

***Creating shared value* – osakeyhtiölaki ja sidosryhmäintressien  
integroiminen yrityksen liiketoimintaan**

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Maisteritutkielma

25.8.2020

Tekijä: Teemu Jokiharju, 014082580

Ohjaaja: Seppo Villa



Tiedekunta – Fakultet – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Koulutusohjelma – Utbildningsprogram – Degree Programme Oikeustieteen maisterin koulutusohjelma, Helsinki	
Tekijä – Författare – Author Teemu Jokiharju			
Työn nimi – Arbetets titel – Title Creating shared value – osakeyhtiölaki ja sidosryhmäintressien integroiminen yrityksen liiketoimintaan			
Oppiaine/Opintosuunta – Läroämne/Studieinriktning – Subject/Study track Kauppaoikeus			
Työn laji – Arbetets art – Level Maisteritutkielma		Aika – Datum – Month and year 25.8.2020	Sivumäärä – Sidoantal – Number of pages 79
Tiivistelmä – Referat – Abstract			
<p>Kapitalismin ongelmakohdat saavat jatkuvasti enenevässä määrin osakkeen kriittistä tarkastelua niin tiedeyhteisöltä, medialta kuin yrityssektoriltakin. Kriittikin ytimessä on ajatus siitä, että yritykset aiheuttavat voitontuottamiseen tähtäävällä toiminnallaan suuren osan yhteiskunnassa esiintyvistä sosiaalisista, ympäristöllisistä ja taloudellisista ongelmista, ja että tällaisten negatiivisten ulkoisvaikutusten tuloksena yritysten ja niiden omistajien katsotaan vaurastuvan yhteiskunnan kustannuksella. Osakkeenomistajien varallisuusarvon maksimointi kytkeytyy olennaisesti osakeyhtiöinstituution peruslähtökohtiin, ja näin ollen kapitalismin kritiikin voidaan katsoa kohdistuvan osaltaan niihin seikkoihin, joiden vuoksi osakeyhtiömuoto on poikkeuksellisen suosittu liiketoiminnan harjoittamisen väline yrityssektorin keskuudessa. Vastapuheenvuorona kritiikille <i>Michael E. Porter</i> ja <i>Mark R. Kramer</i> esittivät vuosina 2006 ja 2011 julkaistuissa artikkeleissaan teorian nimeltä <i>creating shared value</i> ("CSV"). CSV:llä tarkoitetaan menettelytapoja, jotka parantavat samanaikaisesti yhtiön kilpailukykyä sekä taloudellisia ja sosiaalisia olosuhteita niissä yhteisöissä, joissa yhtiö toimii. Yhtiöoikeuden näkökulmasta keskeisin ero yritysvastuun (<i>corporate social responsibility</i>, "CSR") ja CSV:n välillä on se, että siinä missä CSR nähdään voitonmaksimoinnista erillisenä ja sitä mahdollisesti rajoittavana tekijänä, CSV näkee toiminnan yhteiskunnallisten vaikutusten huomioimisen elintärkeänä tekijänä osakkeenomistajien voitonmaksimoinnin kannalta.</p> <p>Tutkielman tarkoituksena on analysoida, onko CSV yhteensovittavissa Suomen nykyisen osakeyhtiösääntelyn kanssa. Tutkielmassa tulkitaan OYL 1:5:n sisältöä ja selvitetään, onko CSV voitontuottamistarkoituksen kriteerit täyttävää toimintaa, jonka voimassa oleva osakeyhtiösääntely mahdollistaa. Tavoitteena on selvittää, missä määrin OYL 1:5 sallii muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien intressien huomioimisen yhtiön päätöksenteossa silloin, kun sidosryhmien huomioon ottamisen tarkoitus on pitkällä aikavälillä tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Näissä kysymyksissä perehdytään oppiin valistuneesta arvonmaksimoinnista. Toiseksi tarkoituksena on analysoida, missä määrin voimassa oleva yhtiön hallinnoinnin viitekehys yhtäältä mahdollistaa ja toisaalta kannustaa yhtiön johtoa CSV-liiketoimintaan eli käytännössä yhtiön toiminnan yhteiskuntavaikutusten ja sidosryhmien etujen huomioon ottamiseen liiketoiminnallisessa päätöksenteossa. CSV tarkoittaa usein uudistuksia yhtiön organisaatiossa ja innovointia; tällaisia toimia rajoittavia rajapintoja ovat lähtökohtaisesti yhtiön toiminnan tarkoitus sekä yhtiön toimiala. Toisaalta yhtiön johdon välinpitäättömyys sidosryhmiä ja yhteiskuntaa kohtaan voi johtaa tappioihin yhtiölle. Tällaisessa tapauksessa päätöksenteon rajapintana on OYL 1:8:n johdon huolellisuusvelvollisuus sekä OYL 22:1:n mukainen johdon vahingonkorvausvastuu yhtiölle aiheutetusta vahingosta.</p> <p>Lähestymiskulmana on käytännöllinen lainoppi: tarkoituksena on testata yhtiöoikeuden piirissä muodostettuja systematisointeja ja teorioita CSV:n mukanaan tuomien liike-elämän ongelmatilanteiden kontekstissa. Tavoitteena on siten esittää OYL:n yleisiä periaatteita koskevia tulkintasuosituksia. Tulkinnassa noudatetaan oikeuslähteoppia: lähtökohtana on lain sanamuodon tulkinta, jota tuetaan erityisesti lain esitetyillä kannanotoilla. Oikeuskäytäntöön viitataan siltä osin, kuin sitä on käsiteltävistä kysymyksistä annettu. Tulkinnan apuna hyödynnetään sekä kotimaista että ulkomaista oikeuskirjallisuutta, minkä lisäksi erityisesti voitontuottamistarkoituksen analyysin yhteydessä tulkinta-aineistoon on otettu mukaan myös liiketaloustieteellistä aineistoa.</p> <p>Esitän tässä tutkielmassa muutaman keskeisen väitteen. Väitän, että vaikka yhtiön etu samastetaan usein osakkeenomistajien etuun, kyse on enemmänkin tosiasiallisesta kuin käsitteellisestä yhteydestä. Yhtiön residuaalikassavirran omistajina osakkeenomistajat lähtökohtaisesti hyötyvät aina yhtiön arvon kasvattamisesta, ja yhtiön etu johtaa siten lähtökohtaisesti osakkeenomistajien etuun. Osakkeenomistajien etu ei kuitenkaan ole sama asia kuin yhtiön etu, sillä esimerkiksi tilanteissa, joissa osakkeenomistajat pyrkivät toimimaan opportunistisesti suhteessa yhtiön velkoihin, osakkeenomistajien intressissä voi olla sellainen toiminta, joka tosiasiallisesti tuhoaa yhtiön arvoa. Pidän järkevänä tulkintana sitä, että yhtiön arvoa tuhoava toiminta ei voi missään tilanteessa olla yhtiön edun mukaista. Toiseksi väitän, että OYL 1:5:n tulkinnassa keskeinen oppi valistuneesta arvonmaksimoinnista on eräänlainen CSV-liiketoimintamallin oikeudellinen vastinpari. Esitän lisäksi, että valistunut arvonmaksimointi on paitsi mahdollinen ja mielekäs, myös pääsääntöisesti ainoa rationaalinen tapa tulkita OYL 1:5:n tosiasiallista sisältöä. Näin ollen CSV-liiketoiminnan periaatteet ja osakeyhtiön toiminnan tarkoitus nyky muodossaan eivät ole ristiriidassa keskenään. Kolmanneksi väitän, että OYL:n yhtiön johdon toimintaa määrittävä sääntely mahdollistaa CSV:n harjoittamisen lähes ongelmitta ja myös kannustaa siihen <i>de jure</i>, muttei välttämättä <i>de facto</i>. Näin ollen vastuu CSV-periaatteiden integroimisesta yhtiön liiketoimintaan siirtyy jossain määrin osakkeenomistajakollektiiville, mikä voidaan toisaalta nähdä myös ilmentymänä riskin ja kontrollin osakkeenomistajille yleisestikin allokoivasta osakeyhtiöinstituution taustaperiaatteesta.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords creating shared value, CSV, johdon tehtävä, liiketaloudellisen perusteen vaatimus, osakeyhtiö, osakkeenomistajakeskeisyys, toiminnan tarkoitus, valistunut arvonmaksimointi, yhtiöoikeus			
Ohjaaja tai ohjaajat – Handledare – Supervisor or supervisors Seppo Villa			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Helsingin yliopiston kirjasto, Helsingfors universitets bibliotek, Helsinki University Library			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

# SISÄLLYS

SISÄLLYS	I
LYHENTEET	III
KUVIOT JA TAULUKOT	IV
1 JOHDANTO	1
1.1 Kapitalismi ja osakeyhtiö 2000-luvulla	1
1.1.1 Kapitalismin kritiikistä	1
1.1.2 Osakeyhtiöinstituution peruslähtökohdista	3
1.1.3 <i>Creating shared value</i>	7
1.2 Tutkimuskysymys ja aiheen rajaus	11
1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto	13
1.4 Tutkimuksen rakenne	14
2 OSAKEYHTIÖN TOIMINNAN TARKOITUS JA <i>CREATING SHARED VALUE</i>	16
2.1 Voiton tuottaminen osakkeenomistajalle ja yhtiön etu	16
2.1.1 Osakeyhtiön toimintaympäristö	16
2.1.2 Osakkeenomistajakeskeisyys	18
2.1.3 Voiton tuottaminen osakkeenomistajalle	26
2.1.4 Osakeyhtiön voitontuottamisketju ja valistunut arvonmaksimointi	30
2.1.5 Eroavaisuudet yhtiön ja osakkeenomistajien etujen välillä	35
2.1.6 Voiton tuottaminen yhtiölle	40
2.2 <i>Creating shared value</i> ja voiton tuottaminen osakkeenomistajille	44
2.2.1 CSV ja osakeyhtiö	44
2.2.2 CSV ja valistunut arvonmaksimointi: empiirisiä havaintoja	48
2.3 Johtopäätöksiä	51
3 <i>CREATING SHARED VALUE</i> JA OSAKEYHTIÖN HALLINTO	53
3.1 Osakeyhtiön hallitus ja <i>creating shared value</i>	53
3.2 Rajapinta I: Toiminnan tarkoitus ja yhtiön toimiala	54
3.2.1 Yhtiön toiminnan tarkoitus ja liiketaloudellisen perusteen vaatimus	54
3.2.2 Oikeustoimien sitovuus	60
3.2.3 Seuraukset rajapinnan I rikkomisesta	65
3.3 Rajapinta II: Johdon huolellisuusvelvollisuus liiketoimintapäätöksissä	67
3.4 Johtopäätöksiä	75
4 LOPUKSI	77



## LYHENTEET

BRJ	<i>business judgement rule</i>
CAP-malli	<i>capital asset pricing model</i>
CSR	<i>corporate social responsibility, yrityksen yhteiskuntavastuu</i>
CSV	<i>creating shared value</i>
<i>Div</i>	osingonjako
$E[r_{MRK}]$	<i>expected market return, arvopaperimarkkinoiden tuotto-odotus</i>
EOYL	osakeyhtiölaki 734/1978
ESG	<i>environmental, social and governance</i>
<i>FCF</i>	<i>free cash flow, vapaa kassavirta</i>
<i>g</i>	<i>growth, kasvunopeus</i>
KPL	kirjanpitolaki 1336/1997 muutoksineen
OYL	osakeyhtiölaki 624/2006 muutoksineen
<i>P</i>	osakkeen hinta
<i>p</i>	<i>probability, todennäköisyys</i>
<i>PV</i>	<i>present value, nykyarvo</i>
<i>r</i>	<i>required rate of return, tuottovaatimus</i>
$r_E$	<i>required rate of return for equity, oman pääoman kustannus</i>
$r_f$	<i>risk-free rate of return, riskitön korkokanta</i>
$r_{wacc}$	<i>weighted average cost of capital, painotettu pääomankustannus</i>
SRI	<i>socially responsible investing</i>
$\beta$	beeta-kerroin

**KUVIOT JA TAULUKOT**

Kuva 1: Tutkimuksen rakenne	14
Kuva 2: Klassinen sidosryhmämalli	16
Kuva 3: Voitontuottamisprosessi	31
Kuva 4: Markkina-arvotase omaisuuseriin jaettuna	32
Kuva 5: Markkina-arvotase jaettuna kassavirtoihin ja rahavaroihin	33
Kuva 6: Kasvun ja sijoitetun pääoman tuoton yhteys arvonmaksimointiin	44

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Kapitalismi ja osakeyhtiö 2000-luvulla

### 1.1.1 Kapitalismin kritiikistä

” *Capitalism is under siege. Diminished trust in business is causing political leaders to set policies that sap economic growth. Business is caught in a vicious circle. The purpose of the corporation must be refined around creating shared value.* ”

Näillä sanoilla *Michael E. Porter* ja *Mark R. Kramer* aloittavat vuonna 2011 julkaistun artikkelinsa ”*The Big Idea: Creating Shared Value*”. Erityisesti viime vuodet ovat osoittaneet Porterin ja Kramerin huolen kapitalismin legitimitetistä aiheelliseksi: kapitalismin (jolla tarkoitetaan yleisesti tuotannontekijöiden yksityisomistukseen rakentuvaa talousjärjestelmää<sup>1</sup>) ongelmakohdat saavat jatkuvasti enenevässä määrin osakseen kriittistä tarkastelua niin tiedeyhteisöltä, medialta kuin yrityssektoriltakin.

Kapitalismiin kohdistuvan kritiikin ytimessä on ajatus siitä, että yritykset aiheuttavat voiton-tuottamiseen tähtäävällä toiminnallaan suuren osan yhteiskunnassa esiintyvistä sosiaalisista, ympäristöllisistä ja taloudellisista ongelmista, ja että tällaisten negatiivisten ulkoisvaikutusten tuloksena yritysten ja niiden omistajien katsotaan vaurastuvan muun yhteiskunnan kustannuksella.<sup>2</sup> Kapitalismia kritisoiva liikehdintä on ollut moninaista. Vuonna 2011 amerikkalainen protestiliike *Occupy Wall Street* keräsi mielenosoittajia kaduille vastustamaan erityisesti finanssisektorin julkisessa keskustelussa vastuuttomaksi katsottua toimintaa. Kapitalismin kritiikki on saanut merkittävää huomiota myös akateemisessa yhteisössä: esimerkiksi voidaan mainita ranskalaisen ekonomisti *Thomas Piketty*n teos ”Pääoma 2000-luvulla”, jossa kiinnitetään huomiota erityisesti kapitalismin merkitykseen varallisuuserojen kasvulle. *Piketty* näkee pitkän aikavälin talouskasvun ylittävän pääomantuoton johtavan meritokraattisista ihanteista poikkeavaan varallisuuserojen kasvuun ja pitkällä aikavälillä taloudellisen eriarvoistumisen uhkana jopa modernille demokratialle.<sup>3</sup>

Vuosi 2019 oli eräänlainen merkkipaalu kapitalismin ongelma-kohtia kritisoivassa diskurs- sissa, sillä ongelmakysymyksiin ottivat kantaa sekä yrityssektori että talousmedia. Elo- kuussa yhdysvaltalaisista suuryritysten johtajista koostuva *Business Roundtable* esitti

---

<sup>1</sup> Ks. esim. Eklund 2015, s. 120–121.

<sup>2</sup> Porter – Kramer 2011, s. 64.

<sup>3</sup> Piketty 2013, s. 35–36.

yrittäjien hallinnointia koskevissa periaatteissaan (*Principles of Corporate Governance*) uudistetun kannanoton yhtiön toiminnan tarkoituksesta: yritykset sitoutuvat luomaan arvoa asiakkailleen, panostamaan työntekijöidensä hyvinvointiin ja koulutukseen, kohtelemaan toimittajiaan oikeudenmukaisesti ja eettisesti, tukemaan yritysten toimintaympäristöön läheisesti liittyviä paikallisia yhteisöjä sekä luomaan pitkäaikaista omistaja-arvoa.<sup>4</sup> Yhtiön tarkoituksena ei siten ole pelkästään osakkeenomistajien etujen edistäminen kuten järjestön aiemmassa linjauksessa.<sup>5</sup>

Diskurssin seuraava askel nähtiin syyskuussa 2019, kun *Financial Times*, eräs maailman arvostetuimmista talouslehdistä, uudisti ohjelmalinjauksensa.<sup>6</sup> Uuden linjauksen keskeisenä sanomana on, että yritysten tulee asettaa toiminnalleen myös muita päämääriä kuin voiton tavoittelu. Lehden päätoimittaja *Lionel Barber* esittää, että erityisesti finanssikriisin jälkeisen vuosikymmenen aikana yritystoiminnan fokuoituminen voiton ja omistaja-arvon maksimointiin on johtanut liberaalin kapitalismin ahdinkoon. Yritysten omistaja-arvon maksimointiin kohdistuva kapeakatseisuus vaarantaa sen vaurauden kasvun, teknologisen kehityksen, köyhyyden vähentymisen ja elintason nousun trendin, jonka kapitalismi on tarjonnut ihmiskunnalle viimeisen 50 vuoden aikana.

Samankaltaisia puheenvuoroja on sittemmin esitetty lukuisia. Lokakuussa 2019 *Bank of Englandin* johtaja *Mark Carney* varoitti ilmastonmuutokseen välinpitämättömästi suhtautuvia yrityksiä ja toimialoja vakavista taloudellisista riskeistä, jotka realisoituessaan johtavat omistaja-arvon tuhoamiseen ja konkurssiin.<sup>7</sup> Myös suuret institutionaaliset osakkeenomistajat ovat alkaneet sisällyttää vaikuttamispolitiikkaansa sidosryhmäintressien huomiointiin liittyviä vaatimuksia, kuten voidaan havaita esimerkiksi maailman suurimman rahastoyhtiö *BlackRockin* toimitusjohtaja *Larry Finkin* kirjeistä portfolioyhtiöiden toimitusjohtajille.<sup>8</sup>

Ominaista kapitalismin kohtaamalle kritiikille on, että se on kohdistunut erityisesti viimeisen vuosikymmenen aikana yhtiön toiminnan osakkeenomistajakeskeisyyteen.<sup>9</sup> Kritiikin ydin heijastaa ajatusta siitä, että osakeyhtiöinstituution voitontuottamistarkoitus ohjaa tosiasia

---

<sup>4</sup> Business Roundtable 19.8.2019.

<sup>5</sup> Jokaisessa *Business Roundtablen* yrityksen hallinnoinnin periaatteita koskevassa julistuksessa on vuodesta 1997 lähtien korostettu osakkeenomistajakeskeisyyttä.

<sup>6</sup> *Financial Times* 16.9.2019.

<sup>7</sup> *The Guardian* 13.10.2019.

<sup>8</sup> *BlackRock* 3.8.2020. Vuoden 2019 kirjeessä *Fink* käsittelee arvonaluomista pitkällä aikavälillä. Vuoden 2020 kirjeen keskeisenä teemana on ilmastonmuutos.

<sup>9</sup> Osakkeenomistajakeskeisyyteen viitataan kansainvälisesti termillä *shareholder primacy*.



yhtiön kartuttamaan osakkeenomistajien varallisuutta eräänlaisena nollasummapelinä muun yhteiskunnan ja erityisesti yhtiön keskeisimpien sidosryhmien kustannuksella. Perinteisenä mittapuuna käytetyn osakkeenomistajien varallisuusarvon maksimoinnin pelätään tällöin ohjaavan yhtiön liiketoiminnan harjoittamisen ja päätöksenteon fokuksen yhteiskunnallisessa mittakaavassa lyhytnäköiseen ja pitkällä aikavälillä kestävämpään toimintaan.<sup>10</sup>

### 1.1.2 Osakeyhtiöinstituution peruslähtökohdista

Osakkeenomistajien varallisuusarvon maksimointi kytkeytyy olennaisesti osakeyhtiöinstituution peruslähtökohtiin. Osakeyhtiö (jäljempänä termillä ”osakeyhtiö” viitataan myös yleisesti rajavastuuyhtiöihin, ellei asiayhteydessä ole ilmeisesti kyse Suomen oikeuden alaan kuuluvasta osakeyhtiöstä) on yleisin yritystoiminnan organisoitumisen muoto paitsi maailmanlaajuisesti<sup>11</sup> myös Suomessa<sup>12</sup>. Kapitalismin kritiikin voidaan katsoa kohdistuvan osaltaan niihin seikkoihin, joiden vuoksi osakeyhtiömuoto on poikkeuksellisen suosittu liiketoiminnan harjoittamisen väline yrityssektorin keskuudessa.

Osakeyhtiö on ennen kaikkea yritystoiminnan rahoituksen väline, joka toteuttaa kapitalismille ominaista tuotannontekijöiden (tässä tapauksessa pääoman) yksityisomistusta. Osakeyhtiömuoto perustuu viidelle tunnuspiirteelle<sup>13</sup>, jotka kaikki palvelevat riskillisen yritystoiminnan rahoittamisen mielekkyyttä. Tunnukspiirteiden olennaisuutta riskillisen liiketoiminnan harjoittamiselle korostaa se, että ne toistuvat maailmanlaajuisesti eri oikeudenkäyttöalueiden osakeyhtiömuodoissa lähes sellaisenaan.

Osakeyhtiö on ensinnäkin itsenäinen oikeushenkilö.<sup>14</sup> Se omistaa itse oman varallisuutensa, mikä yhtäältä antaa yhtiön velkojille etuoikeuden yhtiön omaisuuteen verrattuna osakkeenomistajiin tai heidän velkojiinsa (engl. *priority rule*) ja toisaalta estää osakkeenomistajaa likvidoimasta yhtiön omaisuutta lunastaakseen sijoitustaan takaisin (engl. *liquidation protection*). Oikeushenkilöllisyyteen liittyy myös olennaisesti oikeustoimikelpoisuus eli yhtiön kyky (edustajan välityksellä) määrätä omista oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan. Erityisesti osakkeenomistajan kykenemättömyys tekemänsä sijoituksen pakkolunastukseen suojelee yhtiön toiminnan jatkuvuutta ja sen arvoa *going concern* ja vähentää siten olennaisesti

---

<sup>10</sup> Ks. esim. French – Mayson – Ryan 2016, s. 31–32 ja siinä viitatu lähteet.

<sup>11</sup> Kraakman ym. 2017, s. 1.

<sup>12</sup> Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 1 sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 58.

<sup>13</sup> Kraakman ym. 2017, s. 5–15.

<sup>14</sup> Yhtiön oikeushenkilöllisyydestä ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 281–289, sekä Kraakman ym. 2017, s. 5–8.

osakkeenomistajan myöntämän rahoituksen riskiä: omistajien vaihtuminen ei vaaranna yhtiön toiminnan jatkuvuutta ja toisaalta yhtiön arvo on riippumaton sen osakkeenomistajien taloudellisesta asemasta ja intresseistä.<sup>15</sup>

Toiseksi, osakkeenomistajien riski rajoittuu heidän osakkeidensa arvon menetykseen.<sup>16</sup> Kyseessä on oikeushenkilöllisyyden käänteisilmiö: myöskään osakeyhtiön velkojat eivät voi saataviensa suoritukseksi vaatia maksua osakkeenomistajilta.<sup>17</sup> Tämä edesauttaa olennaisesti osakkeenomistajien sijoitusportfolioiden hajauttamista, sillä ilman tällaista riskin rajaamista osakkeenomistaja joutuisi sen rajoittamiseksi osallistumaan aktiivisesti yhtiön toimintaan.

Sijoitusten hajauttaminen taas luo perustan arvopaperimarkkinoiden hinnoittelumekanismille. Sijoitukseen liittyvä riski voidaan jakaa markkinariskiin sekä yrityskohtaiseen riskiin. Markkinariskillä tarkoitetaan osakkeen tuoton vaihtelua, joka johtuu markkinoiden laajuisista seikoista, ja joka edustaa eri yrityksille yhteistä riskiä. Yrityskohtaisella riskillä puolestaan tarkoitetaan osakkeen tuoton vaihtelua, joka johtuu yrityskohtaisista seikoista ja on ominaisuuksiltaan itsenäinen ja riippumaton muista osakkeista. Koska yrityskohtainen riski on riippumaton osakkeiden välillä, sen osuus portfolioissa voidaan minimoida hajauttamisen avulla, optimaalisessa tilanteessa sijoittamalla markkinaportfolioon. Kun sijoitusten lukumäärä kasvaa, portfolion yrityskohtainen riski lähestyy nollaa. Tästä johtuen arvopaperimarkkinoiden rahoitusmekanismi perustuu yleisesti ajatukselle siitä, että osakkeenomistajille kompensoidaan ainoastaan sijoituksen sisältämä markkinariski, jota voidaan mitata esimerkiksi beeta-kertoimen avulla.<sup>18</sup> Osakkeenomistajan vastuun rajauksen puuttuminen johtaisi epäoptimaaliseen hajautukseen ja siten tilanteeseen, jossa yritysten oman pääoman kustannus kasvaisi joko siksi, että rahoituksen saatavuus vähenisi osakkeenomistajien joutuessa osallistumaan aktiivisesti valitsemiensa yhtiöiden hallinnointiin tai siksi, että osakkeenomistajat vaatisivat riskipremiota myös yrityskohtaisesta riskistä.

Kolmas tunnusmerkki on osakkeiden luovutuskelpoisuus. Luovutuskelpoisuus on eräänlainen seuraus yhtiön likvidaatiosuojasta: sijoituksensa pakkolunastamisen sijaan osakkeenomistaja voi realisoida sijoituksensa nykyhetkessä myymällä osakkeensa käypään hintaan. Luovutuskelpoisuus suojelee näin olennaisesti yhtiön toimintaa *going concern*. On tosin

---

<sup>15</sup> Vrt. henkilöyhtiöt.

<sup>16</sup> Ilmiötä käsiteltäessä puhutaan perinteisesti osakkeenomistajan rajoitetusta vastuusta. Termi on siinä mielessä harhaanjohtava, että osakkeenomistajalla ei lähtökohtaisesti ole minkäänlaista vastuuta yhtiön velvoitteista. Aiheesta ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 16.

<sup>17</sup> Rajoitetusta vastuusta ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 289–303, sekä Kraakman ym. 2017, s. 8–9.

<sup>18</sup> Modernista portfolioteoriasta ks. Markowitz 1952, Lintner 1965, Mossin 1966, Sharpe 1964 sekä Treynor 1962.

huomattava, että osakkeiden vaihdantaa rajoitetaan tosiasiasa huomattavasti julkisten arvo-paperimarkkinoiden ulkopuolella.

Neljäs ja viides tunnusmerkki liittyvät kiinteästi toisiinsa. Osakeyhtiössä yhtiön johto ja omistus on erotettu toisistaan.<sup>19</sup> Yhtiötä johdetaan hallituksen ja operatiivisen johdon välityksellä: ne tekevät valtaosan yhtiön päätöksistä ja niillä on yleinen valta edustaa yhtiötä. Osakkeenomistajat taas omistavat<sup>20</sup> yhtiön siinä mielessä, että heillä on viimesijainen kontrollioikeus yhtiössä sekä oikeus yhtiön nettovarallisuuteen.<sup>21</sup> Koska osakkeenomistajilla on oikeus yhtiön nettovarallisuuteen, johdon luonnollinen tehtävä on osakkeenomistajien asiämiehenä<sup>22</sup> kasvattaa nettovarallisuus mahdollisimman suureksi. Johdon ja omistuksen erillisyyden etu yritystoiminnan harjoittamiselle on ilmeinen: osakkeenomistajan ei tarvitse osallistua yhtiön johtamiseen, jolloin hän voi hajauttaa portfolionsa tehokkaasti. Asiantunteva johto taas voi hyödyntää liiketoiminnallista tietotaitoaan ilman, että sen tarvitsisi itse rahoittaa tietotaitoon sidottua liiketoimintaa. Kansantalouden mittakaavassa johdon ja omistuksen erillisyyden johtaa siten resurssien tehokkaaseen allokointiin.

Johdon ja omistuksen erillisyydestä seuraa ns. päämies-agentti-ongelma: koska johdolla on selkeä informaatioetu yhtiön asioista, osakkeenomistajilla on rajalliset mahdollisuudet varmistua siitä, että johto tosiasiasa toimii osakkeenomistajien edun mukaisesti. Johdolla on tällöin insentiivi toimia opportunistisesti ja pyrkiä hyötymään sen hallinnassa olevasta varallisuudesta osakkeenomistajien kustannuksella.<sup>23</sup> Eräs keskeisimmistä yhtiöoikeuden tehtävistä onkin ratkoa johdon ja osakkeenomistajien välistä päämies-agentti-ongelmaa ja kannustaa johtoa toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti.

Kapitalismin kritiikki liittyy olennaisilta osin osakeyhtiöinstituution tunnusmerkkeihin. Esimerkiksi osakkeenomistajien rajoitettu vastuu yhtiön velvoitteista voi johtaa

---

<sup>19</sup> Johdon ja omistuksen erillisyydestä ks. Shleifer – Vishny 1997, s. 740–748, sekä Mähönen – Villa 2015, s. 240 – 254.

<sup>20</sup> Omistuksen käsitteestä on esitetty tässä yhteydessä kritiikkiä. Osakkeenomistajat eivät varsinaisesti omista yhtiötä. Osakkeenomistajat omistavat *osakkeita*, jotka tuottavat tiettyjä oikeuksia yhtiössä. Sen sijaan osakeyhtiö omistaa itse oman varallisuutensa. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 205, sekä Kraakman ym. 2017, s. 5–6. Osakeyhtiö on lisäksi henkilöoikeuden näkökulmasta oikeuskelpoinen ja oikeustoimikelpoinen henkilö eikä kohde, jonka voisi omistaa esineoikeudellisessa mielessä.

<sup>21</sup> Keskeistä on ymmärtää, että osakkeenomistajien kontrolli sisältää vain tiettyjä hallinnointioikeuksia yhtiössä, kuten oikeuden valita yhtiön hallitus sekä päättää yhtiön kaikista fundamentaalisimmista asioista. Osakkeenomistajilla ei kuitenkaan ole lakisääteistä oikeutta kontrolloida yhtiön johtoa liiketoiminnan harjoittamisessa johdon valitsemisen ja erottamisen sekä yhtiön toiminnan tarkoituksen ja toimialan määrittämisen ulkopuolella kuin poikkeuksellisesti.

