esityksessä, että »voi esimerkiksi olla asianmukaista antaa kantaosakkeiden omistajille etuoikeus vain uusiin kantaosakkeisiin ja etuoikeutettujen osakkeiden omistajille vain uusiin etuoikeutettuihin osakkeisiin.»⁵⁹ OYL 4: 2,2:n sanamuodon mukaan kyse on osakelajien *keskinäisestä* merkintäetuoikeudesta eli siitä, minkä lajin osakkeita kunkin osakelajin osake oikeuttaa merkitsemään. Kaikille osakkeille on ilmeisesti tarkoitettu tulevan pääsäännön mukainen merkintäetuoikeus eli oikeus merkitä uusia osakkeita aikaisemman omistuksensa suhteessa, ellei tästä oikeudesta ole kaikkien osakkeiden kohdalla osakeannissa poikettu. Kyseessä olisi siten tavallaan yhtiöjärjestykseen otettava kohdentumissääntö. Muunlainen tulkinta olisi mitä ilmeisimmin yhdenvertaisuusperiaatteen ja yleislausekkeen vastainen.⁶⁰

Hallituksen OYL:ia koskevaan esitykseen sisältyi lisäksi OYL:n systematiikan kannalta ongelmallinen maininta siitä, että osakelajien ero voi koskea myös etuoikeutta uusiin osakkeisiin.⁶¹ Tämä kanta on omaksuttu myös kirjallisuudessa⁶² sekä patentti- ja rekisterihallituksen käytännössä.⁶³

⁵⁷ Norjan ASL 4—2 ja Tanskan ASL § 30 stk 2.

⁵⁸ Ks. HE 27/1977 vp., s. 36.

⁵⁹ HE 27/1977 vp., s. 36.

⁶⁰ Ks. asian ongelmallisuudesta etenkin yhdistettynä OYL 9: 15 määräyksiin esim. *Koski — af Schultén*, mt. I s. 158—159.

⁶¹ Ks. HE 27/1977 vp., s. 28.

⁶² Ks. *Koski — af Schultén*, mt. I s. 158—159 ja *Kyläkallio*, mt. s. 120.

⁶³ PRH tulkitsee, että esimerkiksi yhtiöjärjestykseen otettu määräys, jonka mukaan sidotuilla osakkeilla saa osakeannissa merkitä uusia sidottuja osakkeita ja vapailla osakkeilla uusia vapaita osakkeita johtaa kahden eri osakelajin syntymiseen. Muuten ei 4/5 ns. ulkomaalaislausekkeen katsota merkitsevän sidottujen ja vapaiden osakkeiden erilaaisuutta.

Se, että joiltain osakkeilta esimerkiksi kokonaan evättäisiin merkintäetuoikeus⁶⁴ merkitsisi koko osakkeen eli yhtiöosuuden luonteen muuttumista. Se tarkoittaisi, että näillä osakkeilla ei olisikaan nimellisarvon perusteella laskettua määräosuutta yhtiön varallisuuteen. Merkintäetuoikeus on nimittäin juuri tuon osuuden edustaman varallisuuden suojaamiskeino. Jos se suljettaisiin pois tulisi samalla asettaa sääntö, että merkintähinnan tulisi uusmerkinnässä olla entisten osakkeiden käypä arvo ja että rahastoanteja ei saisi toimeenpanna. Muussa tapauksessa osakkeesta muodostuisi lähinnä voitonjakoon ja nettovarallisuuteen oikeuttava ja äänioikeuden tuottava irtisanomaton laina. OYL:n systematiikka puolestaan edellyttää, että vain oikeutta voittoon ja jako-osan saantiin voidaan rajoittaa. Sensijaan säännöstä, jonka mukaan osakepääoma muodostuu samanmääräisistä osakkeista, jotka samalla osoittavat omistuksen yhtiössä, ei voida poiketa.

Myös juuri kosketellusta syystä olisi syytä selvittää OYL:n erilaisten osakkeiden merkintäetuoikeutta koskevia säännöksiä vastaamaan sisällöltään Norjan ja Tanskan normeja.

Osakkeenomistajan OYL:n mukaisten oikeuksien toteutumista on selvästi vaikeampi valvoa ja oikeussuojakeinoin taata tilanteessa, jossa yhtiöllä on useita erilaisia ja markkinoilla erihintaisia osakesarjoja. Esimerkiksi käypien hintojen määrittäminen lunastustilanteissa ja pörssieettisten sääntöjen edellyttämien osakekohtaisten tunnuslukujen laskeminen hankaloituu entisestään. Osakkeiden erilaisuus sotii myös osakkeen perusluonnetta vastaan. Siitä syystä erilaisten sarjojen runsas käyttö on omiaan johtamaan osakkeenomistajien oikeuksien heikkenemiseen, mitä ei voida pitää myönteisenä.

6. Yhteenveto

Yhteenvetona voidaan todeta, että OYL:n mukaan osake on sellainen osuus yhtiössä, jonka arvo voidaan mitata rahassa. Yhtiöosuuden itsenäinen arvo on sen vaihdantakelpoisuuden seuraus. Osakkeenomistajan oikeuksien asianmukainen huomioon ottaminen edellyttää, että yhtiövarallisuuden ja omistussuhteiden uudelleenjärjestelyissä esimerkiksi osakeanneissa ja fuusioissa menetellään siten, ettei osakkeenomistajien yhtiöosuutta, sen rahassa mitattavaa arvoa loukata. Osakkeenomistajan tulee voida lähteä siitä, ettei hänen varallisuuttaan siirretä muille yhtiön toimenpitein. Tässäkin suhteessa yhtiövarallisuus

⁶⁴ Tämä katsotaan mahdolliseksi teoksessa *Koski — af Schultén*, mt. I, s. 158—159.

Kirsti Rissanen

ja osakkeenomistajan osuus siihen on suojattu muulta kuin yhtiön liiketoiminnan tappiollisuudelta. Lisäksi osakesijoitukseen kohdistuu markkinariski (kysynnän heikkeneminen).

Edelleen on siis syytä pitää mielessä vanhan OYL:n 27 §:n oikeusohje. Yhtiön päätökset eivät saa osakkeenomistajan suostumuksetta välittömästi koskea hänen osaansa yhtiön omaisuuteen. Lisäksi tulisi edellyttää, että osakkeenomistajille annetaan ne tiedot, jotka ovat tarpeen sen toteamiseksi, että heidän oikeuksiaan kunnioitetaan.