<sup>22</sup> Johdon asiamiesroolista osakkeenomistajiin nähden ks. Mähönen – Villa 2015, s. 365–372.

<sup>23</sup> Shleifer – Vishny 1997, s. 742–744.

osakkeenomistajat harjoittamaan negatiivisia ulkoisvaikutuksia sisältävään toimintaan, sillä osakeyhtiömuoto suojaa heitä toiminnan harjoittamisen kielteisiltä seuraamuksilta.<sup>24</sup> Toisaalta osakeyhtiön johto toimii osakkeenomistajien eräänlaisena asiamiehenä, jonka tavoitteena on kasvattaa osakkeenomistajille kuuluvaa yhtiön nettovarallisuutta. Tällöin riskinä on, että johto tekee päätöksensä vain ja ainoastaan osakkeenomistajien intressissä, tavoitteenaan kartuttaa osakkeenomistajien varallisuutta tarvittaessa yhtiön muiden sidosryhmien kustannuksella.

Suomen lain mukaan rekisteröityihin osakeyhtiöihin sovelletaan osakeyhtiölakia (osakeyhtiölaki 624/2006 muutoksineen, jäljempänä ”OYL”), joka sisältää edellä kuvatut osakeyhtiön tunnusmerkit. OYL:lle ominainen piirre on sen periaatekeskeisyys: lain ensimmäisessä luvussa on esitetty osakeyhtiöoikeuden yleiset periaatteet, jotka yhtäältä helpottavat lain yksityiskohtaisempien säännösten tulkintaa ja soveltamista ja toisaalta toimivat myös itsenäisinä oikeusperiaatteina tilanteissa, joissa yksityiskohtaiset säännökset eivät tarjoa oikeudelliseen kysymykseen selkeää vastausta.<sup>25</sup> Erityisesti liiketoiminnan harjoittaminen osakeyhtiössä nojaa pitkälti yleisiin periaatteisiin.

Keskeisiä periaatteita liiketoiminnan harjoittamisen ja samalla kapitalismin kritiikin näkökulmasta ovat yhtiön toiminnan tarkoitus sekä johdon tehtävä yhtiössä.<sup>26</sup> OYL 1:5:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. OYL 1:8:n mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Yhtiön edun katsotaan lähtökohtaisesti tarkoittavan OYL 1:5:n mukaista yhtiön toiminnan tarkoitusta, eli pääsääntöisesti voiton tuottamista osakkeenomistajille.<sup>27</sup> OYL näyttäisi ensikatsomalta siten johtavan juuri siihen ongelmaan, josta kapitalismia jatkuvasti kritisoidaan.

OYL:n esitöissä on kuitenkin täsmennetty periaatteiden sisältöä. Voittoa pyritään tuottamaan osakkeenomistajille pitkällä aikavälillä.<sup>28</sup> Suomen osakeyhtiöoikeuden käsityksen

---

<sup>24</sup> Ongelma on oikeuskäytännössä johtanut oppiin vastuun samastamisesta (engl. *piercing the corporate veil*). Ks. esim. Mähönen – Villa 2015, s. 405–411, sekä Savela 2015, s. 401–418.

<sup>25</sup> HE 109/2005 vp, s. 36–37.

<sup>26</sup> Vaikka tässä yhteydessä käsitellään Suomen osakeyhtiölain yleisiä periaatteita, vastaavia periaatteita noudatetaan eri rajavastuuyhtiömuodoissa myös muualla maailmassa.

<sup>27</sup> Ks. Pönkä 2013a, s. 22, ja siinä viitattu kirjallisuus. Suurin osa osakeyhtiöistä perustetaan juuri voitontuotamistarkoituksessa. Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 28. Myös maailmanlaajuisesti osakeyhtiöt ovat taipuvaisia omaksumaan lainsäädännön tarjoamat olettasäännökset toimintansa perustaksi. Ks. Kraakman ym. 2017, s. 20.

<sup>28</sup> HE 109/2005 vp, s. 39.

voitontuottamisesta katsotaan olevan lähellä teoriaa valistuneesta arvonmaksimoinnista<sup>29</sup> (engl. *enlightened shareholder value*), jolla tarkoitetaan velvollisuutta ottaa yhtiön toiminnassa huomioon yhtiön sidosryhmien intressit yhtiön pitkäaikaisen markkina-arvon maksimimiseksi.<sup>30</sup> Keskeistä on kuitenkin se, että voitontuottamisen keinot ovat yhtiön johdon päätösvaltaan kuuluva asia.

OYL:n keskiössä on OYL 1:5:n mukaisesti osakkeenomistaja. Suomalaisessa osakeyhtiössä korostuvat näin ollen ne samat kritiikin kohteet, joita osakeyhtiöinstituutio ja kapitalismi kohtaavat maailmanlaajuisesti. Koska OYL:ssä on määritelty yhtiön toiminnan tavoitteeksi voiton tuottaminen osakkeenomistajalle määrittelemättä voiton tuottamisen *keinoja*, lain sanamuoto näyttäisi paitsi mahdollistavan myös tarvittaessa kannustavan menettelyyn, jossa voittoa tuotetaan osakkeenomistajille tarpeen tullen yhtiön sidosryhmien kustannuksella.

### 1.1.3 *Creating shared value*

Kritiikki on herättänyt laajaa keskustelua yrityksen yhteiskuntavastuusta. Yhteiskuntavastuun kantavana ideana on, että yritys luopuu vapaaehtoisesti tietyssä määrin voitontuottamisesta sidosryhmiensä hyväksi.<sup>31</sup> Yritys ylittää tällöin lakisääteiset velvollisuutensa huomioimalla filantrooppisesti toiminnassaan myös työntekijänsä, toimintansa ympäristövaikutukset, paikalliset yhteisöt sekä toimiansa eettisyyden. Yritykset ovat perinteisesti perustelleet yhteiskuntavastuuvälintöjään moraalilla velvollisuuksilla, maineella, toiminnan kestävyydellä sekä yhteiskunnalta saadulla työrauhalla (engl. *license to operate*).<sup>32</sup> Yhteiskuntavastuu on siten vastaus yhtiöön kohdistuvaan ulkopuoliseen paineeseen. Yhteiskuntavastuun ongelma kuitenkin on, että se näkee yritysten ja yhteiskunnan intressit toistensa kanssa kilpailevina ja ristiriitaisina.<sup>33</sup> Lisäksi OYL:n näkökulmasta yhteiskuntavastuun motiivit aiheuttavat herkästi laintulkinnallisia ongelmia yhtiön toiminnan tarkoitusta koskevan säännöksen vuoksi.<sup>34</sup>

---

<sup>29</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 243.

<sup>30</sup> Jensen 2001, s. 16.

<sup>31</sup> Bénabou – Tirole 2010, s. 2.

<sup>32</sup> Ks. aiheesta Millon 2010, s. 21–26. Kirjoittaja näkee sidosryhmäintressien laiminlyönnin keskeisimpinä riskeinä riskiä yhtiön vahingonkorvausvastuusta sidosryhmän edustajia kohtaan sekä yhtiön maineriskiä.

<sup>33</sup> Porter – Kramer 2006, s. 81–82.

<sup>34</sup> Vrt. Elhauge 2005. Kirjoittaja katsoo, että sidosryhmäintressit laiminlyövään toimintaan liittyvät sosiaaliset ja moraaliset sanktiot ohjaavat yhtiön johdon uhraamaan yhtiön voittoa *business judgement rulen* turvin sidosryhmien eduksi myös silloin, kun osakkeenomistajakeskeisyys on vahvistettu lainsäädännössä.

Mutta mitä jos yhtiön ei vastuullisesti toimiakseen tarvitsisikaan luopua voitontuottamisesta osakkeenomistajille? Mitä jos yhtiön omistaja-arvon maksimoinnin ei tarvitsisikaan vaarantaa sitä 50 vuotta kestänyttä vaurauden ja hyvinvoinnin kasvutrendiä, jonka *Lionel Barber* pelkää jäävän kapitalismin jalkoihin? Lisäksi, mitä jos nykyinen osakeyhtiösääntely paitsi mahdollistaisi, myös kannustaisi yhtiön johtoa tällaiseen omistaja-arvon maksimointiin, joka ei ole ristiriidassa yhteiskunnallisen vaurauden ja hyvinvoinnin maksimoinnin kanssa?

*Michael E. Porter* ja *Mark R. Kramer* esittivät vuosina 2006 ja 2011 julkaistuissa artikkeleissaan teorian nimeltä *creating shared value* (jäljempänä ”CSV”). CSV:llä tarkoitetaan menettelytapoja, jotka parantavat samanaikaisesti yhtiön kilpailukykyä sekä taloudellisia ja sosiaalisia olosuhteita niissä yhteisöissä, joissa yhtiö toimii. CSV luo arvoa tunnistamalla ja laajentamalla yhteiskunnallisen ja taloudellisen kehityksen välisiä yhteyksiä.<sup>35</sup> CSV:ssä on keskeistä ymmärtää yrityssektorin ja yhteiskunnan välttämätön yhteys: yritykset tarvitsevat menestyäkseen hyvinvoivaa yhteiskuntaa, ja hyvinvoiva yhteiskunta tarvitsee menestyviä yrityksiä. Sekä yritysten että yhteiskunnan päätökset tulisi tehdä sillä edellytyksellä, että ne hyödyttävät kokonaisuutena arvioiden molempia. Yhtiön lyhytaikainen voitto yhteiskunnan kustannuksella johtaa pitkällä aikavälillä molempien tappioon. Näin ollen yritysten tulisi kilpailukykyänsä säilyttämiseksi integroida yhteiskunnallinen perspektiivi suoraan liiketoimintansa keskiöön.<sup>36</sup> CSV on näin ollen eräänlainen vastaväite edellä esitetyille kapitalismin kritiikille. Seuraavassa esitellään lyhyesti *Porterin* ja *Kramerin* teorian perusajatusta.

Yhtiölle CSV tarkoittaa sen keskeisimpien sidosryhmien identifiointia ja kilpailukykyyn vahvistamista hyödyntämällä *win-win*-mahdollisuuksia näiden kanssa.<sup>37</sup> CSV toimii yhtiön strategisena työkaluna: sen avulla yhtiö differoi itsensä kilpailijoistaan ja pyrkii hankkimaan erilaisia kilpailuetuja liiketoiminnassaan. CSV näkee sidosryhmäintressien huomioimisen ja sidosryhmäyhteistyön olennaisena tekijänä yhtiön toiminnan kannattavuuden ja jatkuvuuden kehittämisessä.

Yhtiö luo arvoa CSV-periaatteen mukaisesti kolmella tavalla.<sup>38</sup> Ensimmäinen tapa on tehostaa tuotantoketjun resurssienkäyttöä. Sidosryhmille haitallinen toiminta aiheuttaa yhtiölle usein kustannuksia, joita CSV pyrkii välttämään. Niin kutsutut ulkoisvaikutukset aiheuttavat yhtiön sisäisiä kustannuksia myös niissä tilanteissa, joissa ulkoisvaikutuksia ei säännellä

---

<sup>35</sup> Porter – Kramer 2011, s. 66.

<sup>36</sup> Porter – Kramer 2006, s. 84.

<sup>37</sup> Borglund ym. 2017, s. 294.

<sup>38</sup> Porter – Kramer 2011, s. 68–75. Ks. myös Borglund ym. 2017, s. 296–299.

verotuksen tai muiden maksujen keinoin. *Porter* ja *Kramer* antavat tästä useita esimerkkejä. Huonosti suunniteltu logistiikka kasvattaa yhtiön kuljetus- ja energiakustannuksia. Tarpeeton resurssienkäyttö (esimerkiksi suuri vedenkulutus) paitsi vahingoittaa ympäristöä, aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia yhtiön tuotantoprosessissa. Toimittajiaan tukemalla yhtiö parantaa myös saamiensa hyödykkeiden laatua ja varmistaa niiden saatavuuden. Laajentamalla yhtiön hyödykkeiden jakelukanavia uusille alueille yhtiö paitsi parantaa näiden paikallisten yhteisöjen hyvinvointia, myös avaa liiketoiminnalleen uuden maantieteellisen markkinan. Yhtiön työntekijöiden palkkatasosta, terveydestä ja turvallisuudesta huolehtiminen kasvattaa työvoiman tuottavuutta, houkuttelee päteviä työntekijöitä ja vähentää poissaoloja. Sijoittamalla toimintansa halvimpaan mahdolliseen sijaintiin yhtiö paitsi kasvattaa ylimääräisestä logistiikasta syntyviä energia- ja päästökustannuksia, myös laskee tuotantoketjunsä tuottavuutta sen hajautuneisuuden vuoksi.

Toinen tapa luoda arvoa on suunnitella yhtiön tuotteet ja markkinat uudelleen. Keskeistä on, että yhtiö hyödyntää tuote- ja markkinaportfoliossaan yhteiskunnan tarpeita. Erityisesti kehittyneillä markkinoilla kysyntä yhteiskunnan tarpeisiin vastaaville tuotteille ja palveluille kasvaa jatkuvasti. Yhtiölle tämä tarkoittaa, että sen tulee liikestrategiassaan tunnistaa kaikki ne yhteiskunnalliset tarpeet, edut ja haitat, joihin yhtiön toiminta voi vaikuttaa. Kotimaisena esimerkkinä voidaan mainita Neste Oyj, jonka uusiutuvien tuotteiden vertailukelpoinen liikevoitto kasvoi vuonna 2019 1.599 miljoonaan euroon johtaen yhtiön kaikkien aikojen korkeimpaan liikevoittoon.<sup>39</sup>

Kolmas tapa luoda arvoa on kehittää paikallisia ”klustereita”, joilla tarkoitetaan tässä yhteydessä yritysten, niille läheisten toimialojen, toimittajien, palveluntarjoajien sekä logistiikkainfrastruktuurin muodostamaa maantieteellistä kokonaisuutta. Klustereilla on keskeinen rooli yhtiön tuottavuuden, innovaatioiden ja kilpailukyvyn kehittämisen kannalta. Klustereita kehittämällä yhtiö vahvistaa liiketoimintaansa korjaamalla samalla klusterissa esiintyviä puutteita. Oikeudenmukaisten ja avointen markkinoiden rakentaminen varmistaa tavaramitoituksien luotettavuuden ja luo kannustimen toimittajien tuotannon laatua ja tehokkuutta parantavalle liiketoiminnan kehittämiselle. Yhtiön ja yhteiskunnan menestys kietoutuvat näin toisiinsa. Avainasemassa klustereihin perustuvassa arvonaluomisessa ovat yhtiön ja klusterin muiden osapuolten yhteinen agenda, molemminpuolisesti hyödyttävät toiminnot,

---

<sup>39</sup> Neste Oyj 7.2.2020, s. 2.

yhteinen kommunikointi, yhteinen mittaus- ja raportointijärjestelmä sekä itsenäisen klusterin kehityshanketta ohjaavan yhden tai useamman organisaation tuki.<sup>40</sup>

Tässä kohtaa on tärkeää tehdä ero CSV:n ja yhteiskuntavastuun (johon viitataan termillä ”CSR”, *corporate social responsibility*) välille.<sup>41</sup> CSR:n tavoitteena on yhteiskunnallisen hyvän edistäminen sekä yhtiön ”jalanjäljen” pienentäminen. Kannustin CSR:ään tulee yhtiön ulkopuolelta: yhteiskunnan yhtiölle asettama paine vastuullisten menettelytapojen noudattamiseen pakottaa yhtiön liiketoimintaan filantropiaa ja kestävästä kehitystä mukailevia piirteitä. Tähän tarpeeseen yhtiö varaa usein erillisen CSR-budjetin, jonka puitteissa tarpeelliseksi katsottavat toimet toteutetaan. CSV:n lähtökohdat ovat hyvin erilaiset. CSV integroi yhteiskunnallisen ja taloudellisen hyötyanalyysin yhtiön liiketoimintamalliin, jolloin päätöksenteossa yhtiö vertaa toimen tuottamaa taloudellista ja yhteiskunnallista hyötyä sen aiheuttamiin kustannuksiin. CSV:n mukaan yhtiön toiminnan yhteiskunnalliset vaikutukset ovat keskeinen huomioitava tekijä yhtiön kilpailukyvyn varmistamisessa, minkä vuoksi CSV edellyttää myös yhtiön budjetin perusteellista uudelleenjärjestelyä. Yhtiöoikeuden näkökulmasta keskeisin ero on kuitenkin se, että siinä missä CSR nähdään voitonmaksimoinnista erillisenä ja sitä mahdollisesti rajoittavana tekijänä, CSV näkee *toiminnan yhteiskunnallisten vaikutusten huomioimisen elintärkeänä tekijänä osakkeenomistajien voitonmaksimoinnin kannalta*.

CSV on saanut myös kritiikkiä akateemisessa keskustelussa. CSV:tä on kritisoitu esimerkiksi siitä, että se vähättelee yhteiskunnallisten ja taloudellisten päämäärien välisiä jännitteitä, ja että se suhtautuu naiivisti liike-elämän sääntöjen noudattamisen (*business compliance*) haasteisiin.<sup>42</sup> CSV:tä on myös kritisoitu siitä, että siinä keskitytään tosiasiaa liiaksi niihin harvalukuisiin tilanteisiin, joissa yhteiskunnan ja voittoa tuottavan liiketoiminnan intressit ovat yhteensovittavissa.<sup>43</sup>

Akateemisesta kritiikistä huolimatta CSV on viimeisen vuosikymmenen aikana lyönyt läpi liike-elämässä. Jo vuonna 2011 monet suuret amerikkalaiset yhtiöt (kuten Google, Johnson & Johnson, Nestlé, Unilever, ja Wal-Mart) olivat käynnistäneet toiminnassaan CSV-

---

<sup>40</sup> Kramer – Pfitzer 2016.

<sup>41</sup> Ks. Porter – Kramer 2011, s. 76. CSV:ta on käytännössä kuvattu aiemmassa akateemisessa kirjallisuudessa termillä ”strateginen CSR” (engl. *strategic CSR*). Ks. Baron 2001.

<sup>42</sup> Ks. esim. Crane ym. 2014, s. 134–141.

<sup>43</sup> Aakhus – Bzdak 2012, s. 237–241.



aloitteita.<sup>44</sup> Lisäksi talousmedia *Fortune* on vuodesta 2015 lähtien ylläpitänyt noin 50 yrityksen listaa CSV:llä parhaiten osakkeenomistaja-arvoa tuottavista yhtiöistä. Tältä *Change the World* -nimiseltä listalta löytyvät mm. Qualcomm, Mastercard, Apple, Skanska, Bank of America, IBM, Intel, JPMorgan Chase, Lloyds Banking Group ja Philips.<sup>45</sup>

## 1.2 Tutkimuskysymys ja aiheen raja

Tämän tutkielman tarkoituksena on analysoida, onko CSV yhteensovittavissa Suomen nykyisen osakeyhtiösääntelyn kanssa. Tutkielmassa tulkitaan OYL 1:5:n sisältöä ja selvitetään, *onko CSV voitontuottamistarkoituksen kriteerit täyttävää toimintaa, jonka voimassa oleva osakeyhtiösääntely näin ollen mahdollistaa*. Tavoitteena on toisin sanoen selvittää, missä määrin OYL 1:5 sallii muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien intressien huomioimisen yhtiön päätöksenteossa silloin, kun sidosryhmien huomioon ottamisen tarkoitus on pitkällä aikavälillä tuottaa voittoa osakkeenomistajille.

OYL 1:5:n tulkinnassa keskitytään muutamaasi CSV:lle keskeisiin kysymyksiin. Mistä voiton tuottaminen osakkeenomistajalle koostuu? Onko voitolle osoitettavissa yksiselitteistä määritelmää? Mitä tarkoitetaan yhtiön edulla, jota OYL 1:8:n mukaan yhtiön johdon on edistettävä? Millä aikavälillä voittoa on tuotettava osakkeenomistajille: toisin sanoen, voiko yhtiö uhrata lyhyen aikavälin voittoa tukeakseen sidosryhmiään pitkän aikavälin voiton saavuttamiseksi ja jos voi, millä reunaehdoilla? Näissä kysymyksissä perehdytään erityisesti oppiin valistuneesta arvonmaksimoinnista.

Toiseksi tutkielman tarkoituksena on analysoida, *missä määrin voimassa oleva yhtiön hallinnon viitekehys yhtiöltä mahdollistaa ja toisaalta kannustaa yhtiön johtoa CSV-liiketoimintaan* eli käytännössä yhtiön toiminnan yhteiskuntavaikutusten ja sidosryhmien etujen huomioon ottamiseen liiketoiminnallisessa päätöksenteossa. CSV tarkoittaa usein uudistuksia yhtiön organisaatiossa ja innovointia, ja tällaisia toimia rajoittavia rajapintoja ovat lähtökohtaisesti yhtiön toiminnan tarkoitus sekä yhtiön toimiala. Toisaalta yhtiön johdon välinpitämättömyys sidosryhmiä ja yhteiskuntaa kohtaan voi johtaa tappioihin yhtiölle: tällöin päätöksenteon rajapintana on OYL 1:8:n johdon huolellisuusvelvollisuus sekä OYL 22:1:n mukainen johdon vahingonkorvausvastuu yhtiölle aiheutetusta vahingosta.

---

<sup>44</sup> Ks. Porter – Kramer 2011.

<sup>45</sup> Fortune 30.7.2020.

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen tulokset määrittävät hallinnointisääntelyn tulkintaa: jos OYL 1:5 ja CSV eivät ole yhteensopivia, tämä rajaa olennaisesti CSV-liiketoiminnan harjoittamismahdollisuuksia kotimaisen oikeusjärjestyksen piirissä, sillä voitontuottamistarkoitus (ja tässä yhteydessä myös OYL 13:1.3:ssa säännelty liiketaloudellisen perusteen vaatimus) rajoittaa olennaisesti johdon toimintamahdollisuuksia. Jos taas OYL 1:5 ja CSV ovat yhteensopivia, mutta nykyinen hallinnointisääntely ei näytä kannustavan sidosryhmien ja yhteiskunnan etujen huomioimiseen liiketoiminnallisessa päätöksenteossa, sidosryhmiä vahingoittavan liiketoiminnan harjoittamisen ongelma ei ole sääntelyn osakkeenomistajakeskeisyydessä vaan osakeyhtiön hallinnoinnissa.

Ennen siirtymistä eteenpäin on vielä tärkeä korostaa, mitä tämä tutkielma ei ole. Ensinnäkään se ei ole *de lege ferenda* -tutkimus yhtiön toiminnan tarkoituksesta. Toisin sanoen tarkoituksena ei ole tutkia, pitäisikö yhtiön toiminnan tarkoituksen olla jotain muuta kuin voitontuottaminen osakkeenomistajille. OYL 1:5 ja myös 1:8 otetaan tältä osin annettuina. Tutkielma kontribuoi yhtiön toiminnan tarkoitusta koskevaan keskusteluun korkeintaan välillisesti: jos nykyisen yhtiösääntelyn katsotaan mahdollistavan CSV-liiketoiminnan harjoittamisen, yhteiskunnan ja sidosryhmien etujen kanssa ristiriitaisen liiketoiminnan harjoittaminen ei johdu siitä, että voimassa oleva osakeyhtiösääntely estäisi näiden intressien huomioimisen liiketoiminnallisessa päätöksenteossa.

Toiseksi tarkoituksena ei ole tutkia yhtiöiden harjoittamaa filantroopista toimintaa. Yhtiöiden filantropia (voitontuottamisen uhraaminen sidosryhmien intressien hyväksi) kuuluu yrityksen yhteiskuntavastuuseen, joka ei ole tämän tutkimuksen kohteena. Yrityksen yhteiskuntavastuuta on jo tutkittu sekä kotimaisen että kansainvälisen oikeustieteen piirissä.

Kolmanneksi tarkoituksena ei ole tutkia itse CSV-liiketoimintaa vaan sen periaatteiden yhteensopivuutta nykyiseen osakeyhtiösääntelyyn. Tutkielmassa ei puututa CSV:n teoreettiseen kehykseen vaan pyritään yhteensovittamaan sen perusajatusta kotimaiseen yhtiöoikeuteen. Tutkielmassa hyödynnetään CSV:stä saatua empiiristä tietoa, mutta sillä pyritään pääsääntöisesti osoittamaan CSV:n tosiasiallinen yhteys voitontuottamiseen. Jos tosiasiallisen yhteyden olemassaoloa ei kyetä osoittamaan, ei myöskään liene perusteita katsoa, että CSV olisi OYL 1:5:n reunaehdot täyttävää liiketoimintaa. Tällöin päädyttäisiin keskusteluun yhtiön toiminnan tarkoituksesta *de lege ferenda*, jolloin CSV-liiketoiminnan mahdollistaminen vaatisi lainsäädännöllisiä uudistuksia yhtiön toiminnan tarkoitukseen liittyen ja mahdollisesti osittaista luopumista osakkeenomistajakeskeisyyden periaatteesta kotimaisessa

yhtiöoikeudessa. Empiirinen tutkimustieto toimii ikään kuin siltana oikeudellisen OYL 1:5:n ja liiketaloustieteellisen CSV:n välillä ohjaten samalla voitontuottamistarkoituksen tulkintaa.

### 1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto

Liiketaloustieteellisestä tematiikasta huolimatta tutkielma on lainopillinen. Tarkoituksena on tulkita OYL 1:5:n ja 1:8:n sisältöä. Lähestymiskulmana on käytännöllinen lainoppi<sup>46</sup>: tarkoituksena on testata osakeyhtiöoikeuden piirissä muodostettuja systematisointeja ja teorioita CSV:n mukanaan tuomien liike-elämän ongelmatilanteiden kontekstissa. Tavoitteena on siten esittää OYL:n yleisiä periaatteita koskevia tulkintasuosituksia. Tulkinnassa noudatetaan oikeuslähdeoppia: lähtökohtana on lain sanamuodon tulkinta, jota tuetaan erityisesti lain esitöissä esitetyillä kannanotoilla. Oikeuskäytäntöön viitataan siltä osin, kuin sitä on käsiteltävistä kysymyksistä annettu.

Tulkinnan apuna hyödynnetään sekä kotimaista että ulkomaista oikeuskirjallisuutta. Ulkomaisen oikeuskirjallisuuden rooli korostuu erityisesti valistuneen arvonmaksimoinnin käsitelyn yhteydessä. Pääpaino OYL:n säännösten tulkinnassa on luonnollisesti kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa. Lähdeaineistoon tehdyt rajaukset noudattavat tutkimuskysymysten rajausta: jäljempänä ei hyödynnetä esimerkiksi kirjallisuutta, joka käsittelee yhtiön yhteiskuntavastuuta.

Erityisesti voitontuottamistarkoituksen analyysin yhteydessä tulkinta-aineistoon on otettu mukaan myös liiketaloustieteellistä aineistoa. Näen erityisesti valistuneen arvonmaksimoinnin transdisiplinaarisena teoriana: se yhtäältä rakentuu tiiviisti oikeudellisessa keskustelussa asemansa vakiintuneen osakkeenomistajakeskeisyyden ympärille, mikä antaa sille selkeän normatiivisen ulottuvuuden, ja toisaalta se on siinä määrin sidoksissa liiketaloustieteeseen, että sen pätevyyttä voidaan arvioida esimerkiksi empiirisin metodein. Voitontuottamistarkoituksen ja yhtiön edun tulkinnassa hyödynnetään olennaisesti rahoitusteoriaa, ja CSV:stä saadulla empiirisellä aineistolla tarkastellaan sidosryhmien ja yhteiskunnan etujen huomioimisen ja yhtiön voitontuottamiskyvyn välistä yhteyttä. Liiketaloustieteellisestä lähdeaineistosta pyritään lähtökohtaisesti nostamaan esille yleisiä havaintoja ja tulkintaohjeita tutkielman teemoihin liittyen. Tässä yhteydessä todettakoon, että pääomamarkkinoilla ja liiketaloustieteen piirissä sidosryhmien intressien huomioimiseen viitataan useilla eri termeillä,

---

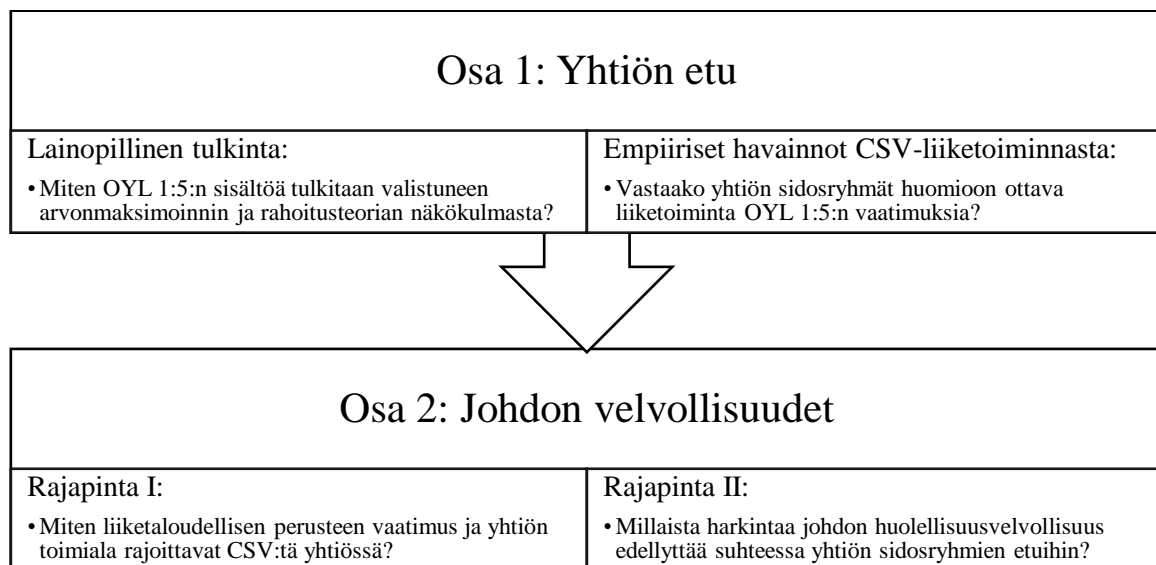
<sup>46</sup> Aarnio 2011, s. 104–105.

esimerkiksi *creating shared value*, SRI (*socially responsible investing*) ja ESG (*environmental, social and governance*). Tämän lisäksi liiketaloustieteellisissä tutkimuksissa analysoidaan usein yhtiön päätöksentekohorisontin vaikutusta yhtiön arvonmuodostumiseen. Lähdeaineiston valinnassa on keskitytty tutkimusten sisältöön, ei siihen, millä termillä ilmiöön kussakin asiayhteydessä viitataan. Edellytyksenä on ollut, että CSV:n ominaispiirteillä on keskeinen rooli lähdeaineistona hyödynnettävässä tutkimuksessa.

CSV:n ja voitontuottamistarkoituksen yhteensovittamista oikeudellisessa kontekstissa ei ole tiettävästi tutkittu aiemmin. CSV:tä liiketaloustieteellisenä ilmiönä on erityisesti viimeisen vuosikymmenen aikana tutkittu kansainvälisesti yhä enenevässä määrin.<sup>47</sup> Osakeyhtiöoikeudesta on kirjoitettu kotimaassa huomattavasti ja valtaosa edeltävien osakeyhtiölakien aikaisesta oikeuskirjallisuudesta on edelleen relevanttia.<sup>48</sup> Osakeyhtiöoikeuden yleisistä periaatteista tosin on kirjoitettu merkittävästi vasta viimeisen 25 vuoden aikana.<sup>49</sup>

#### 1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen kaksiosainen rakenne seuraa johdon ja omistuksen erillisyyden systematiikkaa, jonka mukaan yhtiön edusta johdetaan yhtiön johdon velvollisuudet:



Kuva 1: Tutkimuksen rakenne

<sup>47</sup> Ks. Dembek – Singh – Bhakoo 2016. Kirjallisuuskatsauksessa kirjoittajat löysivät yhteensä 392 tieteellistä artikkelia, jossa CSV:tä käsiteltiin *Porterin* ja *Kramerin* antamassa merkityksessä.

<sup>48</sup> Näin erityisesti yleisten periaatteiden osalta, sillä yleiset periaatteet ovat olleet voimassa jo ennen vuoden 2006 OYL:n kokonaisuudistusta. Ks. HE 109/2005 vp, s. 37.

<sup>49</sup> Ks. yleisistä periaatteista yleisesti Mähönen – Villa 2015 sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a. Ks. yhdenvertaisuusperiaatteesta Pönkä 2014 sekä johdon velvollisuuksista Lautjärvi 2017 ja Salo 2015.

Esitän tässä tutkielmassa muutaman keskeisen väitteen. Tutkielman luvussa 2 väitän, että vaikka yhtiön etu samastetaan usein osakkeenomistajien etuun, kyse on enemmänkin tosiasiallisesta kuin käsitteellisestä yhteydestä. Yhtiön residuaalikassavirran omistajina osakkeenomistajat lähtökohtaisesti hyötyvät aina yhtiön arvon kasvattamisesta, ja yhtiön etu johdattaa siten lähtökohtaisesti osakkeenomistajien etuun. Näin ollen Suomen osakeyhtiöoikeutta voidaan pitää osakkeenomistajakeskeisenä. Osakkeenomistajien etu ei kuitenkaan ole sama asia kuin yhtiön etu, sillä esimerkiksi tilanteissa, joissa osakkeenomistajat pyrkivät toimimaan opportunistisesti suhteessa yhtiön velkojiin, osakkeenomistajien intressissä voi olla sellainen toiminta, joka tosiasiallisesti tuhoaa yhtiön arvoa. Pidän järkevänä tulkintana sitä, että yhtiön arvoa tuhoava toiminta ei voi missään tilanteessa olla yhtiön edun mukaista.

Toiseksi väitän, että OYL 1:5:n tulkinnassa keskeinen oppi valistuneesta arvonmaksimisesta on eräänlainen CSV-liiketoimintamallin oikeudellinen vastinpari. Luvussa 2 esitän, että valistunut arvonmaksimointi on paitsi mahdollinen ja mielekäs, myös pääsääntöisesti ainoa rationaalinen tapa tulkita OYL 1:5:n tosiasiallista sisältöä. Näin ollen CSV-liiketoiminnan periaatteet ja osakeyhtiön toiminnan tarkoitus nykymuodossaan eivät ole ristiriidassa keskenään.

Kolmanneksi väitän, että OYL:n yhtiön johdon toimintaa määrittävä sääntely mahdollistaa CSV:n harjoittamisen lähes ongelmitta ja myös kannustaa siihen *de jure*, muttei välttämättä *de facto*. Näin ollen vastuu CSV-periaatteiden integroimisesta yhtiön liiketoimintaan siirtynee jossain määrin osakkeenomistajakollektiiville, mikä voidaan toisaalta nähdä myös ilmentymänä riskin ja kontrollin osakkeenomistajille yleisestikin allokoivasta osakeyhtiöintituution taustaperiaatteesta.

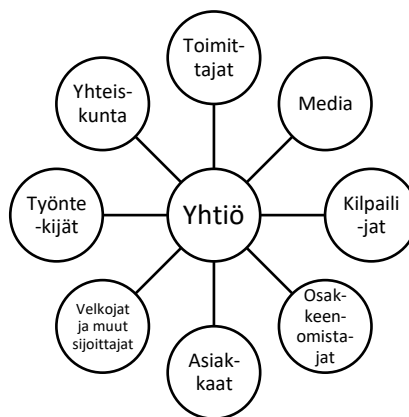
## 2 OSAKEYHTIÖN TOIMINNAN TARKOITUS JA *CREATING SHARED VALUE*

### 2.1 Voiton tuottaminen osakkeenomistajalle ja yhtiön etu

#### 2.1.1 Osakeyhtiön toimintaympäristö

Osakeyhtiötä on perinteisesti kuvattu eräänlaiseksi sopimusverkostoksi.<sup>50</sup> Sopimusverkostovertauksen ajatuksena on, että yhtiön sidosryhmien väliset suhteet ovat pohjimmiltaan sopimusoikeudellisia: sidosryhmään kuuluva tekee tuotannontekijän omistajana yhtiölle sopimuksen mukaisen suorituksen odottaen yhtiöltä tavoittelemaansa vastasuoritusta. Standardisoitu sopimusverkosto helpottaa liiketoiminnan harjoittamista madaltamalla transaktiokustannuksia, sillä yhtiö toimii sen toiminnan kaikkien osapuolten sijasta itse sidosryhmään kuuluvan tahon oikeustoimikelpoisena sopimuskumppanina. Sopimusverkostomalli toimii pedagogisena välineenä yhtiön toimintaympäristön hahmottamisessa: yhtiötä kuvataan tällöin markkinapaikaksi<sup>51</sup>, jota sidosryhmät transaktiokustannuksia vähentääkseen hyödyntävät liiketoimintakokonaisuuden järjestämisessä<sup>52</sup>.

Yhtiön sidosryhmillä tarkoitetaan kaikkia niitä toimijoita, jotka joko kykenevät vaikuttamaan yhtiöön tai joihin yhtiön toiminta jollain tapaa vaikuttaa.<sup>53</sup> Yhtiön toimintaympäristöä sekä sen sopimusverkkoluonnetta<sup>54</sup> voidaan kuvata seuraavalla klassisella sidosryhmämallilla:



Kuva 2: Klassinen sidosryhmämalli

<sup>50</sup> Ks. Kraakman ym. 2017, s. 5. Sopimusverkkomallin ensiesityksestä ks. Jensen – Meckling 1976.

<sup>51</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 199.

<sup>52</sup> Ks. esim. Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 28.

<sup>53</sup> Borglund ym. 2017, s. 20.

<sup>54</sup> Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 178–179.

Sopimusverkkomallin mukaan kunkin toimijan asema riippuu tämän kyvystä suojata neuvotteluteitse omat etunsa suhteessa sopimusverkoston muihin osapuoliin.<sup>55</sup> Yksinkertaisimmillaan tämä näyttäytyy sijoittajien tuottovaatimuksina tai asiakkaiden ostokäyttäytymisenä, mutta myös esimerkiksi median ja yhtiötä ympäröivän yhteiskunnan vuorovaikutuksena yhtiön kanssa. Sen lisäksi, että esimerkiksi julkinen valta voi vaikuttaa yhtiön toimintamahdollisuuksiin lainsäädäntöteitse, yhtiön on käytännössä menestyäkseen ansaittava toiminnalleen legitimitteetti noudattamalla ympäröivän yhteiskunnan sille asettamia vaatimuksia (engl. *license to operate*).<sup>56</sup>

Eri oikeusjärjestykset eroavat toisistaan siinä, mitkä sidosryhmärelaatioista katsotaan yhtiöoikeuden alaan kuuluviksi.<sup>57</sup> Suomessa yhtiöoikeuteen kuuluvat lähtökohtaisesti lähinnä yhtiön ja osakkeenomistajien välinen oikeussuhde sekä jossain määrin myös velkojien suhde yhtiöön ja sen osakkeenomistajiin.<sup>58</sup> Yhtiön toimintaympäristö kattaa siten huomattavasti laajemman alueen kuin perinteinen yhtiöoikeudellinen lainsäädäntö. On kuitenkin huomattava, että kunkin sidosryhmän oikeuksien ja velvollisuuksien toteutumiseen perustuva intressiasema on kiinteässä vuorovaikutuksessa koko muun sopimusverkoston ja sen osapuolten toimien kanssa. Tämä tosiasiallinen yhteys ei luonnollisesti katkea, vaikka yhtiöoikeuden alaan kuuluisivatkin muodollisesti vain yhtiön ja sen rahoittajien väliset suhteet. Näin voidaan olettaa, että yhtiöoikeudellisten kysymysten arviointiin voivat vaikuttaa jossain määrin myös välittömästi yhtiöoikeudellisten suhteiden ulkopuoliset relaatiot.

Yhtiöoikeudella on kaksi päätehtävää.<sup>59</sup> Ensinnäkin sääntelyn tarkoituksena on alentaa liiketoimintaan liittyviä transaktiokustannuksia tarjoamalla liike-elämän toimijoille ”mallisopimus pohja”, jonka sopimusverkoston jäsenet voivat omaksua toimintansa perustaksi ilman erillistä sopimista. Toiseksi yhtiöoikeuden tavoitteena on alentaa agenttikustannuksia. Yhtiön toiminnan yhteydessä yhtiön sidosryhmät (etupäässä osakkeenomistajat ja velkojat) luovuttavat varojaan yhtiölle menettäen samalla välittömän oikeutensa määrätä niiden käytöstä. Sen sijaan yhtiöllä on aina taho, joka suoraan tai välillisesti päättää varojen käytöstä: riippuen yhtiön omistusrakenteesta tämä voi olla joko yhtiön johto tai enemmistöosakkeenomistaja. Yhtiöoikeudella pyritään tällöin suojaamaan yhtiöön varojaan sijoittanutta ”päämiestä”

---

<sup>55</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 179.

<sup>56</sup> Ks. Borglund ym. 2017, s. 26–29.

<sup>57</sup> Ks. aiheesta tarkemmin Deakin 2000, erityisesti s. 9–12.

<sup>58</sup> Vrt. Saksa, jossa yhtiöoikeuden piiriin katsotaan kuuluvan olennaisesti myös yhtiön ja sen työntekijöiden väliset suhteet.

<sup>59</sup> Ks. Kraakman ym. 2017, s. 29.

valtaa käyttävän ”agentin” opportunisteilta. Suojan kohteena ovat lähtökohtaisesti (vähemmistö)osakkeenomistajat ja velkojat, mutta paine myös muiden sidosryhmien suojelemiseen yhtiöoikeudellisin keinoin on kasvanut kansainvälisesti.<sup>60</sup> Kun yhtiön rahoittajia suojataan agenttiongelmilta, ne vähentävät agenttiongelmien kompensointiin tähtääviä toimiaan (ja niiden aiheuttamia ns. agenttikustannuksia), minkä seurauksena yhtiön pääomankustannus pienenee. Yhtiöoikeuden päätehtävät pienentävät siten liiketoiminnan harjoittamisen kustannuksia kahdella rinnakkaisella keinolla ja edistävät samalla myös yhteiskunnan kansantaloudellista etua.

### 2.1.2 Osakkeenomistajakeskeisyys

Liiketoiminnan harjoittamisen näkökulmasta yhtiömuodon eräs keskeisimmistä eduista on sen koordinoitukustannuksia minimoiva ominaisuus: liiketoiminnallinen päätöksenteko tehostuu, kun hajautuneet sijoittajat sijoittavat varojaan delegoidun ammattijohdon alaisuuteen, joka päättää keskitetysti liiketoiminnan harjoittamisesta.<sup>61</sup> Johdolla on oltava selkeä päämäärä varojen käytölle, sillä yhtiön sidosryhmien intressit ovat ainakin lyhyellä aikavälillä usein ristiriidassa keskenään ja vaikeasti mitattavissa tai verrattavissa toisiinsa<sup>62</sup>, ja epä-tietoisuus päätösten tuottamasta yhteenlasketusta hyödystä yhdistettynä johdon mahdolliseen vahingonkorvausvastuuseen johtaa herkästi johdon defensiivisyyteen. Ilman varojen käyttöä määrittävää päämäärää yhtiön toiminta rampautuu, mikä johtaa ennen pitkään sen poistumiseen hyödykemarkkinoilta.<sup>63</sup>

Suomen osakeyhtiöoikeudessa ongelma on pyritty ratkaisemaan säätämällä OYL:ssa nimenomaisesti yhtiön toiminnan tarkoituksesta. OYL 1:5:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Kyseessä on olettasäännös, jonka suurin osa yhtiöistä omaksuu toimintansa perustaksi.<sup>64</sup> Ratkaisun lakiperustaisuudesta huolimatta pykälän sanamuoto jättää laajalti tulkinnanvaraa

---

<sup>60</sup> Kraakman ym. 2017, s. 108. Ks. lisäksi Pargendler 2014, jossa tarkastellaan syvemmin trendiä pyrkiä ratkaisemaan yhteiskunnallisia ongelmia *gorporate governance* -sääntelyn avulla.

<sup>61</sup> Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 240–241.

<sup>62</sup> Easterbrook – Fischel 1996, s. 38. Ks. myös Kraakman ym. 2017, s. 98, Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 7–8, sekä The Committee on Corporate Governance 1997, kohta 1.17.

<sup>63</sup> Jensen 2001, s. 9.

<sup>64</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 28–29. Ks. lisäksi Kraakman ym. 2017, s. 20.



sen suhteen, mitä voiton tuottamisella tosiasiaassa tarkoitetaan, mutta säännöksen keskeisenä tarkoituksena lienee poissulkea ainakin välitön *stakeholder*-ajattelu.<sup>65</sup>

Osakeyhtiölaki on näin ollen osakkeenomistajakeskeinen.<sup>66</sup> Osakkeenomistajilla on viimesijainen oikeus yhtiön voittoon, ja koska heillä on suurin riski yhtiössä verrattuna muihin sidosryhmiin, heillä on myös suurin intressi huolehtia yhtiön tehokkaasta johtamisesta. Tähän tarkoitukseen osakkeenomistajat palkkaavat ammattijohdon, mikä varmistaa resurssien tehokkaan allokoinnin: osakkeenomistajat eivät tarvitse liikkeenjohdollista erityisosaamista voitollisen liiketoiminnan harjoittamiseen, ja toisaalta ammattijohdon ei tarvitse itse rahoittaa liiketoimintaa, joihin heidän inhimillinen pääomansa on sidottu.<sup>67</sup> Pääoman lisäksi eräs keskeisimmistä osakkeenomistajan yhtiölle tarjoamista resursseista on riskinsietokyky: toisin kuin johdolla, sijoittajilla on kyky alentaa yhtiön pääomankustannusta hajauttamalla yri-tystoimintaan liittyvää riskiä.<sup>68</sup> Osakkeenomistajakeskeisyyttä on puolustettu sillä, että yhtiön menestyksenkäs toiminta ei ole mahdollista ilman sidosryhmien yhteistyöhalua. Koska eri sidosryhmien intressit ovat kuitenkin usein ristiriidassa keskenään, osakkeenomistajakeskeisyys on pitkällä aikavälillä taloudellisesti tehokkain kompromissi, joka lisäksi helpottaa yhtiön johdon päätöksentekoa.

Yhtiön toiminnan tarkoituksesta ja erityisesti siitä, minkä sidosryhmän tulisi olla yhtiön toiminnan tarkoituksen määrittäjänä, on väitely akateemisessa yhteisössä jo pitkään. Erilaisia malleja ovat johtokeskeinen, työntekijäkeskeinen, valtiokeskeinen sekä osakkeenomistajakeskeinen malli.<sup>69</sup> Työntekijäkeskeinen malli korostaa työntekijöiden ja ammattiliittojen asemaa yhtiössä. Valtiokeskeinen malli taas perustuu julkisen vallan rooliin yhtiön toiminnan ohjaajana. Osakkeenomistajakeskeisen mallin ensimmäisiä kattavia esityksiä oli amerikkalaisen oikeustieteilijä *Adolf Berlen* ja Harvardin yliopistossa työskennelleen taloustieteilijä *Gardiner Meansin* 1930-luvulla julkaistu teos, joka perustui ajatukseen yhtiön johdon ja omistuksen erillisyydestä.<sup>70</sup> Osakkeenomistajakeskeisyyttä korostettiin entisestään 1960-luvulla, kun amerikkalainen taloustieteilijä ja nobelisti *Milton Friedman* argumentoi teoksessaan, että

---

<sup>65</sup> OYL:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus voi olla myös muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajalle. Muusta tarkoituksesta on tällöin määrättävä yhtiöjärjestyksessä, jossa on lisäksi määrättävä oman pääoman käyttämisestä varojen jaossa. Koska suurin osa osakeyhtiöistä toimii nimenomaisesti voitontuottamisolettaman varassa, ja koska CSV-liiketoiminnan keskiössä on yrityksen arvon kasvattaminen ja voiton tuottaminen sidosryhmien intressit huomioon ottavalla strategialla, analysoidaan tässä yhteydessä ainoastaan voitontuottamistarkoituksen sisältävää OYL:n oletusäännöstä.

<sup>66</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 4.

<sup>67</sup> Ks. esim. Shleifer – Vishny 1997, s. 740.

<sup>68</sup> Armour – Gordon 2014, s. 50–51.

<sup>69</sup> Ks. Hansmann – Kraakman 2000, sekä Mähönen – Villa 2015, s. 319–321.

<sup>70</sup> Berle – Means 1933, erityisesti s. 117–118.

yhtiön ainoa tarkoitus olisi tuottaa voittoa osakkeenomistajille, ja että muita sidosryhmiä kuin osakkeenomistajia tulisi suojata pääsääntöisesti yhtiöoikeuden ulkopuolisin keinoin.<sup>71</sup> *Friedman* julkaisi kuuluisan artikkelinsa ”The Friedman doctrine” *New York Times*issa vuonna 1970, rinnastaen artikkelissa yhtiön johdon osakkeenomistajan palkkaamaan työntekijään, joka myös vastaa toimistaan nimenomaan osakkeenomistajalle. Vuonna 1976 Harvardin taloustieteen emeritusprofessori *Michael C. Jensen* julkaisi yhdessä taloustieteen professori *William H. Mecklingin* kanssa johdon ja omistuksen erillisyydestä syntyviä agenttikustannuksia kattavasti käsittelevän artikkelin, jossa muun muassa korostettiin osakkeenomistajan asemaa yhtiön johdon päämiehenä ja yhtiön luonnetta sopimusverkostona. Yhtiön sidosryhmien intressiristiriitoja ehdotettiin ratkaistavaksi sopimusoikeudellisin keinoin.<sup>72</sup> Vuonna 2000 Yalen yliopiston oikeustieteen emeritusprofessori *Henry B. Hansmann* ja Harvardin yliopiston oikeustieteen professori *Reinier H. Kraakman* julistivat dramaattisesti otsikoidussa artikkelissaan ”The End of History for Corporate Law” osakkeenomistajakeskeisen mallin voittaneen ylivertaisuutensa vuoksi muut sen kanssa kilpailevat yhtiömallit.<sup>73</sup> Osakkeenomistajakeskeisen mallin suurimpana kilpailijana säilynyt johtokeskeinen malli (ja sen mukana sidosryhmälähtöinen ajattelutapa) koki eräänlaisen renessanssinsa 1990-luvun lopulla, kun Georgetownin yliopiston oikeustieteen professorit *Margaret M. Blair* ja *Lynn A. Stout* esittelivät vuonna 1999 julkaistussa artikkelissaan teorian nimeltä *team production theory*. Teorian mukaan kontrollilta yhtiössä osoitettaisiin riippumattomalle hallitukselle, jonka tehtävänä olisi jakaa yhtiön tulos sidosryhmien kesken. Koska hallitus edistää yhtiön kaikkien sidosryhmien intressejä, sidosryhmillä on kannustin tehdä yhtiökohtaisia panostuksia (*firm-specific investments*), mikä vuorostaan edistää kaikkien sidosryhmien etua.<sup>74</sup> Puheenvuoroja, joissa sidosryhmien ja osakkeenomistajien intressien välillä ei nähdä ristiriitaa, on käytetty sittemmin useita. Vuonna 2007 julkaistussa teoksessa *R. Edward Freeman, Jeffrey Harrison* ja *Andrew Wicks* puolustavat sidosryhmälähtöistä ajattelutapaa todeten rahoittajien ja muiden sidosryhmien intressit lähtökohtaisesti yhteneviksi.<sup>75</sup> Samaan johtopäätökseen tuli *Whole Foods Marketin* perustaja *John Mackey* Bentleyyn yliopiston professori *Raj Sisodian* kanssa vuonna 2013 julkaistussa teoksessaan.<sup>76</sup> *Team production theory*stä tunnettu *Lynn A. Stout* julkaisi vuonna 2012 teoksen, jossa hän esittää osakkeenomistajakeskeisyyden johtavan yhtiössä kaikkien sidosryhmien arvoa tuhoavaan lyhytnäköiseen toimintaan, joka seuraa loogisesti osakkeenomistajien odotusten lyhytnäköisyydestä.<sup>77</sup> Sidossryhmälähtöistä ajattelutapaa on sittemmin kritisoitu sen

---

<sup>71</sup> Friedman 1962, s. 112–113.

<sup>72</sup> Ks. Jensen – Meckling 1976, erityisesti s. 6, 9–10.

<sup>73</sup> Hansmann – Kraakman 2000, s. 32.

<sup>74</sup> Blair – Stout 1999, erityisesti s. 274, 320–322.

<sup>75</sup> Freeman – Harrison – Wicks 2007, erityisesti s. 5–6.

<sup>76</sup> Mackey – Sisodia 2014, erityisesti s. 34.

<sup>77</sup> Stout 2012, erityisesti s. 44–49.

naiiivudesta olettaa osakkeenomistajien ja kaikkien sidosryhmien intressit kategorisesti yhteneviksi. Ristiriitatilanteissa pitkäkestoisen omistaja-arvon maksimoinnin on argumentoitu johtavan talouden ja yhteiskunnan resurssien allokaation näkökulmasta parhaaseen lopputulokseen.<sup>78</sup> Edellä esitettyjen lisäksi pohjoismaisen oikeustieteen piirissä on ehdotettu yhtiön toiminnan tarkoituksen ja johdon velvollisuuksien uudistamista siten, että niissä otettaisiin huomioon yhtiön toiminnan kestävyys erityisesti ympäristön näkökulmasta.<sup>79</sup> Tällainen yhtiösääntelyn uudistaminen on kuitenkin katsottu jossain määrin ongelmalliseksi eikä sitä ole toistaiseksi ehdotettu sisällytettäväksi kotimaiseen lainsäädäntöön.<sup>80</sup> Toisaalta pohjoismaisessa oikeustieteessä on esitetty, että esteet kestävän liiketoiminnan harjoittamiselle eivät seuraa niinkään laista vaan pikemminkin pääomamarkkinoiden ja ammattilaisten ajamasta ”radikaalin” osakkeenomistajakeskeisyyden sosiaalisesta normista.<sup>81</sup>

Osakkeenomistajakeskeisyydessä on olennaista, että voitontuottamistarkoitus on riippumaton osakkeenomistajan henkilöstä, toisin sanoen osakkeenomistajien henkilökohtaisista preferensseistä.<sup>82</sup> Sen sijaan OYL:ssa osakkeenomistajia kohdellaan lähtökohtaisesti kollektiivina.<sup>83</sup> Tämän mahdollistaa osakkeenomistajakollektiivin suhteellinen homogeenisyys verrattuna yhtiön muihin rahoittajiin, erityisesti velkojiin.<sup>84</sup>

Sijoittajien omistamien yhtiöiden yhtenä keskeisimmistä eduista onkin yleisesti pidetty sitä, että niiden omistajilla on lähtökohtaisesti täsmällinen ja jaettu päämäärä: yhtiön tuloksen nettonykyarvon maksimointi.<sup>85</sup> Mahdolliset erot osakkeenomistajien intressien välillä seuraavat pääsääntöisesti osakkeenomistajien verotuksellisista preferensseistä, riskinsietokyvystä, sekä osakkeiden likviditeetistä. Näiden seikkojen merkitys on kuitenkin yhtiöoikeudellisesti rajallinen. Suomen yhtiöoikeudessa on lähdetty siitä, että esimerkiksi varojenjako-tavan valinnassa ei pääsääntöisesti tarvitse ottaa huomioon osakkeenomistajien eriävää verokohtelua.<sup>86</sup> Oikeuskirjallisuudessa on laajemminkin katsottu, että yhtiön ei päätöksenteosaan tarvitse huomioida sellaisia tosiasiallisia vaikutuksia, jotka johtuvat

---

<sup>78</sup> Ks. esim. Kraakman ym. 2017, s. 94, ja Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 7.

<sup>79</sup> Sjäfjell – Mähönen 2014.

<sup>80</sup> VNK 2020:39, s. 144–149.

<sup>81</sup> Mähönen – Johnsen 2019, s. 222–223.

<sup>82</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 167, sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 53.

<sup>83</sup> Salo 2015, s. 50. Mähönen – Villa 2015, s. 244.

<sup>84</sup> Kraakman ym. 2017, s. 13. Näin siitäkkin huolimatta, että kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa osakkeenomistajia on toisinaan käsitelty heterogeenisena sijoittajajoukkona. Ks. esim. Pönkä 2013a, s. 29–30, Nyström – Rajavuori 2014, s. 710, sekä Mäntysaari 2013, s. 594.

<sup>85</sup> Ks. Hansmann 2000, s. 62. Samoin Kanda 1992, s. 445.

<sup>86</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 43.

osakkeenomistajien henkilökohtaisista preferensseistä.<sup>87</sup> Riskipreferenssi taas on lähtökohtaisesti osakkeenomistajan sijoitusprosessissa ratkaistava kysymys: modernin portfolioteorian mukaan sijoittaja valitsee sijoitusportfoliota muodostaessaan riskipreferenssinsä mukaisesti eri riskiprofiilin omaavia arvopapereita, jotka yhteenlaskettuna tuottavat sijoittajalle suotuisan riskiposition.<sup>88</sup> Lisäksi osakkeenomistaja voi muokata riskipositiotaan velkainstrumenttien avulla joko sijoittamalla osan portfoliostaan riskittömiin sijoituksiin tai kasvattamalla oman portfolionsa volatiliteettia velanotolla.<sup>89</sup> Osakkeenomistajien preferenssit omistamansa yhtiön harjoittaman liiketoiminnan riskillisyydestä ovat siten pitkälti yhtenevät, sillä niin kauan kuin yhtiö ryhtyy odotusarvoisesti voittoa tuottaviin hankkeisiin, siitä hyötyvät osakkeenomistajat, joiden portfolio on (tai jonka tulisi olla)<sup>90</sup> hajautettu.<sup>91</sup> Edes asema yhtiön enemmistöosakkeenomistajana ei tarkoita, että osakkeenomistaja kantaisi suurempaa yritys kohtaista riskiä kuin vähemmistöosakkeenomistaja: yritys kohtaisen riskin määrän määrittää se, *kuinka suuren osan osakkeenomistajan portfoliosta yksittäinen yhtiö muodostaa*. Näin ollen osakkeenomistajien riskipreferenssit vaikuttavat yhtiön toimintaan korkeintaan yhtiökokouksen päätösvaltaan kuuluvissa asioissa, jotka taas eivät lähtökohtaisesti sisällä liiketoiminnallista päätöksentekoa.<sup>92</sup> Osakkeenomistajien heterogeenisyyden aste ilmenee näin ollen tavallaan OYL:n systematiikasta: yhtiökokouksessa osakkeenomistajat päättävät yhtiön toimialasta, toiminnan tarkoituksesta sekä sellaisista järjestelyistä, joihin liittyy potentiaalinen vaara osakkeenomistajan omistusarvon dilutoitumisesta (esim. osakeannit ja yritys järjestelyt). Osakkeenomistajien heterogeeniset intressit ilmenevät näissä yhtiökokoukselle laissa annetuissa päätöksissä, ja kääntäen heterogeenisten intressien vaikutus yhtiön johdon päätöksentekoon edellyttää, että nämä intressit ilmenevät yhtiökokouksen päätöksissä tai yhtiöjärjestyksessä. Tästä näkökulmasta katsottuna osakkeenomistajien voitaneen katsoa olevan yhtiön johdon näkökulmasta riskipreferensseiltään identtisiä<sup>93</sup>

---

<sup>87</sup> Pönkä 2014, s. 259. Ks. toisaalta KKO 1991:46, jonka mukaan osakkeenomistajia muodollisesti yhdenvertaisesti kohteleva toimi voi olla kokonaisuutena arvioiden yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.

<sup>88</sup> Ks. Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 182–187. Ks. myös Vahtera 2011, s. 184.

<sup>89</sup> Ks. Berk – DeMarzo 2017, s. 525–527.

<sup>90</sup> Modernin portfolioteorian mukaan arvopaperien yritys kohtaista riskiä ei kompensoida tuottona sijoittajille juuri siitä syystä, että riski on mahdollista hajauttaa pois portfoliosta.

<sup>91</sup> Armour – Gordon 2014, s. 56.

<sup>92</sup> Vahtera 2011, s. 185. Vrt. Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 205. Jos osakkeenomistajat vaikuttavat riskiinsä ensisijaisesti allokoimalla portfolionsa eri omaisuusluokkiin ja sen jälkeen yksittäisiin arvopapereihin sen mukaan, mikä tarjoaa parhaan tuotto-riski-suhteen sijoittajan riskinsietokyky huomioon ottaen, riskipreferenssit ilmenevät ensisijaisesti yksittäisen osakkeenomistajan sijoitusportfolion koostumuksessa.

<sup>93</sup> Armour – Gordon 2014, s. 51.

ainakin yhtiön toimialan asettamissa rajoissa, olettaen luonnollisesti, että yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille.<sup>94</sup>

Käsitystä osakkeenomistajien homogeenisyydestä on kritisoitu sillä, että osakkeenomistajien preferenssit vaihtelevat<sup>95</sup>, etenkin kun huomiota kiinnitetään liiketoiminnan aikajänteesen tai varojenjakopreferensseihin.<sup>96</sup> Lähtökohtaisesti osakkeenomistajien taloudellinen asema ei kuitenkaan ole riippuvainen näistä päätöksistä. Osakkeen arvo muodostuu sen tarjoamien tulevien kassavirtojen yhteenlasketusta nykyarvosta ja osakkeenomistaja voi siten realisoida kassavirrat nykyhetkessä osakkeensa myynnillä.<sup>97</sup> Osakkeenomistajan taloudellista asemaa määrittävät siten voiton tuottamisen ajankohdan sijaan voiton yhteenlaskettu, diskontattu nykyarvo. Diskontatun nykyarvon maksimointi on yhtiön johdon keskeinen tehtävä, jossa huomioon on otettava esimerkiksi se, että lyhyen aikajänteen voiton tuottaminen tapahtuu usein yhtiön pitkän aikajänteen toimintaedellytysten kustannuksella<sup>98</sup>, mikä puolestaan alentaa osakkeen arvoa.

Sama logiikka pätee varojen jakoon. Jos yhtiö maksaa osinkoa, osakkeenomistajat saavat nykyhetkessä vastaavan suuruisen kassavirran. Jos taas yhtiö pidättäytyy osingonmaksusta, varat lukeutuvat viime sijassa osakkeenomistajille kuuluvaan yhtiön netto-omaisuuteen ja siten myös osakkeiden arvoon. Varojen jako ei näin ollen itsessään luo arvoa osakkeenomistajille<sup>99</sup>, sillä osakkeenomistajat voivat realisoida tulevat osingot myymällä osakkeensa.<sup>100</sup> Osakkeenomistajilla on intressi jakaa varoja yhtiöstä pääasiassa silloin, kun vaarana on, että yhtiön johto ei käytä yhtiössä olevia varoja tehokkaasti.<sup>101</sup> Yhtiön normaalista varojenjako-  
politiikan määrittämisestä on luonnollisesti pidettävä erillään tilanteet, joissa opportunistiset enemmistöosakkeenomistajat saavat yhtiön pidättäytymään varojenjaosta ja painostavat näin vähemmistöä myymään omistuksensa alihintaan.<sup>102</sup>

---

<sup>94</sup> Vrt. Vahtera 2011, s. 188.

<sup>95</sup> Ks. Vahtera 2011, s. 183.

<sup>96</sup> Ks. Mäntysaari 2013, s. 594.

<sup>97</sup> Ks. esim. Berk – DeMarzo 2017, s. 314.

<sup>98</sup> Jensen 2001, s. 16.

<sup>99</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 90.

<sup>100</sup> Modigliani – Miller 1961. Ks. aiheesta tarkemmin Michaely – Allen 2002, DeAngelo – DeAngelo – Skinner 2008, sekä Farre-Mensa – Michaely – Schmalz 2014.

<sup>101</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 90. Muita syitä jakaa varoja yhtiöstä ovat ylimääräisten varojen kaksinkertaisen verotuksen välttäminen ja yhtiön pääomantuoton kohottaminen.

<sup>102</sup> Kuvattua asetelmaa on oikeuskirjallisuudessa kutsuttu vähemmistön ”näännyttämiseksi”. Näännyttäminen on katsottu yhdenvertaisuusperiaatteen (eikä toiminnan tarkoituksen) vastaiseksi menettelyksi. Ks. HE 109/2005 vp, s. 39, ja tarkemmin Mähönen – Villa 2015, s. 362 sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 32.

Riippumattomuus liiketoiminnan aikajänteestä ja varojenjakopolitiikasta toteutuu selvimmän pörssilistatuissa yhtiöissä, joissa osakkeilla on yleensä luotettava hinnanmääritys sekä julkisen kaupankäynnin tarjoama likviditeetti. Samat arvostusperiaatteet soveltuvat kuitenkin myös yksityisiin osakeyhtiöihin, sillä osakkeen arvonmääritys on lähtökohtaisesti riippumaton siitä, käydäänkö sillä kauppaa julkisesti vai ei. Osakkeenomistaja voi lähtökohtaisesti realisoida osakkeen tulevat kassavirrat nykyarvossaan tai luoda varojenjako vastavaan kassavirran myymällä osakkeitaan (engl. *homemade dividend*).<sup>103</sup> Osakkeen puutteellinen likviditeetti ja riski siitä, että osakkeenomistaja ei kykenisikään realisoimaan varojen jakoa nykyhetkessä, vähennetään likviditeettipremiona osakkeen alkuperäisestä hankintahinnasta.<sup>104</sup> Yhtiön varojenjaon kiihdyttäminen likviditeettiriskin vuoksi johtaisi näin ollen eräänlaiseen kahdenkertaiseen kompensatioon osakkeenomistajalle samalla, kun se mahdollisesti heikentäisi yhtiön pitkän aikavälin toimintaedellytyksiä vähentämällä yhtiön investointimahdollisuuksia.

Yhtiön varoja jaetaan osakkeenomistajille lähtökohtaisesti heidän osakeomistustensa suhteessa.<sup>105</sup> Tästä huolimatta erityisesti kansainvälisessä yhtiötutkimuksessa on todennettu tilanteita, joissa enemmistöosakkeenomistajan omistuksen arvo on suhteellisesti suurempi kuin vähemmistöosakkeenomistajan.<sup>106</sup> Tämä johtuu siitä, että keskitetty äänivalta antaa sääntelyn tai valvonnan puutteellisuuden vuoksi enemmistöosakkeenomistajalle opportunistisen tilaisuuden kanavoida yhtiön varallisuutta itselleen yli sen, minkä hänen osakeomistuksensa hänelle osoittaisi (engl. *private benefits*). Opportunistisista mahdollisuuksista syntyviä intressiristiriitoja ei kuitenkaan voitane katsoa osakkeenomistajien todellisiksi heterogeenisiksi intresseiksi. Kyseessä on osakeyhtiömuodon periaatteille vieras menettelytapa, jota esimerkiksi kotimaisessa yhtiöoikeudessa rajoittavat OYL 1:7:n

---

<sup>103</sup> Teorian taustaoletuksena on luonnollisesti, että yhtiö jossain elinkaarensa vaiheessa jakaa kaiken varallisuutensa osakkeenomistajille. Ks. DeAngelo – DeAngelo – Skinner 2008, s. 113–115. Ks. myös HE 109/2005 vp, s. 39. OYL:n esitöissä on viitattu siihen, että osakkeen arvon maksimointi varojen jaon sijasta tai ohessa ”liittyy lähinnä pörssiyhtiöihin”. Yksityisissä osakeyhtiöissä on hyvin usein rajoitettu osakkeen luovutettavuutta joko lunastus- tai suostumuslausekkein. Näistä ensimmäinen ei lähtökohtaisesti vaikuta osakkeen myyntimahdollisuuteen, sillä tällöin osakkeen hinnan maksaa lunastaja. Suostumuslausekkeen alentama osakkeen likviditeetti taas vähennetään likviditeettipremiona osakkeen hankintahinnasta.

<sup>104</sup> Ks. Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 310. Ks. lisäksi Amihud – Mendelson 1986, s. 246, jossa paitsi todennetaan likviditeetin olevan keskeinen arvopaperin hinnanmäärittäjä, myös havaitaan, että sijoitushorisontiltaan heterogeeniset sijoittajat valitsevat sijoituskohteensa likviditeetin mukaan. Tämä osaltaan vahvistanee käsitystä siitä, että osakkeen likviditeettiin liittyvät seikat eivät luo heterogeenisiä odotuksia yhtiön osakkeenomistajien välille.

<sup>105</sup> OYL 1:7:n mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Periaate toistetaan OYL 3:1:ssä.

<sup>106</sup> Ks. Nenova 2003, sekä Dyck – Zingales 2004.

yhdenvertaisuusperiaate sekä 13 luvun varojenjakosäännökset. Lisäksi enemmistöosakkeenomistajien opportunistin mahdollisuus lähtökohtaisesti vähennetään myös vähemmistöosakkeiden arvosta hankintahetkellä.<sup>107</sup>

Osakkeenomistajakollektiivin homogeenisistä intresseistä seuraa, että osakkeenomistajien oikeuksien suoja on rakennettu lainsäädäntöön. Sen sijaan velkojien suoja perustuu ensisijaisesti sopimusoikeudellisiin keinoihin ja vasta toissijaisesti yhtiöoikeuteen.<sup>108</sup> Verrattuna osakkeenomistajiin velkojien intressit ovat hyvinkin heterogeenisiä. Siinä missä yhtiön liikkeeseen laskemat osakkeet tuottavat lähtökohtaisesti samat oikeudet yhtiössä, eri aikoina tehtyjen velkasopimusten ehtoihin vaikuttavat aina esimerkiksi yhtiön sopimuskentekohdetaloudellinen tila, velkojan riskinottohalu sekä sijoitushorisontti. Velkaa ei sijoiteta yhtiöön *going concern* kuten omaa pääomaa<sup>109</sup>, vaan se pääsääntöisesti maksetaan takaisin velkojalle lainasopimuksessa ilmoitettuna ajankohtana. Velkojat muokkaavat riskipositiotaan preferenssiensä mukaisesti määräämällä ennalta lainan korosta, vaatimalla vakuuksia velan takaisinmaksulle sekä sisällyttämällä velkasopimukseen yhtiön toimintaa rajoittavia kovenanttilausekkeita.<sup>110</sup> Toisin kuten osakkeenomistajat, velkojat voivat näin ollen jossain määrin myös uudelleen neuvotella suhteensa yhtiöön.<sup>111</sup> Lisäksi velkarahoituksen vaikutus itse yhtiön toimintaan voi vaihdella huomattavasti<sup>112</sup>: vaikutuksia määrittävät esimerkiksi koronmaksusta saatavan verohyödyn määrä, osakkeenomistajien ja johdon välisestä valvontaongelmista syntyvien agenttikustannusten vakavuus, yhtiön liiketoiminnallisen elinkaaren vaihe sekä yhtiön toimialan riippuvuus inhimillisestä pääomasta ja tuotekehityksestä.<sup>113</sup> Koska velkojat ovat yhtiön näkökulmasta yleensä heterogeeninen sijoittajajoukko, yhtiön toiminnan tehokkuuden varmistamiseksi esimerkiksi johdon fidusiaarivelvollisuudet on kohdistettu velkojien (tai muiden sidosryhmien) sijaan osakkeenomistajakollektiiviin.<sup>114</sup>

---

<sup>107</sup> Samoin myös tilanteissa, joissa yhtiöllä on eri äänioikeuksin varustettuja osakesarjoja. Ks. Kraakman ym. 2017, s. 79–80.

<sup>108</sup> Kraakman ym. 2017, s. 113.

<sup>109</sup> Vaikka yhtiön pääomastrukturi yleensä suunnitellaan toistaiseksi voimassa olevaksi, velan kiinteä osuus yhtiön pääomasta toteutetaan käytännössä uusimalla lainasopimuksia niiden erääntyessä.

<sup>110</sup> Kanda 1992, s. 440. Vrt. osakkeenomistajat, jotka eivät pääsääntöisesti voi vaatia haluamaansa kiinteää tuottoa yhtiöltä, eivät voi vaatia vakuuksia osinko-odotuksilleen ja lisäksi voivat vaikuttaa yhtiön toimintaan vain päättämällä yhtiökokouksessa sille laissa osoitetuista päätöksistä.

<sup>111</sup> Williamson 1984, s. 1210.

<sup>112</sup> Kahan 1995, s. 610.

<sup>113</sup> Ks. esim. Berk – DeMarzo 2017, s. 608.

<sup>114</sup> Kanda 1992, s. 445.

### 2.1.3 Voiton tuottaminen osakkeenomistajalle

Kuten edellä on esitetty, osakkeenomistajakollektiivilla on yhteinen intressi tuottaa voittoa osakeyhtiön avulla.<sup>115</sup> Seuraavaksi tarkastellaan, millaisia piirteitä homogeenisen osakkeenomistajakollektiivin intressi sisältää.

Oikeustieteilijät ovat esittäneet erilaisia tulkintoja siitä, mitä voiton tuottaminen osakkeenomistajille tarkoittaa. Voiton tuottamistarkoituksen sisällöksi on ehdotettu mm. yhtiön osakkeiden arvon<sup>116</sup>, yhtiön nettovarallisuuden<sup>117</sup>, yhtiön arvon nykyisille ja tuleville osakkeenomistajille<sup>118</sup> sekä yhtiön kaikkien liikkeeseen laskemien arvopaperien arvon (engl. *firm value*)<sup>119</sup> maksimointia. Huomion arvoista on, että voiton tuottamisen teoreettinen perusta kumpuaa rahoitusteoriasta. Tämän vuoksi OYL 1:5:n tulkinnan yhteydessä on olennaista perehtyä osakkeen arvonmääritystä koskeviin peruseräisiin.

Lähtökohtana on, että kaikkien investointien arvo (oli kyseessä sitten arvopaperisijoitus tai yhtiön liiketoimintapäätöksen seurauksena tehtävä investointi) koostuu niiden tuottamien tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvosta.<sup>120</sup> Tulevaisuuden kassavirrat diskontataan nykyarvoonsa käyttäen korkokerrointa, joka kuvastaa kassavirtoihin liittyvää riskiä. Osakeyhtiön toiminta perustuu yleisestikin ajatukselle siitä, että voitollisen liiketoiminnan harjoittaminen ja mahdollisuus varojen jakoon edellyttää aina jonkinlaisen liiketoiminnallisen riskin ottamista.<sup>121</sup> Tästä syntyy *tuoton ja riskin erottamaton yhteys*, johon suurin osa modernin rahoitustieteen mallinnuksista pohjimmiltaan perustuu.

Tarkastellaan ensiksi osakkeenomistajien intressin ensimmäistä osatekijää, tuottoa. Osakkeen arvonmääritys on monimutkainen tekninen prosessi, johon ei ole tässä yhteydessä tarkoituksenmukaista syventyä.<sup>122</sup> Sen pääperiaatteet kuitenkin paljastavat osakkeenomistajien intressin yhtiössä.

---

<sup>115</sup> Huomattakoon, että yhdenyhtiöissä yhtiön etu näyttäytyy erilaisena. Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 283. Yksimieliset osakkeenomistajat voivat lähtökohtaisesti aina esimerkiksi muuttaa yhtiön toiminnan tarkoitusta tai jakaa yhtiön vapaata omaa pääomaa haluamallaan tavalla.

<sup>116</sup> Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 54, sekä Kraakman ym. 2017, s. 23.

<sup>117</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 33 ja siinä viitattu kirjallisuus.

<sup>118</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 4.

<sup>119</sup> Jensen 2001, s. 8. Ks. myös Mähönen 2009, s. 29–30, sekä Mähönen – Villa 2015, s. 350.

<sup>120</sup> Ks. esim. Berk – DeMarzo 2017, jossa on kattava perusesitys investointien arvonmäärityksestä.

<sup>121</sup> Vahtera 2011, s. 179.

<sup>122</sup> Osakkeen arvonmäärityksestä ks. esim. Berk – DeMarzo 2017, s. 309–338, jossa on käsitelty yksityiskohdaisemmin tässä esitettyjä arvonmääritysmetodeja. Ks. lisäksi Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 591–622.



Osakkeenomistajan sijoitukselleen saama tuotto tietyllä aikaperiodilla koostuu kahdesta osatekijästä:

$$\text{osakkeen kokonaistuotto} = \text{osinkotuotto} + \text{osakkeen arvonnousu}$$

Osakkeenomistajan taloudellinen intressi koostuu yhtäältä varojen jaosta ja toisaalta osakkeen arvonnoususta. Voiton tuottaminen OYL 1:5:n mukaisesti voikin tapahtua varojen jaon sijasta tai ohessa pyrkimällä osakkeen mahdollisimman korkeaan arvoon.<sup>123</sup>

Perinteinen tapa määrittää osakkeen arvo on diskontata osakkeen tulevaisuuden osingot nykyarvoonsa (engl. *dividend-discount model*):

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Div_n}{(1 + r_E)^n}$$

Kaava osoittaa, että osakkeen arvo on sen tulevaisuudessa tuottamien diskontattujen osinkojen summa yhtiön koko toiminnan ajalta. Diskonttaukseen käytettävä korkokerroin riippuu yhtiön harjoittaman liiketoiminnan riskillisyydestä ja siten pääasiassa yhtiön toimialasta. Mikäli yhtiö käyttää osinkojen lisäksi muita OYL 13:1:n mukaisia varojenjako tapoja, mallia voidaan oikaista huomioimaan myös muut varojenjaon muodot (osinkojen lisäksi esim. osakkeiden takaisinostot):

$$P_0 = \frac{PV(\text{varojen jako osakkeenomistajille})}{\text{osakkeiden lukumäärä}_0}$$

Molemmissa malleissa implikaatio osakkeenomistajien intressistä on sama: osakkeen arvo nykyhetkessä määräytyy osakkeen tuottamista tulevista kassavirroista. Osakkeenomistajan intressi muodostuu näin ollen sekä nykyhetken että tulevaisuuden varojenjako tapahtumista.

Osakkeen arvoa voidaan lähestyä lisäksi yhtiön pääomarakenteen näkökulmasta:

$$P_0 = \frac{PV(\text{tulevaisuuden vapaa kassavirta}) + \text{kassavarat}_0 - \text{vieras pääoma}_0}{\text{osakkeiden lukumäärä}_0}$$

Kaava osoittaa osakkeenomistajien aseman residuaalikassavirran omistajana: osakkeenomistajille kuuluvat kaikki yhtiössä jo olevat kassavarat sekä yhtiön tulevaisuudessa

---

<sup>123</sup> HE 109/2005 vp, s. 39. Ks. myös viimeaikaisesta oikeuskäytännöstä KKO:n ratkaisut 2015:104 ja 2015:105, joissa myös yhtiön kokonaan omistetulle tytäryhtiölle tekemät konserniavustukset katsottiin yhtiön edun mukaisiksi, osakkeiden arvoa kasvattaviksi sijoituksiksi siitä huolimatta, että ne vähensivät yhtiön välittömästi jakokelpoisia varoja.

ansaitsemat kassavirrat, jotka jäävät jäljelle yhtiön velkojen maksun jälkeen.<sup>124</sup> Keskeistä on, että kaikki kolme mallia johtavat samaan johtopäätökseen: osakkeenomistajien intressi koostuu yhtiön varojenjakopotentialista koko yhtiön toiminnan ajalta, jonka odotetaan jatkuvan toistaiseksi.<sup>125</sup> Osakkeenomistajien intressi ei siten aseta aikarajaa yhtiön voitonmaksulle. Päinvastoin, valtaosa osakkeenomistajien intressistä koostuu nimenomaan tulevaisuudessa toteutuvasta kassavirrasta<sup>126</sup> ja siten yhtiön arvosta *going concern*.<sup>127</sup> Näin ollen yhtiön voitontuottamiskyvyn parantaminen tulevaisuudessa on lähtökohtaisesti aina osakkeenomistajien intressissä myös niissä tilanteissa, joissa se vähentää yhtiön välittömästi jakokelpoisia varoja.<sup>128</sup> Lisäksi varojenjaon ajankohta ei lähtökohtaisesti vaikuta osakkeen arvoon. Varojenjakopolitiikan arvo osakkeenomistajille määräytyy pikemminkin sen mukaan, onko yhtiöllä mahdollisuuksia investoida jakokelpoisia varoja tuottavasti ja aiheutuuko ylimääräisestä varallisuudesta riskiä johdon väärinkäytöksille.<sup>129</sup>

Seuraavaksi tarkastelun kohteeksi otetaan osakkeenomistajakollektiivin intressin toinen elementti, tuoton vastinpari eli riski. Riskin pienentyminen suhteessa tuottoon hyödyttää osakkeenomistajaa, sillä se nostaa yhtiön osakkeen arvoa. Osakkeenomistajan riskipositio yhtiössä voidaan jakaa väärinkäytösriskiin ja liiketoimintariskiin.<sup>130</sup> Väärinkäytösriskillä tarkoitetaan agenttiongelmista syntyvää, osakkeenomistajien asemaa loukkaavaa varallisuuden kanavoimista yhtiöstä, kun taas liiketoimintariski käsittää kaiken yhtiön liiketoimintaan liittyvän riskin. Tässä tutkielmassa keskitytään pääasiassa osakkeenomistajan liiketoimintariskiin, sillä väärinkäytösriski ei liity yhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen ja sitä pyritään minimoimaan lainsäädäntöteitse joko säätämällä rajoituksia määräysvaltaa käyttävien tahojen toiminnalle tai antamalla osakkeenomistajille hallinnointioikeuksia.<sup>131</sup>

---

<sup>124</sup> Huomattakoon, että kahdessa ensimmäisessä mallissa yhtiön kassavarat ja velat otetaan huomioon vaikutuksina yhtiön vapaan oman pääoman määrään, josta varojen jako tehdään. Jälkimmäisessä mallissa yhtiön tulevaisuuden vapaa kassavirta lasketaan yhtiön liikutuksesta, minkä vuoksi kassavarat ja velka on otettava huomioon erikseen yhtiön oman pääoman arvon määrittämisen yhteydessä.

<sup>125</sup> Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 350, Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 54, sekä Toiviainen 2004, s. 431.

<sup>126</sup> Ks. Barton 2011, s. 87. Yhtiön arvosta yleensä noin 70–90 % koostuu yli kolmen vuoden päästä realisoituvista kassavirtaodotuksista.

<sup>127</sup> Ks. HE 109/2005 vp, s. 39, jossa todetaan, että yhtiön toiminnassa on kaikissa tilanteissa tavoiteltava toiminnan tarkoituksen toteuttamista sekä pyrittävä toiminnan jatkuvuuteen.

<sup>128</sup> Empiirisestä tutkimuksesta ks. Jiang– Koller 2007. Ks. myös Toiviainen 2004, s. 430–431.

<sup>129</sup> Ks. esim. Farre-Mensa – Michaely – Schmalz 2014, s. 29–66.

<sup>130</sup> Vahtera 2011, s. 190.

<sup>131</sup> Kraakman ym. 2017, s. 51–71.

Liiketoimintariski voidaan edelleen jakaa markkinariskiin ja toteutusriskiin.<sup>132</sup> Markkinariskillä tarkoitetaan yhtiön toimialan luonteesta johtuvaa riskiä, joka on yhteinen koko markkinalle, kun taas toteutusriskillä tarkoitetaan riskiä siitä, että yhtiö epäonnistuu odotetun kasvavirran realisoinnissa. Toteutusriskin hallinta on olennainen osa yhtiön johdon tehtäviä. Se realisoituu osakkeenomistajille lähtökohtaisesti hajauttamiskelpoisena yrityskohtaisena riskinä, minkä lisäksi toteutusriskin realisointuminen voi johtaa yhtiön johdon vaihtamiseen yhtiökokouksessa sekä tuottamuksellisesti aiheutettuna johdon vahingonkorvausvelvollisuuden yhtiölle aiheutetusta vahingosta. Aihetta käsitellään laajemmin luvussa 3. Markkinariskin määrän mitoittaminen kuuluu sen sijaan osakkeenomistajan tehtäviin, sillä yhtiön johto ei kykene yhtiön toiminnan tarkoituksen ja toimialan rajoittamana säätelemään osakkeenomistajien riskipositioon sisältyvää markkinariskin määrää kuin korkeintaan yhtiön pääomarakennetta muuttamalla. Tällöinkin osakkeenomistajilla säilyy lähtökohtaisesti mahdollisuus muokata sijoituksensa tosiasiallinen pääomarakenne mieleisekseen oman velkamääränsä hallinnoinnilla.<sup>133</sup> Pääomamarkkinoilla osakkeenomistajia kompensoidaan juuri markkinariskin ottamisesta, ja sijoituksen odotettu tuotto onkin verrannollinen sen sisältämän markkinariskin määrään.

Osakkeen arvoa ilmentävää laskukaavaa voidaan näin ollen täsmentää ilmaisemaan sijoittajalle keskeiset liiketoiminnan riskitekijät:

$$P_0 = \frac{p * FCF_1}{r_{wacc} - g_{FCF}} + \frac{kassavarat_0 - vieras pääoma_0}{osakkeiden lukumäärä_0}$$

Toteutusriski  $p$  vaikuttaa odotettavissa olevaan vapaan kasvavirran<sup>134</sup> määrään, kun taas tämän kasvavirran diskonttaamiseen käytettävä korkokerroin ilmaisee liiketoiminnan sisältämän markkinariskin määrän ja toisaalta vapaan kasvavirran kasvupotentiaalin. Toteutusriskin pienentyessä  $p$  lähestyy lukua 1, mikä kasvattaa odotettua vapaata kasvavirtaa. Huomautettakoon, että toteutusriski  $p$  ei ole vakio vaan se tulee ottaa vapaan kasvavirran

<sup>132</sup> Ks. Berk – DeMarzo 2017, s. 459. Toteutusriski otetaan huomioon yhtiön kasvavirtaennusteessa, kun taas markkinariski vaikuttaa yhtiön pääomankustannukseen.

<sup>133</sup> Esitettyä osakkeenomistajan riskipositio muokkaamista kutsutaan ”omakätiseksi velkavivuksi” (engl. *home-made leverage*). Ks. Modigliani – Miller 1958, s. 270. Huomautettakoon, että epätäydellisillä markkinoilla pääomarakenteella on vaikutusta yhtiön kasvavirtoihin myös markkinariskivaikutuksen ulkopuolella. Ks. esim. Berk – DeMarzo 2017, s. 551–617. Tällöin pääomarakenteesta päättäminen kuuluu johdon huolellisuusvelvollisuuden piiriin, eikä osakkeenomistaja voi toisaalta myöskään omakätisellä velkavivulla vaikuttaa näihin markkinariskin ulkopuolisiin kasvavirtavaikutuksiin.

<sup>134</sup> Vapaata kasvavirtaa ( $FCF$ ) käsitellään tarkemmin jäljempänä luvussa 2.1.4.

arvioimisessa huomioon hankekohtaisesti. Huomautettakoon lisäksi, että nyt esitetty kaava ilmentää perinteisestä rahoitusteoriasta poiketen osakkeenomistajan intressiä yksittäisessä osakkeenomistaja-yhtiö-relaatiossa: rahoitusteorian näkökulmastahan toteutusriski luetaan hajauttamiskelpoiseen yrityskohtaiseen riskiin, jota ei kompensoida osakkeenomistajalle. Markkinariskin vaikutus näkyy yhtiön painotetussa pääomankustannuksessa ( $r_{wacc}$ ), joka ilmaisee yhtiön koko pääomarakenteen pääomankustannuksen vieraan pääoman korkojen vähennyskelpoisuus huomioiden. Myös markkinariskin määrän pienentyminen kasvattaa vapaan kassavirran arvoa, mutta osakkeenomistaja ei lähtökohtaisesti voi vaikuttaa itse markkinariskiin, ainoastaan sille *altistumiseen*.

Yhteenvetona voidaan todeta, että osakkeenomistajakollektiivin intressi koostuu osakkeen tarjoamasta kassavirrasta koko yhtiön toiminnan ajalta sekä väärinkäytösriskien ja liiketoimintaan liittyvän toteuttamisriskin minimoinnista. Näiden kahden riskiluokan rajoittaminen on olennaista osakkeenomistajille, sillä niiden ottamista ei kompensoida lainkaan osakemarkkinoilla. Osakkeenomistajat hallinnoivat altistumistaan toteuttamisriskille valitsemalla yhtiön johdon ja hajauttamalla sijoitusportfolionsa, kun taas väärinkäytösriskiä rajoittavat erityisesti johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus sekä laittoman varojenjaon kielto. Osakkeenomistajien intressissä ei sen sijaan lähtökohtaisesti ole toiminnan sisältämän markkinariskin minimointi, sillä osakkeenomistajien tuotto-odotus perustuu juuri markkinariskin ottamiseen.<sup>135</sup>

#### 2.1.4 Osakeyhtiön voitontuottamisketju ja valistunut arvonmaksimointi

Osakeyhtiön voitontuottamistarkoitusta on käsitelty OYL:ssa, lain esitöissä sekä niin kotimaisessa kuin ulkomaisessakin oikeuskirjallisuudessa. OYL:n hallituksen esityksessä on todettu, että OYL 1:5 ei tarkoita velvollisuutta maksimoida voitonjakokelpoisia varoja lyhyellä aikavälillä, vaan voiton tuottamista tarkastellaan ”pidemmällä tähtäyksellä”. Keskeistä on, että yhtiön tekemien toimenpiteiden voidaan katsoa olevan ”yhtiön ja sitä kautta osakkeenomistajien edun mukaisia”. Lisäksi yhtiön toiminnassa on ”pyrittävä toiminnan jatkuvuuteen”.<sup>136</sup> Esitöiden perusteella voidaan siten vahvistaa OYL 1:5:n tulkinnasta kolme tulkintaohjetta: voiton tuottamisen tarkoitus ei tarkoita mahdollisimman pikaista jakokelpoisten varojen maksimointia; yhtiön edun katsotaan johtavan osakkeenomistajien etuun eikä

---

<sup>135</sup> Markkinariskin ja tuotto-odotuksen välinen yhteys ilmenee vakiintuneesti käytetystä CAP-mallista, jota käsitellään jäljempänä luvussa 2.1.6.

<sup>136</sup> HE 109/2005 vp, s. 38–39.

toisinpäin<sup>137</sup>; ja lisäksi yhtiön on pyrittävä toimintansa jatkuvuuteen (*going concern*). Esitöiden linjaukset voiton tuottamisen sisällöstä ovat linjassa edellä esitettyjen osakkeenomistajakollektiivin intressien kanssa.

Osakeyhtiössä voittoa pyritään tuottamaan kuitenkin ensisijaisesti yhtiölle ja toissijaisesti osakkeenomistajalle. Tämä ilmenee paitsi OYL:n esitöistä<sup>138</sup> myös siitä, että OYL 1:8:n sanamuodon mukaan johdon tehtävänä on huolellisesti toimien edistää yhtiön, ei osakkeenomistajien etua.<sup>139</sup> OYL:n esitöissä on todettu, että yhtiön edun mukaisesti toimiminen merkitsee yhtiön johdon lojaliteettivelvollisuutta ”yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan”.<sup>140</sup>

Osakeyhtiön voitontuottamisprosessi koostuu eräänlaisesta kassavirtaketjusta: voitollinen liiketoiminta kasvattaa yhtiön arvoa, minkä jälkeen yhtiön varat jaetaan rahoittajien kesken. Osakkeenomistajilla on oikeus yhtiön residuaalikassavirtaan: osakkeenomistajille jaetaan kassavirta, joka jää jäljelle vieraalle pääomalle maksettavien korkojen ja pääomanpalautusten jälkeen. Kokonaisuudessaan yhtiön voitontuottamisprosessi näyttää seuraavalta:



Kuva 3: Voitontuottamisprosessi

Kuten kuvasta voidaan havaita, voitontuottamisprosessissa on kaksi kassavirran vastaanottajaa: yhtiö ja osakkeenomistajat. Kassavirrat eivät ole kuitenkaan identtisiä: yhtiöön saapuvasta kassavirrasta käytetään nimitystä ”vapaa kassavirta” (engl. *free cash flow*), ja sillä tarkoitetaan yhtiön kerryttämää kassavirtaa, joka jää jäljelle, kun yhtiö on maksanut kaikki liiketoimintakustannuksensa (mukaan lukien verot) sekä tehnyt kaikki liiketoimintaan kohdistuvat investointinsa. Vapaa kassavirta kuvastaa sitä kassavirtaa, joka yhtiöstä voidaan makssaa tuottona oman ja vieraan pääoman sijoittajille, ja diskontattuna se muodostaa yhtiön liiketoiminnan arvon. Vapaa kassavirta eroaa osakkeenomistajille kuuluvasta kassavirrasta.

<sup>137</sup> Ks. kuitenkin Rasinaho 2013, s. 555–557.

<sup>138</sup> HE 109/2005 vp, s. 41. Ks. myös Immonen – Villa 2019, s. 28, sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 31–32.

<sup>139</sup> Samoin Lautjärvi 2017, s. 103–104.

<sup>140</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

Oman pääoman arvo saadaan, kun vapaaseen kassavirtaan lisätään yhtiön liiketoiminnan ulkopuoliset omaisuuserät (jolloin saadaan yhtiön arvo, engl. *firm value*) ja siitä vähennetään yhtiön velkojen ja muiden oman pääoman ulkopuolisten saatavien arvo.<sup>141</sup>

Yhtiön liiketoiminnasta päättää käytännössä yhtiön johto, jonka on OYL 1:8:n mukaan huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. OYL:n esitöiden mukaan yhtiön edun mukaisesti toimiminen sisältää toimimisen yhtiön tarkoituksen mukaisesti.<sup>142</sup> Oletuksena on, että ”yhtiön liiketoiminta tuottaa osakkeenomistajille etua yhtiön välityksellä”.<sup>143</sup> Oikeuskirjallisuudessa onkin usein samastettu osakkeenomistajakollektiivin ja yhtiön etu toisiinsa.<sup>144</sup> Jäljempänä tarkastellaan, kumpaa edellä esitetyistä kassavirroista (vapaa kassavirta vai kassavirta osakkeenomistajille) yhtiön johdon tulee maksimoida, jotta johto edistäisi yhtiön etua ja voiton tuottamista osakkeenomistajille.

Kun yhtiön vapaa kassavirta kasvaa, kasvaa myös yhtiön arvo. Yhtiön arvoa ja sen jakautumista sijoittajien kesken voidaan kuvata markkina-arvotaseen avulla:

MARKKINA-ARVOTASE	
Vastaavaa	Vastattavaa
Aineeton omaisuus markkina-arvossaan	Oma pääoma
Aineellinen omaisuus markkina-arvossaan	Vieras pääoma
<b>Yhtiön arvo</b>	<b>Yhtiön arvo</b>

Kuva 4: Markkina-arvotase omaisuuseriin jaettuna

Markkina-arvotase eroaa kirjanpidollisesta taseesta kahdella tavalla:<sup>145</sup> yhtiön varallisuuteen on aktivoitu kaikki yhtiön varallisuusarvoinen omaisuus, mukaan lukien yhtiön maine, brändi ja inhimillinen pääoma, minkä lisäksi kaikki taseen erät on arvostettu täyteen markkina-arvoonsa. Taseen yhdellä puolella ovat yhtiön vastattavat eli lähtökohtaisesti yhtiön oma pääoma ja velkarahoitus (tosin mikään ei estä lisäämästä taseeseen myös muita

<sup>141</sup> Ks. Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 138–152, jossa on yksityiskohtainen kuvaus prosessista, jolla vapaasta kassavirrasta johdetaan oman pääoman arvo.

<sup>142</sup> Vrt. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017, s. 20. Kirjoittajat katsovat, että yhtiön edun mukaisesti toimiminen edellyttää myös toimimisen yhtiön toimialan mukaisesti.

<sup>143</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

<sup>144</sup> Ks. Koski 1982, s. 307, sekä Pönkä 2013a, s. 22 ja siinä viitattu kirjallisuus.

<sup>145</sup> Berk – DeMarzo 2017, s. 528.

rahoitusinstrumentteja). Toisella puolen tasetta ovat yhtiön vastaavat, jotka muodostuvat kaikesta yhtiön varallisuusarvoisesta omaisuudesta. Koska yhtiön omaisuuden varallisuusarvo muodostuu sen kassavirtapotentialista sijoittajille, vastaavaa-puoli voidaan uudelleen järjestellä siten, että vastaavia ovat yhtiössä tarkasteluhetkellä olevat varat sekä yhtiön tulevat, painotetulla pääomakustannuksella diskontatut tulevat kassavirrat (yhtiön liiketoiminnan arvo). Näin järjestelty markkina-arvotase näyttää seuraavalta:

MARKKINA-ARVOTASE	
Vastaavaa	Vastattavaa
Yhtiön olemassa olevat kassavarat	Oma pääoma
Yhtiön tulevat kassavirrat	Vieras pääoma
<b>Yhtiön arvo</b>	<b>Yhtiön arvo</b>

Kuva 5: Markkina-arvotase jaettuna kassavirtoihin ja rahavaroihin

Uudelleen järjestely voidaan todentaa hyödyntäen luvussa 2.1.3 esitettyä osakkeen arvon laskukaavaa.

$$P_0 = \frac{PV(\text{tulevaisuuden vapaa kassavirta}) + \text{kassavarat}_0 - \text{vieras pääoma}_0}{\text{osakkeiden lukumäärä}_0}$$

Jos yhtälön molemmat puolet kerrotaan osakkeiden lukumäärällä, yhtälö ilmaisee oman pääoman arvon seuraavasti:

$$\text{oma pääoma}_0 = PV(\text{tulevaisuuden vapaa kassavirta}) + \text{kassavarat}_0 - \text{vieras pääoma}_0$$

Jos tämän jälkeen molemmille puolille lisätään yhtiön vieraan pääoman arvo, saadaan yhtiön kokonaisarvon (*firm value*) matemaattinen ilmaus:

$$\begin{aligned} \text{oma pääoma}_0 + \text{vieras pääoma}_0 \\ = PV(\text{tulevaisuuden vapaa kassavirta}) + \text{kassavarat}_0 \end{aligned}$$

Koska markkina-arvotase osoittaa, että oman ja vieraan pääoman arvo on yhtä suuri kuin yhtiön kaiken varallisuusarvoisen omaisuuden (ml. esim. inhimillinen pääoma ja brändi) täydessä markkina-arvossaan, voidaan taseen vastaavaa-puoli järjestellä uudelleen tulevaisuuden vapaan kassavirran nykyarvoksi ja yhtiön olemassa oleviksi kassavaroiksi.

Taseen vastaava-puoli ilmaisee nettonykyarvon yhtiön ansaintalogiikasta, eli menettelytavoista, joilla yhtiö tavoittelee voittoa.<sup>146</sup> Puolet ovat taseelle ominaiseen tapaan tasapainossa, ja sen loppusumma ilmaisee yhtiön kokonaisarvon niin oman kuin vieraan pääoman ehtoisille sijoittajille. Markkina-arvotaseen näkökulmasta arvoa luodaan sijoittamalla yhtiön olemassa olevia varoja hankkeisiin, joiden nettonykyarvo ylittää alkuperäisen investoinnin arvon.<sup>147</sup>

Voitontuottamisprosessi ja markkina-arvotase liittyvät toisiinsa siten, että koska vieraaseen pääomaan liittyvät tuotonmaksut ja pääomanpalautukset ovat lähtökohtaisesti kiinteitä, osakkeenomistajat saavat yhtiön arvon noususta lähtökohtaisesti täyden taloudellisen hyödyn. Tämä vastaa luvussa 2.1.3 esitettyä osakkeenomistajakollektiivin intressiä, sillä yhtiön arvon nousu näkyy yhtäältä osakkeen arvon nousuna ja toisaalta mahdollisesti kasvavana varojen jakona. Voitontuottamisprosessin ja markkina-arvotaseen välinen yhteys ilmaisee ajatuksen *Michael C. Jensenin* esittelemän valistuneen arvonmaksimoinnin taustalla. Valistuneen arvonmaksimoinnin ideana on maksimoida yhtiön kaikkien liikkeeseen laskemien arvopaperien arvo, ei pelkästään osakkeiden arvoa.<sup>148</sup> Markkina-arvotaseesta havaitsemme, että yhtiön kaikkien arvopaperien arvon maksimointi tarkoittaa määritelmällisesti yhtiön nykyisten ja tulevien kassavarojen diskontatun arvon maksimointia koko yhtiön toiminnan ajalta. Voitontuottamisprosessissa tästä kassavirrasta maksetaan maksunsaantijärjestyksen mukaisesti velkojille kuuluva osuus, kun taas kassavirran ylijäämä kuuluu osakkeenomistajille. Näin ollen valistuneen arvonmaksimoinnin tarkoituksena on voiton tuottaminen osakkeenomistajille siitä huolimatta, että se edellyttää kaikkien arvopapereiden arvon maksimointia.<sup>149</sup> Oikeuskirjallisuudessa onkin katsottu, että OYL 1:5:n sisältö vastaa pitkälti oppia valistuneesta arvonmaksimoinnista.<sup>150</sup> Valistunutta arvonmaksimointia on kuitenkin kritisoitu siitä, että mallissa johdolla olisi tosiasiasa kaksi päämiestä (osakkeenomistajat ja velkojat), joiden intressien yhteensovittaminen olisi haasteellista aivan kuten sidosryhmäkeskeisessä mallissakin.<sup>151</sup> Ratkaisu voidaan löytää tulkinnasta, jonka mukaan johdon

---

<sup>146</sup> Ks. Vahtera 2011, s. 180.

<sup>147</sup> Berk – DeMarzo 2017, s. 528.

<sup>148</sup> Jensen 2001, s. 9.

<sup>149</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 116.

<sup>150</sup> VNK 2020:39, s. 140, sekä Mähönen – Villa 2015, s. 350. Valistunut arvonmaksimointi on saanut myös kritiikkiä kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa. Ks. esim. Nyström – Rajavuori 2014, s. 710. Kirjoittajat pitävät valistunutta arvonmaksimointia puutteellisena kuvauksena todellisuudesta ja pahimmillaan jopa ”retorisena väistöliikkeenä”, jolla osakkeenomistajien ja/tai johdon todellinen yhteiskuntavastuun motiivi voidaan piilottaa.

<sup>151</sup> Vahtera 2011, s. 154, sekä Lautjärvi 2015, 2.1.5 Valistunut arvonmaksimointi.



päämieheksi katsottaisiin lähtökohtaisesti *yhtiö*, eivät sen rahoittajat. Tällöin johdon velvollisuutena olisi maksimoida yhtiön vapaa kassavirta, mikä vuorostaan maksimoisi samanlaisesti sekä yhtiön vieraan että oman pääoman arvon. Yhtiön asemaa johdon päämiehenä käsitellään seuraavassa luvussa.

### 2.1.5 *Eroavaisuudet yhtiön ja osakkeenomistajien etujen välillä*

Yhtiöoikeudellisessa oikeuskirjallisuudessa yhtiön etu on usein samastettu osakkeenomistajien etuun.<sup>152</sup> Tulkinta seurannee OYL 1:5:n ja 1:8:n välisestä yhteydestä. Yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Yhtiön etuna on lähtökohtaisesti pidetty yhtiön toiminnan tarkoituksen toteuttamista<sup>153</sup>, jonka oletetaan olevan voiton tuottaminen osakkeenomistajalle. Yhtiön ja osakkeenomistajien etujen samastamiseen liittyy kuitenkin tulkintaongelmia<sup>154</sup>, joiden vuoksi suoraviivainen samastaminen on haasteellista valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta tarkasteltuna.

Ensimmäinen ongelma liittyy yhtiön edun määrittelyyn tilanteessa, jossa oman ja vieraan pääoman ehtoisten rahoittajien oikeuksia on muokattu sopimus- tai yhtiöjärjestysmääräyksin siten, että ne poikkeavat olennaisesti OYL:n taustalla olevista perusolettamista.<sup>155</sup> Yhtiöjärjestyksessä voidaan esimerkiksi muokata osakkeenomistajien oikeuksia siten, että osake on äänivallaton, sille maksetaan tuottoa kiinteämääräisenä tai sille ei makseta tuottoa lainkaan (ns. riisuttu osake). Taloudellisilta ominaisuuksiltaan riisuttu osake voi vastata tällöin velkainstrumenttia. Toisaalta velkasopimuksessa voidaan muokata velkojan oikeuksia siten, että velan korko määrätään voitto-osuusehtoiseksi ja velkojalle annetaan oikeuksia liittyen esimerkiksi hallituksen valintaan tai yhtiön varojen käyttöön (ns. viritetty velka). Tällöin velkainstrumentti vastaa oikeuksiltaan pitkälti oman pääoman ehtoista rahoitusta. Näin ollen residuaaliriski ja siihen liittyvät hallinnointioikeudet voidaan tosiasiasa siirtää osakkeenomistajilta velkojille. Herää kysymys, kuka tosiasiasa kantaa residuaaliriskin ja -oikeudet yhtiössä ja kenen etua yhtiön johdon tulisi näin ollen edistää. OYL:n sääntely rakentuu vahvasti sen olettaman varaan, että viimesijainen riskipositio yhtiössä kuuluu osakkeenomistajille, jonka agenttina yhtiön johto toimii.

---

<sup>152</sup> Ks. esim. Savela 2015, s. 74–75, ja Pönkä 2013a, s. 22 sekä siinä viitatut lähteet.

<sup>153</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

<sup>154</sup> Ks. OM:n Mietintöjä ja lausuntoja 48/2016, s. 18–19.

<sup>155</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 170–175.

Toinen ongelmatilanne syntyy, kun yhtiö on maksukyvytön tai vaarassa ajautua maksukyvyttömyyteen. Kun yhtiö on lähellä maksukyvyttömyyttä, osakkeenomistajilla voi olla intressi kasvattaa liiketoiminnan riskiä, vaikka riskin lisääminen johtaisikin yhtiön hankkeiden negatiiviseen nettohyötyyn (engl. *asset substitution*).<sup>156</sup> Onnistuessaan hanke saattaa kasvattaa osakkeiden arvoa, kun taas epäonnistuessaan velkojat joutuvat ottamaan tappion vastaan; maksukyvyttömän yhtiön osakkeet kun ovat maksunsaantijärjestyksessä joka tapauksessa viimeisiä. Problematiikka on laajennettavissa myös muihin osakkeenomistajien opportunistisiin toimiin velkojien kustannuksella, kuten yhtiön velkamäärän kasvattamiseen yhtiön aiempien velkojien vahingoksi (engl. *debt dilution*). Keskeistä on, että osakkeenomistajien varallisuutta kasvatetaan yhtiön voitollisen liiketoiminnan sijaan siirtämällä yhtiön toisen sidosryhmän varallisuusarvoa osakkeenomistajille. Markkina-arvotaseen näkökulmasta tällainen toiminta tosiasiaa tuhoaa yhtiön arvoa ja voitaneen perustellusti kysyä, voiko yhtiön arvoa tuhoava toiminta koskaan olla yhtiön edun mukaista, vaikka se sinänsä olisikin osakkeenomistajien edun mukaista. Oikeuskirjallisuudessa on sen enempää yksilöimättömillä perusteluilla todettu ainoastaan, että tällainen opportunistinen menettely ei ole OYL:n mukaista.<sup>157</sup>

Edellä esitetystä syntyy ongelma yhtiön edun määrittelyssä. Yhtiön etu ei voine olla sama asia kuin osakkeenomistajien (edes kollektiivinen) etu johtuen siitä, ettei liene mielekästä katsoa yhtiön edun mukaiseksi osakkeenomistajien eduksi harjoitettua opportunistista toimintaa, jolla pyritään luomaan oman pääoman kassavirtaa velkojien edun kustannuksella. Toisaalta yhtiön edun ei voida mielekkäästi katsoa tarkoittavan myöskään yhtiön kaikkien sidosryhmien (tai edes pääoman sijoittajien) yhteenlaskettua etua. Tällaisen aggregoidun edun laskeminen olisi sekä teoriassa että käytännössä puhdas mahdottomuus johtuen yhtiön eri sidosryhmien toistensa kanssa ristiriitaisista ja usein vieläpä rahallisesti vaikeasti määritettävistä intresseistä. Tällöin vaihtoehdoksi jää katsoa yhtiön etu siinä mielessä itsenäiseksi eduksi, että se on käsitteellisesti erillään kaikkien yhtiön sidosryhmien eduista.<sup>158</sup>

OYL 1:5 näin ollen ilmaisee paitsi oletettaman yhtiön toiminnan voitollisuudesta myös periaatteen, jonka mukaan osakkeenomistajat ovat yhtiön varojen maksunsaantijärjestyksessä viimeisellä sijalla, ja että osakkeenomistajien saadessa varoja yhtiöstä kaikkien muiden

---

<sup>156</sup> Ks. Berk – DeMarzo 2017, s. 597–598, sekä Kraakman ym. 2017, s. 111.

<sup>157</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 33.

<sup>158</sup> Samoin Lautjärvi 2017, s. 250.

sidosryhmien saatavat on maksettu.<sup>159</sup> Samalla OYL 1:5 korostaa myös riskin ja tuoton välistä suhdetta osakeyhtiössä: osakeyhtiöinstituution tarkoitus on lähtökohtaisesti mahdollistaa riskillisen yritystoiminnan harjoittaminen<sup>160</sup>, ja tämän toiminnan harjoittamisessa osakkeenomistaja tarjoaa yhtiön käyttöön paitsi pääomaa myös riskinsietokykynsä. Johdon tärkein tehtävä yhtiössä eli yhtiön edun edistäminen on näin ollen *väline* voiton tuottamiseen osakkeenomistajille.<sup>161</sup>

Tulkinnalla, jonka mukaan yhtiön etu on erillinen sen sidosryhmien eduista, vältetään myös tulkintaongelmat riisuttujen osakkeiden ja viritetyn velan tilanteessa, jossa kysymykseksi nousee kuka todellisuudessa omistaa oikeuden yhtiön kassavirtaan ja kenen etua yhtiön johdon tulisi edistää. Pääomarakenteesta riippumatta johdon tulisi OYL 1:8:n mukaisesti edistää *yhtiön* etua, joka on riippumaton yhtiön pääomarakenteen sisällöstä. Tulkinnalla on näin ollen yhteys modernin rahoitusteorian oppeihin: *Modiglianin* ja *Millerin* teorian mukaan sekä yhtiön että osakkeen arvo on täydellisillä pääomamarkkinoilla riippumaton yhtiön pääomarakenteesta.<sup>162</sup> Todellisuuden epätäydellisillä markkinoilla yhtiön arvoon vaikuttavat pääomarakenteen näkökulmasta rahoitusinstrumentteihin liittyvät verotukselliset seikat, maksukyvyttömyyskustannusten suuruus ja todennäköisyys sekä velan aiheuttamat agenttikustannukset ja -hyödyt. Nämä seikat yhtiön johdon tulee OYL 1:8:n mukaisesti ottaa huomioon pääomarakenteen suunnittelussa silloin, kun ne vaikuttavat yhtiön arvoon. Tällöinkin johto ei muuta pääomarakennetta minkään tietyn sidosryhmän eduksi vaan yhtiön eduksi; tosiasiasa kuitenkin osakkeenomistajat saavat pitkälti pääomarakenteen muutoksen hyödyt, sillä yhtiön muiden sidosryhmien saatavat ovat lähtökohtaisesti kiinteitä.

---

<sup>159</sup> Samansuuntaisesti Villa – Tarasti 2018, s. 228.

<sup>160</sup> Ks. Vahtera 2011, s. 18.

<sup>161</sup> Ks. HE 109/2005 vp, s. 38–39, joissa nimenomaisesti viitataan siihen, että yhtiön etu johtaa osakkeenomistajien etuun. Ks. lisäksi tuoreesta oikeuskäytännöstä KKO 2018:19; jonka kohdassa 30 todetaan, että yhtiön edun mukainen toimi on lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen. Tulkinta voidaan yksinkertaistaa siten, että yhtiön etu on lähtökohtaisesti aina osakkeenomistajien etu, mutta osakkeenomistajien etu ei ole sama kuin yhtiön etu. Tämä tulkinta sulkee pois osakkeenomistajan henkilökohtaisten preferenssien huomioimisen yhtiön edun arvioinnissa siinäkin tapauksessa, että osakkeenomistajia on yhtiössä vain yksi. Tosin yksimieliset osakkeenomistajat voivat aina päättää vapaan oman pääoman käytöstä yhtiön maksukyvyyn rajoissa ja määrätä yhtiön toiminnan tarkoituksesta. Vrt. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 11. Kirjoittajat toteavat, että osakkeenomistajille voidaan pyrkiä tuottamaan voittoa myös korottamalla yhtiön osakkeiden myyntiarvoa lyhyellä aikavälillä, ja näin ainakin osa osakkeenomistajista voi hyöttyä myyntivoitosta. Tulkinta lienee yhteensopimaton valistuneen arvonmaksimoinnin kanssa: tehokkailla markkinoilla osakkeen hinta muodostuu sen arvosta *going concern*, eikä tällöin ole erillisiä ”lyhyen ja pitkän aikavälin myyntiarvoja”. Toisaalta taas osakkeen hinnan manipulointi erkanemaan sen todellisesta arvosta ei voitane katsoa olevan yhtiön edun mukaista toimintaa tai osa johdon tehtäviä.

<sup>162</sup> Modigliani – Miller 1958, erityisesti s. 268.

Kuvaa 3 tarkastellessa osakeyhtiön johdon ”päämiehenä” ei ole näin ollen varsinaisesti osakkeenomistajakollektiivi vaan yhtiö itse. Tulkinta tuntuu luontevalta myös siksi, että oikeushenkilöllisyydestään johtuen yhtiö tarvitsee joka tapauksessa oikeustoimia tehdäkseen edustajan eli ”agentin”. Vielä on kuitenkin määritettävä se, mitä yhtiön edulla konkreettisesti tarkoitetaan. Tulkinta-apua voidaan saada valistuneen arvonmaksimoinnin periaatteista.

Tulkintasuositukseni onkin, että OYL 1:8:n yhtiön edun katsotaan tarkoittavan *yhtiön kassavarojen ja tulevien kassavirtojen yhteenlasketun, painotetulla pääomankustannuksella diskontatun nykyarvon maksimointia*.<sup>163</sup> Matemaattisesti ilmaistuna yhtiön johdon tehtävänä on siten maksimoida seuraava, luvussa 2.1.4 esitetty yhtälö:

$$\begin{aligned} \text{oma pääoma}_0 + \text{vieras pääoma}_0 \\ = PV(\text{tulevaisuuden vapaa kassavirta}) + \text{kassavarat}_0 \end{aligned}$$

Jos tulevaisuuden vapaan kassavirran nykyarvo puretaan osiinsa luvussa 2.1.3 esitetyllä tavalla, yhtiön etu valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta voidaan ilmaista seuraavasti:

$$\text{oma pääoma}_0 + \text{vieras pääoma}_0 = \frac{p * FCF_1}{r_{wacc} - g_{FCF}} + \text{kassavarat}_0$$

Yhtiön johdon tehtävänä on näin ollen maksimoida yhtiön diskontattu vapaa kassavirta *going concern*, optimoida yhtiön pääomarakenne (toisin sanoen minimoida painotettu pääomankustannus sikäli, kun se on mahdollista), varmistaa yhtiön vapaan kassavirran kasvu ja estää sen pienentyminen, sekä huolehtia huolellisesti toimien vapaan kassavirran toteutusvarmuudesta. Huomautettakoon jälleen, että toteutusriski  $p$  ei ole vakio vaan se tulee ottaa vapaan kassavirran arvioimisessa huomioon hankekohtaisesti. Lisäksi johdon tulee arvioida, missä määrin yhtiön nykyiset kassavarat kannattaa käyttää investointeihin (ml. käytöpääoma) tai vaihtoehtoisesti jakaa ulos yhtiöstä.

Osakkeenomistajat voivat tosiasiaassa päättää yhtiön toiminnan rajallisesta aikahorisontista. Tällaisesta ajallisesti rajatusta voitontuottamistarkoituksesta on tulkintani mukaan otettava kuitenkin määräys yhtiöjärjestykseen. Tällöin tulevaisuuden vapaan kassavirran arvo on

---

<sup>163</sup> Samansuuntaisesti Keay 2008, s. 48–49. Keay kritisoi artikkelissaan sekä osakkeenomistajakeskeistä että sidosryhmäkeskeistä mallia ja käyttää teoriastaan englanninkielistä termiä *entity maximisation and sustainability theory*. Keay määrittelee yhtiön johdon tehtäväksi ”yhtiön varallisuuden maksimoinnin sekä samalla yhtiön toimintakelpoisuuden turvaamisen *going concern*”.

laskettava annuiteettina (jossa  $N$  ilmaisee yhtiöjärjestyksessä ilmaistun toiminnan aikajänteen) ja valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta yhtiön etu ilmaistaan seuraavasti:

$$\begin{aligned} & oma\ pääoma_0 + vieras\ pääoma_0 \\ &= FCF_1 * \frac{1}{r_{wacc} - g_{FCF}} \left( 1 - \left( \frac{1 + g_{FCF}}{1 + r_{wacc}} \right)^N \right) + kassavarat_0 \end{aligned}$$

Tulkinnalla on kolme keskeistä etua. Ensimmäkin tulkinta on valistuneen arvonmaksimoinnin mukainen: markkina-arvotaseesta huomataan, että olemassa olevien varojen ja tulevien kasvavirtojen maksimointi johtaa yhtiön kaikkien liikkeeseen laskemien arvopaperien arvon maksimointiin. Ilmaisuu on kuitenkin selkeämpi kuin kaikkien arvopaperien arvon maksimointi, sillä jälkimmäinen aiheuttanee mahdollisesti sen väärinkäsityksen, että yhtiön johdon tulisi puntaroida eri sijoittajaryhmien (osakkeenomistajien ja velkojien) välisiä intressejä päätöksenteossa.<sup>164</sup> Tästä seuraa tulkinnan toinen vahvuus: se osoittaa yhtiön johdolle pääsääntöisesti vain yhden päämiehen. Kuten edellä on todettu, useasta päämiehestä seuraava epätasällinen johdon tehtävä johtaa herkästi johdon defensiivisyyteen, mikä johtaa yhtiön arvon laskuun ja siten tappioon yhtiön kaikille sijoittajille.<sup>165</sup> Valistunut arvonmaksimointi kuitenkin näkee toiminnan tavoitteena yhtiön yksittäisen sidosryhmän edun sijasta yhtiön pitkäaikaisen markkina-arvon maksimoinnin.<sup>166</sup> Koska johdon tehtävä määritellään yhtiön kokonaisarvon maksimoinnin eikä sen rahoittajien etujen kautta, myös kysymys siitä, keneen johdon fidusiaariset velvollisuudet kohdistuvat viritetyn velan ja/tai riisuttujen osakkeiden tilanteessa, tulee irrelevantiksi.<sup>167</sup> Johdon päätöksenteko on *Modiglianin* ja *Millerin* teoriaa mukaillen riippumaton siitä, miten varat tullaan yhtiössä lopulta jakamaan. Kolmanneksi tulkinta on linjassa OYL:n osakkeenomistajakeskeisyyden kanssa. Yhtiön arvon kasvu johtaa lähtökohtaisesti voiton tuottamiseen osakkeenomistajille. Tulkinta kuitenkin eliminoi tulkintaongelmat, joissa opportunistinen toiminta olisi paitsi OYL 1:5:n sanamuodon myös osakkeenomistajien etujen mukaista, mutta voiton tuottaminen osakkeenomistajille tapahtuisi velkojien oikeuksia loukaten. Tällainen toiminta tuhoaa yhtiön kokonaisarvoa, eikä sen voida näin ollen koskaan katsoa olevan yhtiön edun mukaista OYL 1:8:n merkityksessä.

---

<sup>164</sup> Ks. esim. Vahtera 2011, s. 154, ja Mähönen – Villa 2015, s. 165.

<sup>165</sup> Ks. esim. Talley 2002, s. 1214–1215.

<sup>166</sup> Jensen 2001, s. 16.

<sup>167</sup> Samansuuntaisesti Mähönen – Villa 2015, s. 173–174. Ks. myös French – Mayson – Ryan 2016, s. 33.

### 2.1.6 Voiton tuottaminen yhtiölle

Osakeyhtiössä voittoa tuotetaan kannattavan liiketoiminnan avulla ensisijaisesti yhtiölle, minkä jälkeen osakkeenomistajat voivat jakaa jakokelpoisia varoja OYL 13 luvun mukaisesti. Liiketoiminnallisesta päätöksenteosta vastaavat yhtiössä hallitus sekä mahdollinen toimitusjohtaja, joiden tehtävänä on OYL 1:8:n mukaan huolellisesti toimien edistää yhtiön etua. Toinen OYL:n asettama edellytys varojen käytölle tulee varojenjakosääntelystä: OYL 13:1:3:n mukaan muuna kuin 13 luvun mukaisena varojenjakona toteutettava liiketapah-tuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liikeloudellista perustetta, on laitonta varojenjako. Varojen käytön nyrkkisääntö voidaan kiteyttää seuraavasti: yhtiön etua edistävät sellaiset toimet, joilla on liikeloudellinen peruste eli joilla pyritään voiton tuottamiseen.<sup>168</sup>

Osakeyhtiön liiketoiminnallinen päätöksenteko voidaan jakaa kahteen osaan. OYL 6:2:n mukaan hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. OYL 6:17:n mukaan toimitusjohtaja (mikäli yhtiöllä sellainen on) hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti. Toimitusjohtajan puuttuessa hallitus vastaa myös juoksevasta hallinnosta.

Yhtiön liiketoiminnallinen päätöksenteko on siten jaettavissa juoksevaan ja ei-juoksevaan hallintoon. Juoksevalla hallinnolla tarkoitetaan yhtiön normaalia toimintaa<sup>169</sup> ja siihen kuuluu esimerkiksi yhtiön liiketoiminnan johtaminen ja valvominen, hallituksen päätösten täytäntöönpano, sopimusten tekeminen yhtiön toimittajien ja asiakkaiden kanssa sekä rekrytoinnit yhtiön organisaatiossa.<sup>170</sup> OYL 6:17.2:n mukaan juoksevan hallinnon ulkopuolelle taas jäävät ”yhtiön toiminnan laajuus ja laatu huomioon ottaen epätavalliset tai laajakantoiset toimet”. On mahdotonta täsmällisesti määrittää juoksevan hallinnon alaa, sillä se riippuu yhtiön toiminnan erityispiirteistä, toimialasta ja toiminnan laajuudesta.<sup>171</sup> Käytän juoksevan hallinnon ulkopuolelle jäävistä liiketoiminnallisista päätöksistä jatkossa nimitystä ”strategi-nen hallinto”. Strategiseen hallintoon kuuluvat pääsääntöisesti merkittävät yrityskaupat ja investoinnit, merkittävät muutokset liiketoiminnan laajuudessa, yhtiön rahoitusrakennetta koskevat merkittävät päätökset, muista tärkeimmistä sopimuksista päättäminen, tilikautta tai pidempää aikaa koskevista toiminta- ja taloussuunnitelmista päättäminen, yhtiön

<sup>168</sup> Lindholm – Storå 2010, s. 412.

<sup>169</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 543.

<sup>170</sup> HE 27/1977, s. 52.

<sup>171</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 371.

toimintaperiaatteita ja toiminnan kehittämistä koskeva päätöksenteko sekä olennaiset muutokset yhtiön organisaatiossa.<sup>172</sup>

Sekä juoksevaan että strategiseen hallintoon liittyvien päätösten keskeisenä tavoitteena on edistää yhtiön etua 1:8:n mukaisesti. Se, miten hankkeiden tai liiketoimintapäätösten yhtiön edun mukaisuutta tulee arvioida, määräytyy hankkeen tai päätöksen luonteen ja laajuuden perusteella. Keskeistä on, että toimi on liiketaloudellisesti perusteltu.

Koska erityisesti strateginen hallinto käsittää lähtökohtaisesti laajoista hankkeista päättämisen, on tarkasteltava niitä seikkoja, joiden avulla tällaisten hankkeiden liiketaloudellinen perusteltavuus pääsääntöisesti määräytyy. Nyrkkisääntönä on, että yhtiöt luovat arvoa osakkeenomistajille investoimalla rahaa nykyhetkessä ja tuottamalla vastineeksi positiivisia kassavirtoja tulevaisuudessa.<sup>173</sup> Hankkeen arvioinnin ytimessä on puntarointi nykyhetkessä toteutuvan negatiivisen kassavirran ja tulevaisuudessa toteutuvan positiivisen kassavirran välillä (*nettonykyarvomenetelmä*). Nettonykyarvomenetelmä on yleisesti käytetty hankkeen tarkoituksenmukaisuuden arviointimenetelmä<sup>174</sup>, ja oikeuskirjallisuudessa onkin esitetty, että yhtiön johto voisi aina ryhtyä hankkeeseen, jonka nettonykyarvo on positiivinen.<sup>175</sup>

Hallituksen esityksestä voidaan todeta oikeudellisena tulkintaohjeena, että voiton tuottamista arvioidaan pitkällä aikavälillä.<sup>176</sup> Nettonykyarvoon perustuva arvonnääritys tarjoaa vastauksen siihen, *miten* pitkän aikavälin voiton tuottamista tulisi arvioida erityisesti, kun yhtiö joutuu tekemään valintoja lyhyen ja pitkän aikavälin voiton tuottamisen välillä. Pääsääntönä on, että tulevan kassavirran merkitys päätöksenteossa riippuu kolmesta seikasta:

- kassavirran toteutumisen ajankohdasta,
- kassavirran suuruudesta, sekä
- liiketoiminnan riskistä.

Kassavirran toteutumisen ajankohtaa koskeva lainalaisuus tarkoittaa, että varallisuuden tuotopotentialista johtuen myöhemmin tulevaisuudessa toteutuva kassavirta on

---

<sup>172</sup> Sillanpää – Koski 2020, 6. *Osakeyhtiön johto >Hallituksen ja toimitusjohtajan tehtävät >Hallituksen yleistoimivalta*, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 544, sekä Mähönen – Villa 2019, s. 371.

<sup>173</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 17.

<sup>174</sup> Erilaisista investointipäätöksentekoa tukevista mallinuksista ks. Berk – DeMarzo 2017. Kirjoittajat esittävät, että nettonykyarvomenetelmä on teoreettisen oikeellisuutensa ja tulosten vertailukelpoisuuden vuoksi suositeltava investointien mielekkyyden arviointitapa. Muita mallinuksia ovat esimerkiksi sisäisen korkokannan menetelmä sekä investoinnin takaisinmaksu-aikaan perustuva menetelmä.

<sup>175</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 32. Ks. myös Skog 2015, s. 15.

<sup>176</sup> HE 109/2005 vp, s. 39.

lähtökohtaisesti vähempiarvoinen kuin aiemmin toteutuva. Ilmiötä kutsutaan rahan aika-arvoksi (engl. *time value of money*).<sup>177</sup> Lähtökohtaisesti mitkä tahansa tulevat kassavirrat voidaan suhteuttaa aika-arvoonsa. Tästä seuraa voiton tuottamiseen tähtäävän päätöksenteon näkökulmasta se, että yhtiön investointien aikahorisontti on periaatteessa loputon: myös hyvin pitkän ajan kuluttua kassavirtaa tuottavat investoinnit voidaan katsoa osakkeen arvoa kohottaviksi hankkeiksi.

Kassavirran ajalliseen ulottuvuuteen liittyy olennaisesti kassavirran suuruus. Mitä merkittävämpi kassavirta on, sitä suurempi on myös sen nykyarvo. Koska alkuperäisinvestointi aiheuttaa yhtiössä negatiivisen kassavirran, pitkän ajan kuluttua toteutuva positiivinen kassavirta johtaa hankkeen positiiviseen nettonykyarvoon vain, jos tämän kassavirran merkittävyys kompensoi ajan kulumisen.

Kolmas tulevien kassavirtojen arvostamiseen vaikuttava tekijä on liiketoiminnan riski. Mitä riskillisempää liiketoiminta on, sitä vähempiarvoinen tulevaisuudessa toteutuva kassavirta on verrattuna nykyhetken kassavirtaan. Kassavirta-analyyseissä riskiä ilmentää korkokanta, jolla kassavirrat diskontataan. Tämä korkokanta osoittaa investoinnin pääomankustannuksen, jolla tarkoitetaan odotettavissa olevaa tuottoa sijoituksista, joilla on sama riski ja tuottoaika kuin investoinnilla.<sup>178</sup>

Pääomankustannus lasketaan vakiintuneesti kaavalla  $r_I = r_f + \beta_I * (E[r_{MRK}] - r_f)$ . Pääomankustannukseen vaikuttavat riskittömän korkokannan lisäksi pääomamarkkinoiden riskille altistumisesta vaatima preemio sekä se, kuinka paljon riskiä investointiin sisältyy. Laskentatapaa kutsutaan CAP-malliksi (engl. *capital asset pricing model*).<sup>179</sup> Pääomankustannuksen pienentyminen johtaa pääsääntöisesti osakkeen arvon nousuun.<sup>180</sup>

Nettonykyarvoanalyysin ajatuksena on, että hanke, jonka nettonykyarvo on positiivinen, kasvattaa yhtiön arvoa täsmälleen samalla määrällä.<sup>181</sup> Hanke kasvattaa tällöin yhtiön markkina-arvotaseen vastaavaa-puolen tulevia kassavirtoja johtaen samalla kaikkien arvopapereiden yhteenlasketun arvon kasvuun valistuneen arvonmaksimoinnin mukaisesti. Koska velkojien saatavat ovat lähtökohtaisesti kiinteitä, osakkeenomistajat saavat hyödyn kasvaneesta yritysarvosta. Ongelman muodostavat hankkeet, jotka positiivisesta nettonykyarvostaan

<sup>177</sup> Rahan aika-arvosta ks. esim. Berk – DeMarzo 2017, s. 130–143.

<sup>178</sup> Ks. Berk – DeMarzo 2017, s. 379.

<sup>179</sup> CAP-mallista ks. tarkemmin Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 291–302.

<sup>180</sup> Ks. esim. Sunder 2002, s. 224.

<sup>181</sup> Ks. Berk – DeMarzo 2017, s. 245.



huolimatta esimerkiksi suhteellisen kokonsa vuoksi ajaisivat epäonnistuessaan yhtiön maksukyvyttömyyteen.<sup>182</sup> Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin katsottu, että yhtiö voisi varallisuustilanteestaan riippumatta ryhtyä hankkeisiin, joiden nettonykyarvo on positiivinen.<sup>183</sup> Tulkinta vaikuttaa perustellulta, sillä tulkinta, jonka mukaan yhtiön johto joutuisi harkitsemaan positiivisen nettonykyarvon hankkeesta luopumista siihen liittyvän epäonnistumisen riskin vuoksi johtaisi todennäköisesti johdon defensiivisyyteen. Lisäksi tulkinta jättäisi huomiotta sen yhtiöoikeudellisesti keskeisen oletuksen, että yhtiön liiketoimintaan liittyy aina riski eikä riskin realisoituminen johda vielä itsessään siihen, että johdon katsottaisiin menetelleen OYL 1:8:n vastaisesti.<sup>184</sup>

Nettonykyarvomenetelmästä voidaan johtaa vieläkin täsmällisempiä voiton tuottamisen lainalaisuuksia, jotka liittyvät periaatteessa kaikkeen yhtiössä tehtävään liiketaloudelliseen päätöksentekoon. Yhtiön voiton tuottamista määrittävät pohjimmiltaan kolme seikkaa, jotka johtavat myös positiivisen nettonykyarvon hankkeisiin liiketoiminnassa: 1) sijoitetun pääoman tuotto<sup>185</sup>, 2) liikevaihdon kasvu, sekä 3) yhtiön kyky säilyttää kaksi edellistä pitkällä aikavälillä. Lisäksi on huomattava, että yhtiö tuottaa voittoa vain, mikäli sijoitetun pääoman tuotto ylittää yhtiön pääoman kustannuksen, mikä on edellytyksenä myös sille, että liikevaihdon kasvulla voidaan parantaa yhtiön tulosta.<sup>186</sup>

Markkina-arvotaseesta nähdään, että yhtiön arvon määrittävät yhtiön nykyiset varat sekä tulevat kassavirrat. Koska yhtiön nykyinen varallisuus on määritelmällisesti kiinteä, arvoa luodaan osakkeenomistajille kasvattamalla yhtiön kassavirtaa. Kassavirran, sijoitetun pääoman tuoton sekä liikevaihdon kasvun välillä onkin matemaattinen yhteys<sup>187</sup>, jota voidaan yksinkertaistaen kuvata seuraavalla kaaviolla:

---

<sup>182</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 44–46.

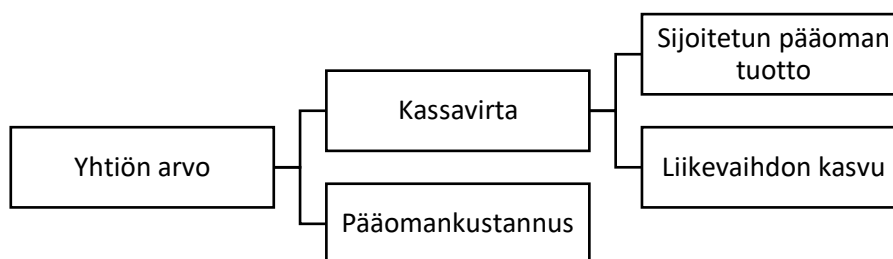
<sup>183</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2019a, s. 33. Oikeuskäytännössä on jopa katsottu, että yhtiön johto voisi ryhtyä yhtiötä uhkaavan vahingon välttämiseksi myös sellaisiin hankkeisiin, joihin sisältyvän riskin vuoksi ne eivät olisi itsenäisesti hyväksyttäviä. Tällaisten hankkeiden hyväksyttävyyssarviointi lienee suoritettava tapauskohtaisesti. Ks. KKO 2000:69.

<sup>184</sup> Riskin merkityksestä johdon vastuun arvioinnissa ks. Savela 2015, s. 92–101.

<sup>185</sup> Huomautettakoon, että sijoitetun pääoman tuotto huomioi sekä yhtiön oman että vieraan pääoman. Näin ollen se toimii yhtiön toiminnan tehokkuuden arviointityökaluna valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta, toisin kuten esimerkiksi oman pääoman tuotto, joka huomioi ainoastaan yhtiön oman pääoman.

<sup>186</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 17.

<sup>187</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 19.



Kuva 6: Kasvun ja sijoitetun pääoman tuoton yhteys arvonmaksimointiin

Korkean sijoitetun pääoman tuoton ytimessä on yhtiön kilpailuetu: kilpailuedun ansiosta yhtiö kykenee joko saamaan asiakkailtaan hyödykkeistä korkeamman hinnan tai tuottamaan niitä tehokkaasti.<sup>188</sup> Liikevaihdon kasvu taas kasvattaa yhtiön bruttokassavirtaa. Kestävän, yhtiön arvoa kasvattavan liikevaihdon kasvun taustalla on yleensä joko hyödykkeen kysynnän kasvu (markkinoiden kasvu) tai yhtiön kyky innovoida täysin uudenlaisia hyödykkeitä, joilla on suuri kysyntä muttei kilpailua.<sup>189</sup>

Mitä edellä esitetty tarkoittaa OYL 1:8:n yhtiön edun sekä 13:1.3:ssa säädetyn liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen näkökulmasta? Yhtiön arvoa (ja valistuneen arvonmaksimoinnin mukaisesti kaikkien yhtiön arvopaperien arvoa) kasvattavat positiivisen nettonykyarvon hankkeet, sijoitetun pääoman tuoton kasvu, sekä liikevaihdon kasvu. Toisin sanoen: yhtiön voiton tuottamisen määrittävät yhtiön hankkeiden tuottavuus, pääoman käytön tehokkuus sekä kohdemarkkinoilta ansaittavan bruttokassavirran suuruus. Yhtiön johdon tulisi siten liiketoiminnallisessa päätöksenteossään perustella päätöksensä sisällöllisesti jollain näistä kolmesta tekijästä, jotta päätös voitaisiin katsoa yhtiön edun mukaiseksi.

## 2.2 *Creating shared value* ja voiton tuottaminen osakkeenomistajille

### 2.2.1 *CSV ja osakeyhtiö*

Edellä on tarkasteltu sitä, mitä yhtiön etu ja liiketaloudellinen peruste tarkoittavat johdon liiketoiminnallisessa päätöksenteossa. Seuraavaksi tarkastellaan, miten CSV-liiketoiminnalle ominainen sidosryhmien intressien huomioiminen suhteutuu näihin liiketaloudellista päätöksentekoa ohjaaviin vaatimuksiin valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta.

OYL:n esitöissä yhtiön sidosryhmien vaikutusta voiton tuottamiseen on käsitelty melko suppeasti. Voiton tuottamista arvioidaan esitöiden mukaan pitkällä aikavälillä<sup>190</sup>, mikä

<sup>188</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 96.

<sup>189</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 120–121.

<sup>190</sup> HE 109/2005 vp, s. 38.

edellyttänee, että yhtiön johto ei pyri lyhyellä aikavälillä osakkeen hinnan kasvattamiseen keinoilla, jotka vahingoittavat yhtiötä pitkällä aikavälillä.<sup>191</sup> Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että lyhyen aikavälin voiton maksimointi voi olla jopa OYL 1:5:n vastaista, jos se tapahtuu yhtiön pitkän aikavälin toimintaedellytysten kustannuksella.<sup>192</sup> Tulkintakannanotot viittaavat siihen, että pitkän aikavälin voiton tuottaminen ei ole pelkkä vaihtoehtoinen tulkinta lyhyen aikavälin jakokelpoisten varojen maksimoinnille, vaan todellakin muodostaa voiton tuottamisen ydinsisällön.<sup>193</sup>

Lisäksi esitöissä on todettu yhtiön sidosryhmistä, että pitkän aikavälin voiton tuottaminen edellyttää usein yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen noudattamista myös niissä tilanteissa, joissa lainsäädäntö ei pakota yhtiötä tällaisiin menettelytapoihin.<sup>194</sup> Esitöiden käsitys sidosryhmäintressien merkityksestä rajoittunee kuitenkin perinteiseen yritysvas-  
tukehikkoon: esimerkkeinä vaikutuksellisista tekijöistä ja menettelytavoista mainitaan vain yhtiön julkinen kuva, yhtiön toimintaan liittyvä hyväntekeväisyys sekä tavanomaisten lahjojen antaminen.<sup>195</sup>

Valistunut arvonmaksimointi näkee kuitenkin sidosryhmäintressien vaikutuksen OYL:n esitöiden ilmaisua laajempänä tekijänä. Valistunut arvonmaksimointi käsittää sidosryhmien intressit keskeiseksi tekijäksi yhtiön pitkän aikavälin arvon maksimoinnissa: ilman hyviä suhteita asiakkaisiin, työntekijöihin, rahoittajiin, toimittajiin, lainsäätäjään ja toimintaa ympäröiviin yhteisöihin yhtiö ei kykene tuottamaan omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä.<sup>196</sup> Lähtökohdat voiton tuottamiseen ovat näin ollen samat kuin CSV:ssa.<sup>197</sup>

Luvussa 1.1.3 on esitelty kolme tapaa, joilla CSV-liiketoiminnassa luodaan arvoa: 1) yhteiskunnan tarpeisiin vastaaviin uusiin hyödykkeisiin ja markkinoihin liittyvä innovointi, 2) tuotantoketjun resurssienkäytön tehostaminen sekä 3) yhtiön liiketoimintaan liittyvien ”klustereiden” kehittäminen. Edellä on lisäksi esitetty, että yhtiön johdon edistäessä yhtiön etua valistuneen arvonmaksimoinnin periaatteiden mukaisesti johdon tulisi perustella liiketoiminnalliset päätöksensä pääsääntöisesti hankkeen positiivisella nettohyödyllä, sijoitetun

---

<sup>191</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 6.

<sup>192</sup> Ks. Mähönen – Villa 2015, s. 350 ja siinä viitattu kirjallisuus, sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 30.

<sup>193</sup> Vrt. Nyström – Rajavuori 2014, s. 709–710.

<sup>194</sup> HE 109/2005 vp, s. 39.

<sup>195</sup> HE 109/2005 vp, s. 39.

<sup>196</sup> Jensen 2001, s. 16. Ks. lisäksi The Company Law Review Steering Group 2000, kohta 2.11.

<sup>197</sup> Ks. esim. Harper Ho 2010, s. 108.

pääoman tuoton kasvulla tai liikevaihdon kasvulla (tai kahden jälkimmäisen säilyttämisellä). Ei ole sattumaa, että CSV-liiketoiminnan periaatteet ja liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen sisältö näyttävät olevan pitkälti päällekkäisiä.

Tarkastellaan ensiksi sijoitetun pääoman tuottoa. Sijoitetun pääoman tuoton kasvu edellyttää, että yhtiö kykenee joko veloittamaan hyödykkeistään ”hintapreemiota” verrattuna muihin hyödykkeisiin kilpailuilla markkinoilla tai tuottamaan hyödykkeitä kilpailijoitaan matalammalla kustannustasolla ja/tai pääomavaatimuksilla. Sijoitetun pääoman tuoton kasvu edellyttää yhtiöltä kilpailuetua: ilman kilpailuetua yhtiö ei voi kilpailuilla markkinoilla pyytää tuotteestaan hintapreemiota.<sup>198</sup> Hintapreemion mahdollistavia kilpailuedun lähteitä ovat esimerkiksi

- hyödykkeiden innovatiivisuus (sekä patentoitavuus tai vaikea jäljiteltävyys),
- hyödykkeen laatu sekä
- yhtiön brändi.

Kustannustehokkuutta tukevat taas esimerkiksi innovatiiviset liiketoimintamallit sekä yhtiön ainutlaatuiset resurssit.<sup>199</sup>

CSV:lla pyritään yhtiöltä luomaan kilpailuetuja ja toisaalta turvaamaan yhtiön toiminnan jatkuvuus huomioimalla sidosryhmien intressit liiketoiminnassa.<sup>200</sup> Voitaneen katsoa, että CSV:n arvonaluomistavat palvelevat näin ollen ainakin teoriassa sijoitetun pääoman tuoton kasvua. Yhteiskunnan tarpeisiin vastaavien uusien hyödykkeiden innovointi mahdollistaa hintapreemion pyytämisen kuluttajamarkkinoilla. Jotta hyödyke vastaisi yhteiskunnassa esiintyvään tarpeeseen, sen on määritelmällisesti oltava laadukas, mikä johtaa toiseen pääoman tuottoa kasvattavaan kilpailuetuun. CSV-liiketoiminnalla ja erityisesti sitä harjoittavan yhtiön hyödykkeillä on myös vahva liityntä yhtiön brändiin, mikä mahdollistaa kolmannen kilpailuedun luomisen hyödykeinnoinnilla.

CSV:n toinen arvonaluomistapa, tuotantoketjun uudelleenjärjestely ja yhtiön resurssien käytön vähentäminen, parantavat oletettavasti yhtiön kustannus- ja pääomatehokkuutta, johtaan kilpailuetuun yhtiön tuotantoprosessissa. Tuotantoketjun uudelleenjärjestelyn kohteet voidaan ymmärtää laajasti: yhtiön tuottavuuteen vaikuttavat yhtiöltä kustannustasoon

---

<sup>198</sup> Ks. esim. Eklund 2015, s. 58–59.

<sup>199</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 99.

<sup>200</sup> Porter – Kramer 2011, s. 66.

vaikuttavat tekijät kuten veden- ja energiankulutus, mutta toisaalta myös yhtiön tarvitsemaan inhimilliseen pääomaan vaikuttavat tekijät, kuten työntekijöiden hyvinvointi sekä toimittajien hyödykkeiden laatu ja toimitusvarmuus. Tulkintaa voidaan laajentaa yhä käsittämään myös tilanteet, joissa yhtiö laiminlyö sidosryhmiensä edut siten, että sen seurauksena sidosryhmät kieltäytyvät yhteistyöstä yhtiön kanssa tulevaisuudessa. Myös tällä lienee negatiivinen vaikutus yhtiön tuottavuuteen, mitä korostetaan myös valistuneessa arvonmaksimoinnissa.<sup>201</sup>

Toinen liiketaloudellinen peruste yhtiön edun edistämiseen on liikevaihdon kasvu. Kestävä ja pitkäaikaista voittoa tuottava liikevaihdon kasvu seuraa lähtökohtaisesti joko yhtiön kohdemarkkinoiden kasvusta tai yhtiön kyvystä luoda hyödykkeilleen uusia markkinoita.<sup>202</sup>

CSV:n arvonluomistavoilla on liittynyt voiton tuottamiseen myös liikevaihdon kasvun näkökulmasta. Uusien hyödykkeiden innovoimisen mielekkyys voiton tuottamisen näkökulmasta perustuu CSV:n mukaan yhteiskunnan tarpeisiin vastaavien tavaroiden ja palveluiden kasvavaan kysyntään.<sup>203</sup> Lisäksi uusia hyödykkeitä tai jakeluketjuja innovoimalla yhtiö voinee luoda itselleen uusia markkinoita, minkä merkitystä korostetaan myös CSV:ssa.

Lisäksi kolmannen CSV:n arvonluomistavan, klustereiden kehittämisen, voidaan perustella palvelevan sijoitetun pääoman tuoton ja liikevaihdon kasvua. CSV:ssa korostetaan klustereiden toimivuuden merkitystä yhtiön tuottavuuden kannalta.<sup>204</sup> Klusterien kehittäminen myös kasvattanee välillisesti kysyntää yhtiön kohdemarkkinoilla. Näin ollen klustereiden kehittämiselläkin voidaan väittää olevan liiketaloudellinen peruste OYL 13:1.3:n mukaisessa merkityksessä.

Yhteenvetona voidaankin todeta, että CSV pyrkii yhtiön arvon maksimointiin pääsääntöisesti niillä keinoilla (yhtiön toiminnan tehokkuuden parantamisella ja kohdemarkkinoiden kasvattamisella), jotka voidaan valistuneen arvon maksimoinnin näkökulmasta katsoa yhtiön edun mukaisiksi. Sekä CSV että valistunut arvonmaksimointi korostavat pitkän aikavälin vaikutusten merkitystä päätöksenteossa ja olettavat, että lyhytnäköinen päätöksenteko todennäköisesti pikemminkin tuhoaa yhtiön arvoa. Lisäksi sekä CSV että valistunut arvonmaksimointi korostavat yhtiön sidosryhmien etujen huomioimisen keskeisyyttä yhtiön

---

<sup>201</sup> Jensen 2001, s. 16.

<sup>202</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 121.

<sup>203</sup> Porter – Kramer 2011, s. 67.

<sup>204</sup> Porter – Kramer 2011, s. 72.

toimintaedellytysten turvaamisen näkökulmasta. Näin ollen CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin ei voitane katsoa olevan teoreettisesti ristiriidassa toistensa kanssa: päinvastoin, valistunut arvonmaksimointi voidaan nähdä eräänlaisena CSV:n toisen tieteenalan piiriin kuuluvana vastinparina.

### 2.2.2 CSV ja valistunut arvonmaksimointi: empiirisiä havaintoja

Edellä on todettu, että CSV ja valistunut arvonmaksimointi ovat teoreettisesti yhteensovitettavissa. Jäljellä on kysymys, ovatko valistunut arvonmaksimoinnin ja CSV:n korostamat sidosryhmävaikutukset tosiasiallisesti olennaisia yhtiön edun kannalta. Toisin sanoen: korreloiko yhtiön sidosryhmien edut pitkällä aikavälillä huomioiva liiketoimintamalli voiton tuottamisen kanssa? Lyhyt empiirinen tarkastelu on tässä yhteydessä välttämätöntä: jos CSV:n, valistuneen arvonmaksimoinnin periaatteiden ja yhtiön voiton tuottamisen välille ei kyetä osoittamaan tosiasiallista yhteyttä, ei liene myöskään perusteltua väittää, että CSV:lla tai valistuneella arvonmaksimoinnilla perustellut päätökset ja hankkeet olisivat liiketaloudellisesti perusteltuja OYL 13:1.3:n mukaisesti. Todettakoon tässä yhteydessä, että tarkoituksena ei ole antaa *Porterin* ja *Kramerin* tai *Jensenin* tavoin suositusta yhtiön liiketoiminnallisen päätöksenteon kriteereiksi vaan tarkastella, ovatko heidän esittämänsä teoriat empiirisesti perusteltavissa.

Kuten luvussa 1.3 on todettu, empiirisessä tutkimuksessa käytetään kontekstista riippuen sidosryhmäintressit huomioivasta liiketoiminnasta erilaisia käsitteitä, kuten ESG<sup>205</sup>, SRI, vastuullisuus sekä CSV. Tässä yhteydessä keskeistä ei ole se, millä käsitteellä liiketoimintaan tutkimuksessa viitataan vaan se, että tutkimuksen sisällöllisenä tarkoituksena on ollut selvittää sidosryhmäintressit huomioivan liiketoiminnan vaikutusta voiton tuottamiseen. Tässä luvussa viitataan tällaisiin yhtiöihin yksinkertaisuuden vuoksi termillä ”kestävän liiketoiminnan yhtiö”, joka pääsääntöisesti edellyttää kahta piirrettä: ensinnäkin liiketoiminta ei vahingoita sen sidosryhmiä ja pikemminkin luo arvoa sidosryhmille, ja toiseksi yhtiö aktiivisesti kehittää toimintansa ympäristöllisiä, yhteiskunnallisia ja hallinnollisia toimintoja niillä alueilla, joissa yhtiön liiketoiminnalla on olennaisia ympäristöllisiä ja yhteiskunnallisia vaikutuksia.<sup>206</sup>

---

<sup>205</sup> Ks. Harper Ho 2010, s. 80–82.

<sup>206</sup> Ks. Whelan – Fink 2016, s. 3.

Sidosryhmäintressien huomioiminen yhtiön liiketoiminnassa on konseptina laava, eikä siten ilmaise sitä, miten CSV tosiasiasa ilmenee organisaatiotasolla. Empiirisen aineiston perusteella on havaittu merkittäviä eroja sidosryhmäintressit huomioivien yhtiöiden ja verrokkiyhtiöiden välillä.<sup>207</sup> Erot liittyvät yhtiön organisaatioon ja prosesseihin: kestävän liiketoiminnan yhtiöissä 1) yhtiön hallitus ottaa useammin muodollisesti vastuun toiminnan kestävydestä, 2) johdon kannustinjärjestelmät on useammin sidottu osakekohtaisen tuloksen sijasta sidosryhmälähtöisiin mittareihin, 3) on olemassa vakiintuneet prosessit yhtiön ja sen sidosryhmien väliselle yhteistyölle ja kommunikaatiolle, sekä 4) mitataan ja raportoidaan useammin ei-taloudellista informaatiota. Tärkeimpänä näiden lisäksi 5) ”kestävän liiketoiminnan yhtiöissä” yhtiön liiketoimintahorisontti on pitempi kuin verrokkiyhtiöillä.

Voiton tuottaminen pitkällä aikavälillä on olennainen edellytys CSV-liiketoiminnan harjoittamiselle. Tämä johtuu siitä, että CSV:n tarjoamat edut rakentuvat pitkälti yhtiön ja sen sidosryhmien välisten suhteiden hyödyntämiseen. Vahvat sidosryhmäsuhteet taas perustuvat molemminpuoliseen luottamukseen ja yhteistyöhön, joiden rakentaminen vaatii aikaa. Lisäksi vahvojen sidosryhmäsuhteiden rakentaminen ja ylläpitäminen voiton tuottamiseksi pitkällä aikavälillä edellyttää lyhyellä aikavälillä valintoja sidosryhmien mahdollisesti eriävien intressien välillä.<sup>208</sup>

Tutkimukset sidosryhmäintressit huomioivista yhtiöistä tulevat osin eriäviin johtopäätöksiin, mutta pääosin tutkimukset viittaavat positiiviseen korrelaatioon kestävän liiketoimintamallin ja yhtiön voiton tuottamisen välillä.<sup>209</sup> Laajoissa meta-analyyseissa kestävän liiketoiminnan on katsottu johtavan yhtiön voitontuottamiskyvyn parantumiseen.<sup>210</sup> Liiketoimintamalliltaan kestävien yhtiöiden on havaittu päihittävän keskimäärin verrokkiyhtiönsä merkittävästi paitsi pörssituotolla myös kirjanpidollisilla pääomantuoton mittareilla arvioituna.<sup>211</sup> Kestävän liiketoiminnan on havaittu johtavan suurempaan tuottoon osakkeenomistajille pitkällä aikavälillä siitä huolimatta, että lyhyellä aikavälillä yhtiö jossain määrin heikentää tulostaan kestävyteen tähtäävien investointien vuoksi.<sup>212</sup> Myös sijoittajat kiinnittävät

---

<sup>207</sup> Eccles – Ioannou – Serafeim 2014. Tutkimuksessa käytettiin jakoa ” *high sustainability companies*” – ” *low sustainability companies*” luokitteluun yhtiöiden liiketoimintamallien eroja sidosryhmäintressien näkökulmasta. Todettakoon, että tutkimuksessa pyrittiin tarkastelemaan *Blairin* ja *Stoutin* ”*team production theoryn*” empiiristä paikkansa pitävyyttä. Tutkimuksen empiirinen aineisto soveltuu kuitenkin myös CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin tarkasteluun.

<sup>208</sup> Eccles – Ioannou – Serafeim 2014, s. 2841.

<sup>209</sup> Sjöström 2014, s. 150.

<sup>210</sup> Orlitzsky – Schmidt – Rynes 2003, Margolis – Walsh 2003, s. 273–278, sekä Friede – Bush – Bassen 2015.

<sup>211</sup> Eccles – Ioannou – Serafeim 2014. Ks. myös Ameer – Othman 2012.

<sup>212</sup> Ogden – Watson 1999, sekä Garcia-Castro – Ariño – Canela 2011.

tilastollisesti huomattavasti aiempaa enemmän huomiota yhtiön toiminnan kestävyys-tyteen hyödyntäen yhtiön julkaisemaa ei-taloudellista dataa.<sup>213</sup> Empiirinen aineisto puoltaa lisäksi tulkintaa, jonka mukaan eri yhtiöiden voitontuottamiskyvyn parantamisen kannalta olennaiset kestävyysaspektit vaihtelevat jonkin verran yhtiön toimialan mukaan<sup>214</sup> ja korostaa lisäksi johdon kykyä erottaa johtamansa yhtiön liiketoiminnan kannalta olennaiset kestävyyskysymykset epäolennaisista<sup>215</sup>.

Empiirinen aineisto puoltaa käsitystä siitä, että pitkällä strategisella horisontilla toimivat yhtiöt kykenevät verrokkiyhtiöitään parempaan voiton tuottamiseen.<sup>216</sup> Empiirinen aineisto puhuu lisäksi sen puolesta, että lyhyen aikavälin voitosta luopuminen pitkän aikavälin voittoa tavoittelevien investointien tekemiseksi palvelee kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien etua. Korkean sijoitetun pääoman tuoton yhtiöiden tärkeimmäksi osakkeenomistajien voiton tuottamisen tekijäksi on havaittu pitkäjänteinen liikevaihdon kasvu: tutkimusten mukaan tällaiset yhtiöt tuottavat voittoa osakkeenomistajilleen parhaiten leikkaamalla lyhytaikaisesti sijoitetun pääoman tuotosta ja investoimalla pitkäaikaiseen kasvuun, olettaen kuitenkin, että pääoman tuotto pysyy toimialalle ominaisissa rajoissa.<sup>217</sup> Lisäksi tutkimus- ja kehitystoimintaan tehtyjen investointien ja osakkeenomistajien saaman tuoton välillä on havaittu vahva korrelaatio.<sup>218</sup>

Empiirinen aineisto puoltaa käsitystä siitä, että tuoton kasvun lisäksi kestävä liiketoiminnan harjoittaminen pienentää yhtiön riskiä ja näin ollen pääomankustannusta.<sup>219</sup> Liiketoiminnan kestävyysliittyvien riskien suuruuden on arvioitu olevan suuruudeltaan 25–70 % yhtiöiden käyttökatteesta.<sup>220</sup> Toiminnan kestävyysliittyvien riskien on havaittu korreloivan matalamman systemaattisen riskitason kanssa, ja kestävyysongelmista johtuvien riskien on todettu realisoituvan erityisesti erilaisten talouskriisien yhteydessä.<sup>221</sup> Kestävyystekijöiden huomioimisen

---

<sup>213</sup> Ernst & Young LLP 2015 sekä Bird et.al. 2007. CSV-periaatteiden voidaan katsoa saaneen myös jalansijaa yritysten raportointia koskevassa keskustelussa, jossa viime vuosina on painotettu ns. integroidun raportoinnin tärkeyttä. Integroidussa raportoinnissa tavoitteena on erillisraporttien sijaan kuvata kootusti yhtiön arvontuotua pitkällä aikavälillä. Ks. tarkemmin Eccles – Krzus 2015. Kirjoittajat katsovat integroidun raportoinnin olevan avainasemassa paitsi kestävä yhteiskunnan kehittämisessä myös yhtiöiden toiminnan jatkuvuuden varmistamisessa.

<sup>214</sup> Lydenberg – Rogers – Wood 2010, s. 28–29. Eccles – Ioannou – Serafeim 2014.

<sup>215</sup> Khan – Serafeim – Yoon 2015.

<sup>216</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 5. Ks. esim. Barton ym. 2017.

<sup>217</sup> Jiang – Koller 2007, s. 2.

<sup>218</sup> Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 5.

<sup>219</sup> Sjöström 2014, s. 139.

<sup>220</sup> Bonini – Swartz 2014, s. 12. Suurimmat riskit aiheutuvat kiristyvän regulaation vaatimista toimintarajoituksista, yhtiön maineesta, sekä yhtiön käyttämien raaka-aineiden hintojen noususta.

<sup>221</sup> Rochlin ym. 2015, s. 14.



liiketoiminnassa on todettu vaikuttavan yhtiön luottoluokitusta parantavasti, ja erityistä merkitystä luottoluokitukselle on havaittu olevan yhtiön toiminnan ympäristövaikutuksilla sekä yhtiön suhteilla sen lähiyhteisöihin ja työntekijöihin.<sup>222</sup> Yhtiöitä rahoittavien pankkien on myös havaittu veloittavan korkeampaa lainakorkoa yhtiöiltä, joiden toiminnan kestävyysdessä on havaittu ongelmia, erityisesti jos velka on vakuudeton.<sup>223</sup>

Myös CSV:sta sen varsinaisessa merkityksessä on empiiristä näyttöä. Tutkimukset puoltavat käsitystä siitä, että sidosryhmien tukeminen vaikuttaa positiivisesti yhtiön arvostukseen.<sup>224</sup> Yhtiön työntekijöiden työolojen parantamisen on havaittu johtavan kasvaneeseen tuottavuuteen ja vähentyneeseen työntekijöiden vaihtuvuuteen.<sup>225</sup> Kestävään liiketoimintaan liittyvien innovaatioiden on lisäksi havaittu johtavan yhtiön parantuneeseen taloudelliseen suorituskykyyn.<sup>226</sup> Kestävän liiketoiminnan ja sen mukaisesti tuotettujen hyödykkeiden on havaittu edistävän merkittävästi yhtiön asiakasuskollisuutta sekä liikevaihdon kasvua.<sup>227</sup> Yhtiön asiakkaat ovat myös tilastojen valossa valmiita maksamaan huomattavaa hintapreemiota kestävien yhtiöiden tarjoamista hyödykkeistä.<sup>228</sup> Tutkimuksissa esitetään myös usein CSV:tä puoltavia kansainvälisiä suuryhtiöitä käsitteleviä tapausesimerkkejä<sup>229</sup>: yhtiöiden joukossa ovat esimerkiksi Dow Chemical, Nestlé, Novartis, Intel, Vodafone, Google, IBM sekä Unilever.

### 2.3 Johtopäätöksiä

Ennen siirtymistä tutkielman seuraavaan osaan tehdään lyhyt yhteenveto tässä osassa tehdyistä havainnoista. Yhtiön moniulotteisessa toimintaympäristössä yhtiön johtamisen tehokkuus edellyttää, että yhtiön toiminnan tarkoitus määritellään mahdollisimman täsmällisesti. Tämän seurauksena on päädytty osakkeenomistajakeskeiseen malliin, joka on kotimaisessa lainsäädännössä kirjattu OYL 1:5:een. Osakkeenomistajakeskeisen mallin etuna on, että yhtiön sidosryhmistä osakkeenomistajilla on lähtökohtaisesti kaikista sidosryhmistä homogeenisimmät intressit yhtiössä. Tästä huolimatta on ongelmallista samastaa osakkeenomistajakollektiivin intressejä yhtiön eduksi, minkä vuoksi yhtiön johdon tehtäväksi tulisi katsoa

---

<sup>222</sup> Attig ym. 2013.

<sup>223</sup> Goss – Roberts 2009. Ks. lisäksi Schneider 2011.

<sup>224</sup> Witold – Dorobantu – Nartey 2013.

<sup>225</sup> Hurst – Murdoch – Gould 2005, erityisesti s. 23–25. Työntekijäsuhteiden vaikutuksista taloudelliseen suorituskykyyn ks. myös Vitalino 2010, Krueger – Mas 2004 sekä Allen 2008, s. 3–4.

<sup>226</sup> Eccles – Serafeim 2013, s. 52.

<sup>227</sup> Ks. Whelan – Fink 2016, s. 7 ja siinä mainitut tutkimukset.

<sup>228</sup> Ferreira – Avila – Dias de Faria 2010. Ks. lisäksi Hainmueller – Hiscox 2015.

<sup>229</sup> Porter – Kramer 2011. Whelan – Fink 2016. Bockstette – Pfitzer – Stamp 2013.

valistuneen arvonmaksimoinnin mukaisesti yhtiön kassavarojen ja tulevien kassavirtojen yhteenlasketun, painotetulla pääomankustannuksella diskontatun nykyarvon maksimointi riippumatta siitä, miten tämä arvo loppujen lopuksi jakautuu yhtiön rahoittajien kesken. Arvon lopullista jakautumista ohjaa lähtökohtaisesti maksunsaantijärjestys osakeyhtiössä, minkä seurauksena yhtiön toiminnan avulla ansaittu ylijäämävarallisuus katsotaan yleensä osakkeenomistajien osakkeiden arvoa kohottavaksi varallisuudeksi. Edistäessään yhtiön etua johdon tulee huomioida se, että yhtiön voiton tuottamista tavoitellaan lain esitöiden mukaisesti pitkällä aikavälillä, minkä myös empiirinen tutkimustieto vahvistaa tosiasiallisesti osakkeenomistajien edun mukaiseksi. Yhtiön etua valistuneen arvonmaksimoinnin ja markkina-arvotaseen näkökulmasta edistävät lähtökohtaisesti positiivisen netto nykyarvon saavat liiketoimintahankkeet, yhtiöön sijoitetun pääoman tuoton kasvu, yhtiön liikevaihdon kasvu sekä yhtiön kyky säilyttää yhtiön toimintaedellytykset myös tulevaisuudessa. CSV taas vaikuttaisi palvelevan näitä yhtiön edun mukaisia tarkoituksia paitsi teoriassa myös käytännössä. Näin ollen CSV vastanee valistuneen arvonmaksimoinnin vaatimuksia. CSV:lla perustellut liiketoimintapäätökset voidaan siten katsoa yhtiön edun mukaisiksi ja liiketaloudellisesti perustelluiksi OYL 1:8:n ja 13:1.3:n valossa.

Osakeyhtiömuodon voitontuottamistarkoitus ja osakkeenomistajakeskeisyys eivät siten näyttäisi muodostavan estettä sidosryhmien intressit huomioivalle liiketoiminnalle: päinvastoin, osakeyhtiölain sääntely yhdistettynä oppiin valistuneesta arvonmaksimoinnista näyttäisi erityisesti empiirisen tutkimusaineiston tukemana pikemminkin edellyttävän tätä yhtiön johdolta. Ongelmaksi muodostuu siten ennemminkin yhtiön johdon päätöksenteon lyhytnäköisyys, joka johtaa samanaikaisesti sekä tappioon osakkeenomistajille että negatiiviseen ulkoisvaikutukseen yhtiön sidosryhmille.<sup>230</sup> Seuraavassa osassa tarkastellaankin yhtiön johdon oikeutta ja velvollisuutta CSV:n harjoittamiseen liiketoiminnassa ottaen huomioon erityisesti tässä luvussa esitetty käsitys yhtiön edusta.

---

<sup>230</sup> Ks. Bénabou – Tirole 2010, s. 10.

### 3 *CREATING SHARED VALUE* JA OSAKEYHTIÖN HALLINTO

#### 3.1 Osakeyhtiön hallitus ja *creating shared value*

Yhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen liittyvät kysymykset kuuluvat lähtökohtaisesti yhtiön johdon (täsmällisemmin yhtiön hallituksen ja mahdollisen toimitusjohtajan) päätösvaltaan. OYL 6:2:n mukaan hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Hallituksella on näin ollen niin sanottu yleistoomivalta yhtiön hallinnossa. Hallitus vastaa lisäksi siitä, että yhtiön kirjanpidon ja varainhoidon valvonta on asianmukaisesti järjestetty. OYL 6:17:n mukaan toimitusjohtaja taas hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti. Toimitusjohtaja vastaa myös siitä, että yhtiön kirjanpito on lain mukainen ja varainhoito luotettavalla tavalla järjestetty. Osakeyhtiömuodon taustalla oleviin periaatteisiin kuuluu olennaisena osana, että yhtiön toiminnan johtaminen on keskistetty osakkeenomistajakollektiivin ulkopuolelle. Näin ollen päätökset siitä, millä tavoin ja missä laajuudessa CSV-periaatteita integroidaan yhtiön liiketoimintaan, tehdään lähtökohtaisesti yhtiökokouksen sijaan yhtiön strategista ja operatiivista toimintaa johtavissa toimielimissä.

Koska yhtiön johto toimii yhtiössä eräänlaisena agenttina, se ei voi päättää yhtiön varojen käytöstä täysin itsenäisesti. OYL ja yhtiöjärjestys asettavat rajoituksia sille, miten yhtiön varoja saa ja tulee käyttää. Johdon harkintavallan laajuudessa voidaan tunnistaa kaksi rajapintaa:

- Rajapinta I: johdon toimintaoikeus
- Rajapinta II: johdon toimintavelvollisuus

Ensimmäinen rajapinta määrittää käsillä olevassa kontekstissa johdon *oikeutta* uudistaa yhtiön organisaatiota, prosesseja sekä hallintoa integroimalla CSV-periaatteita liiketoimintaan. Kuten edellä on esitetty, CSV-periaatteiden toteuttamiseksi yhtiöt pyrkivät usein esimerkiksi panostamaan sidosryhmäsuhteisiinsa, kehittämään liiketoimintansa klustereita, sekä integroimaan tarjoamiinsa hyödykkeisiin yhteiskunnan ja sidosryhmien tarpeita vastaavia elementtejä.<sup>231</sup> Näiden toteuttamiseksi yhtiöt esimerkiksi muokkaavat johdon kannustinjärjestelmiä, pidentävät toimintahorisonttiaan, kehittävät sidosryhmäkommunikaation prosesseja sekä lisäävät ei-taloudellisen tiedon keräämistä ja raportointia yhtiön toiminnasta.<sup>232</sup>

---

<sup>231</sup> Ks. luku 1.1.3.

<sup>232</sup> Eccles – Ioannou – Serafeim 2014.

Toimintavapautta rajaavat tällaisten toimintaa ja organisaatiota uudistavien toimien yhteydessä yhtiön toiminnan tarkoitus sekä hallituksen kelpoisuuden rajat. Toimet, jotka ylittävät yhtiön toiminnan tarkoituksen, eivät ole mahdollisia ilman yhtiöjärjestyksen muuttamista. Ilman liiketaloudellista perustetta tehty oikeustoimi on laitonta varojenjako, josta seuraa lähtökohtaisesti varojen palauttamisvelvollisuus ja joka on myös sanktioitu osakeyhtiörikoksena. Tämän lisäksi toiminnan tarkoituksen ylittävä toimi voi johtaa johdon vahingonkorvausvelvollisuuteen yhtiölle. OYL 6:2.2:n mukaan hallitus tai hallituksen jäsen ei myöskään saa noudattaa yhtiökokouksen, hallintoneuvoston tai hallituksen tekemää päätöstä, joka on OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisena pätemätön. Johdon kelpoisuuden rajat ylittävä oikeustoimi taas ei ole yhtiötä sitova edes silloin, kun vastapuoli on ollut vilpittömässä mielessä.

Toinen rajapinta määrittää johdon *velvollisuutta* uudistaa yhtiön organisaatiota, prosesseja sekä hallintoa integroimalla CSV-periaatteita liiketoimintaan. Kuten edellä on valistuneen arvonmaksimoinnin teorian ja sitä tukevan empiirisen näytön perusteella havaittu, sidosryhmäintressien huomioiminen yhtiön toiminnassa voi vaikuttaa huomattavasti yhtiön voiton tuottamiskykyyn ja siten osakkeenomistajien osakkeiden arvoon. Hallituksen velvollisuuksia osakkeenomistajia kohtaan ohjaa OYL 1:8, jonka mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Kuten edellä on esitetty, yhtiön etu on keskeisesti sidoksissa yhtiön toiminnan tarkoitukseen, mutta ei ole täysin yhteneväinen osakkeenomistajien etujen kanssa. Johdon tehtävää sääntelevä OYL 1:8 ei kuitenkaan millään tavoin ilmaise sitä, millä tavoin yhtiön etua on edistettävä. Ainoa kriteeri lain mukaan on, että yhtiön etua on edistettävä *huolellisesti*. Mikäli johto esimerkiksi laiminlyö sidosryhmien edut lyhyellä aikavälillä ja aiheuttaa siten pitkällä aikavälillä yhtiön arvon alentumisen loukatun samalla yhtiön toiminnan tarkoitusta, voitaneen johdon toiminnan huolellisuus kyseenalaistaa.

## **3.2 Rajapinta I: Toiminnan tarkoitus ja yhtiön toimiala**

### *3.2.1 Yhtiön toiminnan tarkoitus ja liiketaloudellisen perusteen vaatimus*

Yhtiön varojen käytön sääntely rakentuu OYL 1:5:n ja 13:1:n ympärille. OYL 1:5:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiön varoja tulee siten lähtökohtaisesti käyttää voitontuottamistarkoitusta edistävasti. Varojen käytön lisäksi varoja voidaan myös jakaa pois yhtiöstä, mutta OYL 1:3:n mukaan vain OYL:ssa säädetyillä tavoilla. Sallituista varojenjakotavoista säädetään OYL 13:1.1:ssä, minkä lisäksi OYL 13:6.4:n mukaan yhtiön vapaata omaa pääomaa

voidaan kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella jakaa myös muulla tavalla tai muuten kuin osakkeenomistuksen suhteessa, jollei yhtiöjärjestyksestä johdu muuta. OYL 13:1:n mukaan sallittuja varojenjakoja ovat osingon jakaminen, vapaan oman pääoman palautus, osakepääoman alentaminen, omien osakkeiden hankkiminen ja lunastaminen sekä yhtiön purkaminen ja rekisteristä poistaminen. Muu liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, on laitonta varojenjako. Laittoman varojenjaon käsillä olo ei ole riippuvainen siitä, mikä taho on taloudellisen edun vastaanottajana.<sup>233</sup>

Yhtiön johdon toimintaa rajoittaa näin ollen olennaisesti laittoman varojenjaon kielto, jota täsmentää liiketaloudellisen perusteen vaatimus. Toisin sanoen, jos yhtiön johto kykenee perustelemaan toimensa liiketaloudellisesti, kyse ei ole laittomasta varojenjaosta vaan yhtiön liiketoiminnan harjoittamisesta OYL:n tarkoittamassa merkityksessä. Liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen soveltamisala on laaja, ja sitä sovelletaan lähtökohtaisesti kaikkeen yhtiön varojen vähentymiseen tai sen velvoitteiden lisääntymiseen.<sup>234</sup> Säännös soveltuu varojen käyttöön riippumatta siitä, onko varallisuuserän vastaanottajana osakkeenomistaja vai yhtiön ulkopuolinen taho. Liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen soveltumista ei myöskään rajoita se, siirtyykö yhtiöstä varoja rahana vai esimerkiksi arvopapereina.<sup>235</sup>

OYL:n esitöissä on konkretisoitu liiketaloudellisen perusteen vaatimusta suhteellisen niukasti.<sup>236</sup> Hallituksen esityksen mukaan liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen avulla voidaan erottaa toisistaan laiton varojenjako ja lailliset liiketoimet, vaikka kyseessä ei olekaan tyhjentävä kriteeri laitton varojenjaon tunnistamiselle.<sup>237</sup> Hallituksen esityksen mukaan liiketaloudellista perustetta arvioitaessa ratkaiseva merkitys on tehdyn toimenpiteen perusteella eli sillä, olisiko päätöksen tekijän pitänyt tietää, ettei päätöksellä ole liiketaloudellista perustetta. Liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen täyttymiseen ei siten vaikuta se, osoittautuuko toimi jälkikäteen tappiolliseksi.

---

<sup>233</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 1099.

<sup>234</sup> Ks. KKO 2003:33, jossa katsottiin, että keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö voi syllistyä laittonaan varojenjako, jos se jättää keräämättä riittävän suuren yhtiövastikkeen. Tapauksen oikeusohjeen ulottaminen kaikkiin osakeyhtiöihin on kuitenkin ongelmallista johtuen juurikin osakkeenomistajien rajoitetusta vastuusta. Ks. Villa, 2003.

<sup>235</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 14.

<sup>236</sup> Ks. HE 109/2005 vp, s. 124.

<sup>237</sup> Esitöiden mukaan tällaisia muita laittonaan varojenjaon tilanteita voivat olla esimerkiksi maksukykytestin vastainen tai yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen varojenjako, joka muodollisesti toteutetaan OYL 13:1.1:ssä säädetyillä tavoilla.

Edellä mainittujen lisäksi hallituksen esityksessä on avattu liiketaloudellisen perusteen yhteydessä tarkemmin yksilöimättömillä tarkoituksiperillä kirjanpitolain (kirjanpitolaki 1336/1997 muutoksineen, jäljempänä ”KPL”) *liiketahtuman* käsitettä. KPL 2:1:n mukaan kirjanpitovelvollisen on merkittävä kirjanpitoonsa liiketahtumina menot, tulot, rahoitustapahtumat sekä niiden oikaisu- ja siirtoerät. Ainakin tällaisilla toimilla on siten ilmeisesti oltava liiketaloudellinen peruste. Voitaneen kuitenkin pitää tarkoituksenmukaisena tulkintana, että liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen soveltuminen ei ole sidoksissa siihen, merkitäänkö toimi yhtiön kirjanpitoon vai ei, vaan merkitystä tulisi olla pikemminkin toimen sisällöllisellä luonteella. Näin on erityisesti siksi, että varojenjakoa voidaan toteuttaa muuten kuin rahana.<sup>238</sup> Myös oikeuskirjallisuudessa on päädytty vastaavalle tulkintakannalle.<sup>239</sup>

Hallituksen esityksessä viitataan myös esimerkin kautta siihen, että liiketaloudellisesti perusteltu toimi olisi automaattisesti yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen. Kanta on vahvistettu myös oikeuskirjallisuudessa.<sup>240</sup> Oikeuskirjallisuudessa on myös kääntäen katsottu, että yhtiön toimella on liiketaloudellinen peruste, jos sen katsotaan olevan voitontuottamistarkoituksen mukainen.<sup>241</sup> Näin ollen laittoman varojenjaon piiriin kuuluvat transaktiot, jotka ovat yhtiön voitontuottamistarkoituksen vastaisia ja joilla ei ole myöskään perustetta OYL:n varojenjakosäännöksissä tai yleisissä periaatteissa.<sup>242</sup>

Liiketaloudellisen perusteen vaatimusta on perusteltua tarkastella yhtiön, ei sen osakkeenomistajien näkökulmasta: varojen jakaminen yhtiön ulkopuolelle kun ei paranna sen voitontuottamiskykyä.<sup>243</sup> Käsitys liiketaloudellisen perusteen vaatimuksesta linkittyy tällöin edellä esitettyyn markkina-arvotaseeseen: liiketaloudellisen perusteen omaava liiketahtuma kasvattaa yhtiön arvoa valistuneen arvonmaksimoinnin mukaisesti, kun taas varojen jakaminen lähtökohtaisesti laskee sitä. Toisaalta tällöin on huomattava, että varojen jakamatta jättäminen voi joissain tilanteissa laskea yhtiön arvoa, mikäli yhtiö ei kykene sijoittamaan yhtiössä olevaa varallisuutta pääomankustannuksen ylittävällä tuotto-odotuksella.

---

<sup>238</sup> Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 431.

<sup>239</sup> Ks. Mähönen – Villa 2014, s. 437–438, jossa korostetaan, että kysymys varojenjaon laillisuudesta voidaan ratkaista vain yhtiöoikeudellisesti eikä KPL:n liiketahtuman käsitteen kautta. Samoin Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 31–32.

<sup>240</sup> Ks. Mähönen – Villa 2014, s. 436.

<sup>241</sup> Lindholm – Storå 2010, s. 411. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 33.

<sup>242</sup> Mähönen – Villa 2014, s. 441.

<sup>243</sup> Lindholm – Storå 2010, s. 411.

Hallituksen esityksessä, oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa on lueteltu tiettyjä toimia, jotka voivat olla laitonta varojenjako. Tällaisia toimia ovat esimerkiksi:

- omaisuuden tai palvelun myynti alihintaan tai ostaminen ylihintaan<sup>244</sup>
- velan antaminen markkinoihin ja olosuhteisiin nähden liian alhaisella korolla tai vastaavasti velan ottaminen liian korkealla korolla<sup>245</sup>
- perusteettoman suurten palkkioiden maksaminen yhtiön johtohenkilöille<sup>246</sup>
- vierasvelkavakuuden tai -pantin antaminen ilman liiketaloudellista perustetta<sup>247</sup>
- perusteeton luopuminen yhtiölle kuuluvasta oikeudesta<sup>248</sup>
- yhtiön passiivisuus joissain tilanteissa (esim. yhtiön saatavan perinnässä).<sup>249</sup>

Millaisia oikeusohjeita edellä esitetystä saadaan liiketaloudellisen perusteen arviointiin CSV:n yhteydessä? Ensinnäkin keskeistä on toimen tarkoitus päätöksentekohetkellä, ei sen lopputulos. Toiseksi liiketaloudellisen perusteen vaatimus soveltuu kaikkiin CSV:n nimissä tehtäviin toimiin riippumatta siitä, kirjataanko niitä ”liiketapahtumina” kirjanpitoon vai ei. Kolmanneksi, jos toimi tehdään voitontuottamistarkoituksen mukaisesti, sillä on lähtökohtaisesti liiketaloudellinen peruste, eikä sitä näin ollen pidetä laittomana varojenjakona.

Nyrkkisääntönä voitaneen pitää sitä, että liiketaloudellisesti perusteetonta on sellainen menettely, jossa yhtiön velvoittautumisesta saatavan hyödyn ei päätöstä tehtäessä odoteta pitkällä aikavälillä kattavan velvoitteen täyttämistä aiheuttavia taloudellisia menetyksiä ottaen lisäksi huomioon toimintaan liittyvä riski.<sup>250</sup> Liiketaloudellisen perusteen arviointi lähestyy näin ollen luvussa 2.1.6 esiteltyä nettonykyarvomenetelmää. Kuten luvussa 2.1.6 on lisäksi esitetty, yhtiön voitontuottamistarkoitusta edistävät lähtökohtaisesti yhtiön pääoman käytön tehokkuuden parantaminen sekä yhtiön liikevaihdon kasvattaminen, sekä näiden ylläpitäminen pitkällä aikavälillä. Koska CSV-hankkeita voitaneen empiirisesti tarkasteltuna pitää ainakin lähtökohtaisesti näitä tarkoituspäitä edistävinä, voitaneen tällaisia toimia pitää yleensä liiketaloudellisesti perusteltuina. Sitä vastoin toimet, joilla ei päätöksentekohetkellä pyritä toiminnan tehostumiseen, liikevaihdon kasvuun ja/tai positiivisen nettonykyarvon hankkeisiin, ovat lähtökohtaisesti laitonta varojenjako. Liiketoimintapäätöksiä ei voida

---

<sup>244</sup> HE 109/2005 vp, s. 124. Ks. lisäksi KKO 1991:122 ja KKO 1991:123.

<sup>245</sup> HE 109/2005 vp, s. 124.

<sup>246</sup> KKO 1982 II 191.

<sup>247</sup> KKO 2006:90. Ks. aiheesta Kyläkallio 2007 sekä Mähönen 2007.

<sup>248</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 32.

<sup>249</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 32.

<sup>250</sup> Pönkä 2013b, s. 223–224.

näin ollen tehdä puhtaasti moraalisin argumentein.<sup>251</sup> Sosiaaliset ja ympäristölliset seikat nähdään tietyllä tapaa alisteisena voitontuottamistarkoitukselle.<sup>252</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että yhtiö voisi tukea erilaisia tahoja, jos ne parantavat yhtiön tunnettuutta, synnyttävät positiivista mielikuvaa yhtiöstä tai jos tällaiselle tukemiselle on jokin muu syy.<sup>253</sup> Keskeistä on, että yhtiön voitontuottamista arvioidaan pitkällä aikavälillä.<sup>254</sup> Valistunut arvonmaksimointi edellyttää, että tällöin on otettava huomioon yhtiön sidosryhmien edut.<sup>255</sup> Toisaalta taas sidosryhmien edut otetaan huomioon siinä laajuudessa, jossa niillä tosiasiallisesti on vaikutus yhtiön pitkän aikavälin voitontuottamiskykyyn. Tästä huolimatta sidosryhmäintressien huomioimista rajoittaa lisäksi OYL 1:7:n yhdenvertaisuusperiaate, jonka mukaan yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai *muulle* epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Myös yhdenvertaisuusperiaate korostaa tässä yhteydessä osakkeenomistajakeskeisyyttä valistuneen arvonmaksimoinnin laajemmasta viitekehyksestä huolimatta.<sup>256</sup> Yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta onkin olennaista, että liiketoimintapäätös on kokonaisuutena arvioiden yhtiön ja osakkeenomistajien etujen mukainen.<sup>257</sup>

Vaikka CSV:n tarkoituksena onkin tukea yhtiön sidosryhmiä voitontuottamistarkoituksessa, osakeyhtiön varojenkäytön tosiasiallista joustavuutta lisää OYL 13:8, jonka mukaan yhtiön hallitus saa käyttää yleishyödylliseen tai siihen rinnastettavaan tarkoitukseen varoja, joiden merkitys yhtiön tila huomioon ottaen on vähäinen. On kuitenkin huomattava, että kyseinen säännös tulee sovellettavaksi vain tilanteissa, joissa käsillä ei voitaisi katsoa olevan liiketaloudellista perustetta OYL:n tarkoittamassa merkityksessä.<sup>258</sup> Tällöinkin huomioon on otettava varojen käyttötarkoitus, yhtiön taloudellinen tila ja muut olosuhteet.<sup>259</sup>

Epäselvää on kuitenkin, kuinka suuri varmuus toimen liiketaloudellisesta perusteltavuudesta johdolla on oltava ennen toimeen ryhtymistä. Kysymykseen ei liene yksiselitteistä vastausta. Johtoa voidaan hakea rahoitusteoriasta, jolloin hankkeen nettonykyarvolaskelmassa

---

<sup>251</sup> Salo 2015, s. 99.

<sup>252</sup> Mähönen 2013, s. 569. Ks. myös Skog 2015, s. 16.

<sup>253</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 32.

<sup>254</sup> HE 109/2005 vp, s. 38.

<sup>255</sup> Jensen 2001, s. 16.

<sup>256</sup> Mähönen 2013, s. 570.

<sup>257</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 44.

<sup>258</sup> HE 109/2005 vp, s. 129.

<sup>259</sup> Lindholm – Storå 2010, s. 412.



tulevaisuudessa syntyvä diskontattava kassavirta kerrottaisiin kassavirran syntymisen todennäköisyydellä.<sup>260</sup> CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin mukaiset toimet ovat kuitenkin pitkäaikaisia ja rahallisesti vaikeasti mitattavia, mitä kuvastaa esimerkiksi ei-taloudellisen raportoinnin lisääntyminen listayhtiöissä. Näin ollen nettonykyarvomenetelmää voidaan käyttää lähinnä suuntaa-antavana kriteerinä sidosryhmäintressit huomioivan toimen yhtiön edun mukaisuuden arvioinnille. Liiketaloudellisen perusteen muotoilu lienee määritettävä yksittäistapauksittain, jolloin yleisenä lähtökohtana on oltava, että toimen hyötyjen on pitkällä aikavälillä katettava toimesta aiheutuvat kustannukset.

Lisäksi on tulkinnanvaraista, miten esimerkiksi hallituksen esityksessä ja oikeuskäytännössä ilmoitettuja laittoman varojenjaon tyyppitapauksia, kuten omaisuuden myymistä alihintaan sekä vierasvelkavakuuksien- ja takauksien antamista on arvioitava CSV:n yhteydessä. Tyyppitapaukset voivat nimittäin olla yhtiön tapoja tukea sidosryhmiään esimerkiksi yhteistyökumppaneittensa toimintaedellytyksien parantamiseksi. Tällaisia tilanteita lienee tarkoituksenmukaista arvioida myös liiketaloudellisen perusteen näkökulmasta: jos toimella pyritään voiton tuottamiseen pitkällä aikavälillä, se on myös liiketaloudellisesti perusteltu. Tähän tulkintaan viittaa myös ratkaisu KKO 2006:90, jonka mukaan vierasvelkavakuuden antaminen edellyttää liiketaloudellista perustetta.

Lieneekin perusteltua katsoa, ettei liiketaloudellisen perusteen vaatimusta ja siihen liittyvää näyttökynnystä tulisi asettaa tarpeettoman korkeiksi. Osakeyhtiömuodon käyttö liiketoiminnan harjoittamisen välineenä rakentuu yleisestikin ajatukselle liiketaloudellisen riskin ottamiselle, ja samoin liiketaloudellisen perusteen käsillä oloa arvioidaan niiden tietojen valossa, joita päätöksentekijöillä oli päätöksentekohetkellä käytettävissään. Kun otetaan huomioon, että myös empiirinen aineisto puoltaa CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin positiivista korrelaatiota yhtiön voitontuottamiskykyyn, voitaneen lähteä oletuksesta, että tällaisilla perusteilla tehty toimi on liiketaloudellisesti perusteltu. Tällöin yhtiön johdon tulisi oman asemansa suojaamiseksi ensisijaisesti dokumentoida tällaisen päätöksen voitontuottamistarkoituksella pöytäkirja-aineistoon sekä luonnollisesti hankkia huolellisuusvelvollisuutensa

---

<sup>260</sup> Lähestymistapa muistuttaa arvopaperimarkkinaoikeudessa sisäpiiritiedon käsillä olon määrittämiseen käytettävää *probability-magnitude*-testiä. Ks. EUT C-19/11 (Geltl) ratkaisuehdotuksen alaviite 32. Ratkaisussa on viitattu Yhdysvaltojen korkeimman oikeuden ratkaisuun *Basic Inc. v. Levinson*, 485 US, 224, 1988, jonka mukaan järkevästi toimivan sijoittajan ("*reasonable investor*") toimintaa arvioidaan *probability/magnitude* -kriteerillä (todennäköisyys/suuruus). Yhtiön toimintaa johtavan ammattijohdon toimintaa voitaneen analogisesti rinnastaa järkevästi toimivan sijoittajan toimintaan, sillä sijoitusten ja liiketoiminnallisten investointien arvonnäätymismenetelmät ovat pohjimmiltaan samanlaisia. *Probability-magnitude*-testistä ks. Sedbom 2017, s. 852–854.

täyttämiseksi tarpeellinen selvitys päätöksen perustaksi. Lisäksi on huomattava, että liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen soveltuminen edellyttää, että toimi joko vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja. Näin ollen yhtiön sisäisesti toteutettavat CSV-toimet, joihin ei sisälly varallisuusarvon siirtymistä yhtiöstä, jäävät automaattisesti varojenjakorajoituksen ulkopuolelle.

### 3.2.2 Oikeustoimien sitovuus

Yhtiön tekemien oikeustoimien sitovuus liittyy olennaisesti yhtiön edustajien kykyyn tehdä oikeustoimia yhtiön puolesta. Koska yhtiö on oikeushenkilö, se tekee oikeustoimia vain edustajiensa välityksellä. OYL 6:25:n mukaan yhtiötä edustaa hallitus. Lisäksi toimitusjohtaja voi edustaa yhtiötä asiassa, joka kuuluu hänen tehtäviinsä. Toimitusjohtajan tehtävistä säädetään OYL 6:17:ssa, jonka mukaan toimitusjohtaja hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti. Toimitusjohtaja vastaa lisäksi siitä, että yhtiön kirjanpito on lain mukainen ja varainhoito luotettavalla tavalla järjestetty. Toimitusjohtaja saa ryhtyä yhtiön toiminnan laajuus ja laatu huomioon ottaen epätavallisiin tai laajakantoisiin toimiin vain, jos hallitus on hänet siihen valtuuttanut tai hallituksen päätöstä ei voida odottaa aiheuttamatta yhtiön toiminnalle olennaista haittaa. Toimitusjohtajan edustamiskelpoisuus rajoittuu siten pääsääntöisesti juoksevan hallinnon hoitamiseen.

Yhtiön edustajan tekemien oikeustoimien sitovuudesta on säädetty OYL 6:28:ssa, jonka mukaan edustajan yhtiön puolesta tekemä oikeustoimi ei sido yhtiötä, jos:

1. edustaja on toiminut vastoin OYL:ssa säädettyä kelpoisuuden rajoitusta;
2. edustaja on toiminut vastoin kaupparekisteriin merkittyä rajoitusta, jonka mukaan kahdella tai useammalla henkilöllä on vain yhdessä edustamisoikeus; taikka
3. edustaja on ylittänyt toimivaltansa ja se, johon oikeustoimi kohdistui, tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä.

OYL:ssa on erotettu toisistaan edustajan kelpoisuus ja toimivalta. Vuoden 1978 osakeyhtiölain (osakeyhtiölaki 734/1978, jäljempänä ”EOYL”) esitöissä on konkretisoitu kelpoisuuden ja toimivallan käsitteitä<sup>261</sup>, ja voimassa olevan osakeyhtiölain on näiltä osin katsottu vastaavan sisällöllisesti EOYL:ia<sup>262</sup>. Kelpoisuudella tarkoitetaan niitä rajoja, joiden puitteissa edustaja voi ylipäätään tehdä yhtiötä sitovia oikeustoimia. Toimivallalla taas

---

<sup>261</sup> HE 27/1977 vp, s. 57–58.

<sup>262</sup> HE 109/2005 vp, s. 89.

tarkoitetaan ”edustajalle suhteessa yhtiöön kuuluvaa valtaa toimia sen puolesta”. Oikeustoimen kohde ei voi saada kelpoisuuden ylityksen yhteydessä vilpittömän mielen suojaa, sillä tämän oletetaan tuntevan OYL:n säännökset. Sen sijaan edustajan toimivallan ylittäen tehty oikeustoimi sitoo yhtiötä, jos oikeustoimen kohde on ollut vilpittömässä mielessä.

Tarkastellaan ensiksi yhtiön edustajan kelpoisuutta. Kelpoisuus määrittää sen, missä määrin edustaja voi edustaa yhtiötä kolmanteen nähden.<sup>263</sup> Edustajan kelpoisuuden rajoja määrittävät lähtökohtaisesti OYL:n säännökset.<sup>264</sup> Edustajan kelpoisuutta rajoittavat sellaiset OYL:n säännökset, jotka koskevat eri toimielinten välistä tehtävänjakoa tai jotka kieltävät kategorisesti osakeyhtiöltä tietynlaiset oikeustoimet.<sup>265</sup> Edustajan kelpoisuuden rajojen voidaan luonnehtia näin ollen perustuvan kolmannen havaittavissa oleviin ulkoisiin seikkoihin<sup>266</sup>, esimerkiksi asemaan yhtiön toimielimenä tai edustajalle annettuun valtakirjaan.

Hallituksella on yhtiössä laajin kelpoisuus edustaa yhtiötä, sillä OYL 6:2:n mukaan hallituksella on yhtiössä yleistoimivalta. Koska yhtiökokous päättää vain laissa sille määräytyistä asioista ja toimitusjohtaja hoitaa juoksevaa hallintoa, lähtökohtaisesti hallitukselle kuuluu kelpoisuus kaikkien näiden ulkopuolelle jäävien oikeustoimien tekemiseen.<sup>267</sup>

Toimitusjohtajan kelpoisuuden rajat taas määräytyvät OYL 6:17:n mukaan: toimitusjohtajan kelpoisuuteen kuuluu lähtökohtaisesti juoksevan hallinnon hoitaminen. Toimitusjohtajalla on myös kelpoisuus tehdä juoksevan hallinnon hoitamiseen liittymättömiä oikeustoimia, jos hallitus on hänet siihen valtuuttanut tai hallituksen päätöstä ei voida odottaa aiheuttamatta yhtiön toiminnalle olennaista haittaa.

Kelpoisuuden rajoja määrittävät toimielinten välisen tehtävänjaon lisäksi myös OYL:ssa kategorisesti kielletyt toimet. Tällaisia säännöksiä ovat esimerkiksi OYL 13:10.1:n kielto antaa rahalainaa, varoja tai vakuutta käytettäväksi siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita<sup>268</sup> sekä sidotun oman pääoman jakaminen

---

<sup>263</sup> Immonen – Villa 2019, s. 66.

<sup>264</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 382.

<sup>265</sup> HE 89/1996 vp, s. 109.

<sup>266</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 569. Tästä huolimatta on tulkinnanvaraista, minkälaisien seikkojen voidaan katsoa olevan siinä määrin ulkoisesti havaittavissa, ettei kolmannen vilpittömän mielen suojaa OYL 6:28.1:n nojalla voida pitää perusteltuna.

<sup>267</sup> Vrt. KKO 1974 II 9, jossa problematisoitiin päätösvalan kohdentumista merkittävän liiketoiminnan myynnissä. Vallitseva kanta on kuitenkin nykyään, että yhtiökokous päättää vain sille laissa määräytyistä asioista ja muuten päätösvalta kuuluu yhtiön edun puitteissa hallitukselle ja mahdolliselle toimitusjohtajalle. Ks. Mähönen – Villa 2011, erityisesti s. 12–16, sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 583.

<sup>268</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 389.

velkojensuojasäännösten vastaisesti<sup>269</sup>. Myös selvää yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomista voitaneen pitää kelpoisuuden ylityksenä.<sup>270</sup> On jossain määrin kiistanalaista, kuuluuko lait-toman varojenjaon kielto sellaisenaan näihin kiellettyihin oikeustoimiin.<sup>271</sup> Laittoman varo-  
jenjaon kielto on kuitenkin siinä määrin fundamentaalinen yhtiön toimintaa rajoittava sään-  
nös, että sen voitaneen katsoa kuuluvan kelpoisuutta rajoittaviin OYL:n säännöksiin.<sup>272</sup>

Tässä yhteydessä ei ole tarkoituksenmukaista perehtyä yksityiskohtaisesti yhtiön edustajalle  
yhtiöjärjestyksessä asetettuihin edustamisoikeuden rajoituksiin. OYL 6:27.1:n mukaan  
kaupparekisteriin voidaan merkitä sellainen rajoitus oikeuteen edustaa yhtiötä, jonka mu-  
kaan kahdella tai useammalla henkilöllä on vain yhdessä tämä oikeus. Rajoitus ei varsinais-  
sesti liity edustajan tekemän oikeustoimen sisältöön vaan oikeustoimen tekevien edustajien  
lukumäärään. Näin ollen sitä ei tässä yhteydessä pidetä CSV:n kannalta relevanttina rajoi-  
tuksena.

Tarkastellaan seuraavaksi edustajan toimivallan ylittämistä. Toimivallan kannalta keskeinen  
kysymys on, millä toimielimellä tai kenellä henkilöllä on päätösvalta liittyen yhtiötä koske-  
vaan oikeustoimeen.<sup>273</sup> Toimivalta määrittää näin ollen edustajan edustusvallan edustetta-  
vaan nähden.<sup>274</sup> Kelpoisuutta rajoittavista tekijöistä poiketen toimivallan rajoitukset liittyvät  
seikkoihin, jotka eivät ole sopimuskumppanille ulkoisesti havaittavissa, minkä vuoksi myös  
vilpittömän mielen suojan antaminen on perusteltua.

Toimivaltaa voivat rajoittaa ainakin seuraavat seikat:

- yhtiöjärjestyksen toimialamääräys (OYL 6:27.2);
- ylemmiltä toimielimiltä saadut ohjeet ja määräykset;<sup>275</sup>
- muut yhtiöjärjestykseen otetut edustamisoikeudenrajoitukset kuin OYL 6:27.1:ssa  
tarkoitettut rajoitukset;<sup>276</sup>
- pätemättömän päätöksen nojalla tehdyt oikeustoimet;<sup>277</sup>

---

<sup>269</sup> Pönkä 2013b, s. 226.

<sup>270</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 396.

<sup>271</sup> Pönkä 2013b, s. 225–226.

<sup>272</sup> Samoin Immonen – Villa 2019, s. 59.

<sup>273</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 382.

<sup>274</sup> Immonen – Villa 2019, s. 66.

<sup>275</sup> HE 89/1996 vp s. 109.

<sup>276</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 586.

<sup>277</sup> HE 89/1996 vp s. 109.

- esteellisyyden rasittaman päätöksen nojalla tehdyt oikeustoimet.<sup>278</sup>

OYL 2:3:n mukaan yhtiöjärjestyksessä on aina mainittava yhtiön toimiala. OYL 6:27.2:n mukaan tämä yhtiöjärjestyksen toimialamääräys rajoittaa edustajan toimivaltaa. Voitontuotamisen tuleekin näin ollen lähtökohtaisesti tapahtua yhtiön toimialan puitteissa.<sup>279</sup> Toimialamääräyksen merkittävyyttä toimivallan määrittämisessä jossain määrin heikentää se, että EOYL:n esitöiden mukaan yhtiön kasvaessa sen toimialastakin tulee jossain määrin liukuva.<sup>280</sup> Huomioon on otettava lisäksi OYL 6:28.3, jonka mukaan riittävänä osoituksena siitä, että sopimuskumppani tiesi tai että hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä, ei voida pitää sitä, että toimivaltaa koskevat rajoitukset on rekisteröity. Tällä tarkoitettaneen ilmeisesti myös toimialamääräyksen aiheuttamaa toimivallan rajoitusta. Tällöin sopimuskumppanin vilpillinen mieli edellyttäne, että tämä on myös tosiasiaa tiennyt toimialaan liittyvästä rajoituksesta.<sup>281</sup> Lisäksi toimialamääräyksen toimivaltaa rajoittava vaikutus voitaneen liittää vain yhtiön oikeustoimiin tuotannontekijä- ja suoritemarkkinoilla, sillä rahoitusmarkkinoilla toimimisen tarve ei yleensä riipu yhtiön toimialasta.<sup>282</sup> Rahoitusmarkkinoilla tehtävien oikeustoimien sitovuus määräytynee näin ollen pääsääntöisesti liiketaloudellisen perusteen olemassaoloon mukaan.

Tarkastellaan lopuksi, miten yhtiön toiminnan tarkoitus suhteutuu yhtiön edustajien edustamisoikeuteen. Oikeuskirjallisuudessa on pidetty jossain määrin kiistanalaisena sitä, rajoittaako yhtiön toiminnan tarkoitus johdon toimivaltaa vai kelpoisuutta.<sup>283</sup> Johtoa tulkintaan voidaan saada laittoman varojenjaon kiellosta, jonka on katsottu määrittävän hallituksen kelpoisuuden rajoja.<sup>284</sup> Laitonta varojenjako on muu kuin OYL 13:1.1:ssä lueteltu tai 13:6.4:n mukainen liiketapahtuma, joka vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta. Liiketoimella taas on katsottu olevan liiketaloudellinen peruste, jos se on yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen.<sup>285</sup> Näin ollen lienee loogista katsoa, että yhtiön

---

<sup>278</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 396.

<sup>279</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 11.

<sup>280</sup> HE 27/1977 vp, s. 58, ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 586.

<sup>281</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 397. Ks. myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 78.

<sup>282</sup> Samansuuntaisesti Mähönen – Villa 2019, s. 306, jossa todetaan, että toimialaan ei tarvitse ottaa määräystä siitä, että yhtiö voi sijoittaa ylimääräisiä varojaan arvopapereihin. Yhtiön suhdetta eri markkinoihin konkreettisesti kiertokulkukaaviosta ks. esim. Ikäheimo – Malmi – Walden 2016, s. 44–47, sekä Mähönen – Villa 2015, s. 147–148.

<sup>283</sup> Ks. Immonen – Villa 2019, s. 59–60, ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 581.

<sup>284</sup> Immonen – Villa 2019, s. 59.

<sup>285</sup> HE 109/2005 vp, s. 124.

toiminnan tarkoitus rajoittaa johdon kelpoisuutta eikä toimivaltaa.<sup>286</sup> Ongelmaksi muodostuu se, onko liiketoimen liiketaloudellinen perusteltavuus aina sopimuspuolen havaittavissa siinä määrin, että sitä voitaisiin perustellusti pitää edustajan kelpoisuutta rajoittavana tekijänä. Puollan tulkintaa, jonka mukaan tässä yhteydessä huomiota tulisi pikemminkin kiinnittää liiketaloudellisen perusteen käsitteen tulkintaan kuin sen ulkoiseen havaittavuuteen. Kuten edellä luvussa 3.2.1 on esitetty, liiketaloudellisen perusteen olemassaoloon ei vaikuta se, osoittautuuko toimi jälkikäteen voitolliseksi tai tappiolliseksi, eikä liiketaloudellisen perusteen olemassaolon näyttökynnystä tule näin ollen asettaa epätarkoituksenmukaisen korkeaksi. Näin ollen tosiasiaa kelpoisuuden ylittäviä ja siten pätemättömiä oikeustoimia olisivat sellaiset yhtiön liiketoimet, jotka ovat selvästi (ja näin ollen usein myös ulkoisesti havaittavalla tavalla) yhtiön toiminnan tarkoituksen vastaisia. Tästä huolimatta yhtiön toiminnan tarkoituksen vastaisesti tehdyt oikeustoimet, joilla ei ole liiketaloudellista perustetta, ovat aina yhtiön kelpoisuuden vastaisina yhtiötä sitomattomia.

CSV:n näkökulmasta olennaisia rajoituksia yhtiön tekemien oikeustoimien sitovuudelle ovat erityisesti 1) liiketaloudellisen perusteen vaatimus ja yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaisuus, jotka rajoittavat edustajan kelpoisuutta, sekä 2) yhtiön toimialamääräys, joka rajoittaa edustajan toimivaltaa.<sup>287</sup> Rajapinta I:n molemmat kriteerit ovat näin ollen pitkälti yhteneväiset, sillä liiketaloudellisesti perusteeton toimi on yhtäältä kielletty laittomana varojenjakona ja toisaalta se on oikeustoimena pätemätön kelpoisuuden ylityksen takia. CSV:lla perustellut toimet siten harvoin rikkovat rajapinta I:ta, sillä liiketaloudellinen peruste ja voitontuottamistarkoitus sisältyvät määritelmällisesti CSV:hen. Yhtiö voinee näin ollen CSV:n edellyttämällä tavalla ja toisaalta sen asettamissa rajoissa lähtökohtaisesti tukea sidosryhmiensä intressejä. Myös oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että esimerkiksi vakuuden antaminen yhtiön tavarantoimittajan tai raaka-aineen toimittajan velasta voi olla yhtiön intressissä.<sup>288</sup>

Yhtiön toimiala asettaa mahdollisesti rajoja CSV-liitännäisille oikeustoimille yhtiössä. Yhtiön johto ei voi toimivaltaansa ylittämättä esimerkiksi laajentaa toimintaansa sellaisille alueille, jotka olisivat selvästi yhtiöjärjestyksen toimialamääräyksen vastaisia. Toisaalta on huomattava, että toimialamääräyksessä voi olla tietty liukuma, minkä lisäksi yhtiön toimiala voi

---

<sup>286</sup> Samoin Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho 2018a, s. 582, Mähönen – Villa 2019, s. 391 sekä Immonen – Villa 2019, s. 69–70. Vrt. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017, s. 628, Mäntysaari 2002, s. 236, Vahtera 2011, s. 196, Pönkä 2013b, s. 225–226, sekä Rasinaho 2013, s. 557–558. Ks. myös KKO 2006:90, kohta 31.

<sup>287</sup> Huomattakoon lisäksi, että yhtiöjärjestyksen toimialamääräyksen vastaisesti tehty vahinkoa aiheuttanut toimi voi saada aikaan myös johdon vahingonkorvausvastuun. Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017, s. 99.

<sup>288</sup> Mähönen – Villa 2019, s. 392.

olla myös hyvin laaja (laajimmillaan kaikki laillinen liiketoiminta). Lisäksi on huomattava, että toimialamääräys ilmaisee lähtökohtaisesti, millä alalla yhtiö toimii, eikä sen sijaan sitä, *miten* se tällä alalla toimii. Tämän voidaan katsoa kuuluvan yhtiön hallituksen ja jossain määrin myös toimitusjohtajan yleistoimivallan piiriin kuuluviin päätöksiin.

### 3.2.3 *Seuraukset rajapinnan I rikkomisesta*

Rajapinta I:n keskeisin rajoitustekijä yhtiön liiketoimille CSV:n näkökulmasta on edellä kuvatulla tavalla liiketaloudellisen perusteen vaatimus. CSV:hen, kuten myös valistuneeseen arvonmaksimointiin, sisältyy oletus siitä, että yhtiön sidosryhmäintressit huomioiva toimintamalli tuottaa voittoa osakkeenomistajille pitkällä aikavälillä ja on näin ollen myös liiketaloudellisesti perusteltu. CSV:n liiketaloudellista perusteltavuutta puoltaa myös luvussa 2.2.2 käsitelty empirinen aineisto.

Tästä huolimatta yhtiön toimen liiketaloudellisen perusteen on oltava todellinen. Ei voitane pitää tarkoituksenmukaisena, että yhtiö voisi yleisesti perustella toimensa liiketoiminnallisesti vain viittaamalla CSV:lle ominaisiin tavoitteisiin, vaan jokaiselle yksittäiselle toimelle on osoitettava ne erikseen perusteet, joiden vuoksi sen oletetaan päätöksentekohetkellä olevan tosiasiallisesti pitkällä aikavälillä yhtiön edun mukainen ja näin liiketaloudellisesti perusteltu. Sidoryhmien eduksi tehtyjä toimia ei näin ollen voida ikään kuin olettaa CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin mukaisiksi, vaan niiden osakkeenomistajille tuottama hyöty on selvitettävä tapauskohtaisesti.

Tarkastellaan seuraavaksi lyhyesti CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin periaatteiden vastaisesti sidoryhmien eduksi tehdyistä toimista aiheutuvia seuraamuksia. Kuten edellä on esitetty, liiketaloudellisen perusteen puuttuminen saa potentiaalisesti aikaan seuraamuksia kahdella tavalla: ensinnäkin kyseessä on OYL 13:1.3:n mukaan laitton varojenjako, ja toiseksi 6:28.1:n mukainen kelpoisuuden ylitys.

Laitton varojenjako liittyy liiketoimeen, joka joko vähentää yhtiön varoja tai lisää sen velkoja. Edellytyksenä on, että sidoryhmän edustaja on vastaanottanut yhtiöltä taloudellisen edun. Laittomana varojenjakona yhtiöstä saadut varat on OYL 13:4:n mukaan palautettava, jos varojen saaja tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää jakamisen tapahtuneen OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti. Palautettavalle määrälle on lisäksi maksettava vuotuista korkoa korkolain 12 §:ssä tarkoitetun voimassa olevan viitekoron mukaisesti. Se, kummalla osapuolella on näyttötaakka varojen vastaanottajan varojenjaon laittomuuteen kohdistuvasta tietoisuudesta, ratkeaa yksittäistapauksittain yleisten prosessuaalisten periaatteiden nojalla ottaen

huomioon erityisesti osapuolten mahdollisuudet esittää tällaista näyttöä.<sup>289</sup> Jos varoja ei saada täysimääräisesti palautetuksi, johdon on mahdollisesti korvattava puuttuva määrä vahingonkorvauksena yhtiölle.<sup>290</sup>

Kuten edellä on esitetty, laitonta varojenjako on perusteltua pitää edustajan kelpoisuuden ylityksenä. OYL 6:28:n mukaan kelpoisuuden ylittäen tehty oikeustoimi taas on pätemätön siitä riippumatta, oliko yhtiön sopimuskumppani vilpittömässä mielessä vai ei. Silloin, kun varojenjaon laittomuus johtuu yhtiön toiminnan tarkoituksen vastaisesta liiketoimesta, jolla ei ole liiketaloudellista perustetta, sopimus on katsottava pätemättömäksi. Sopimusoikeudellisista periaatteista seuraa, että tällaisen pätemättömän sopimuksen perusteella tehtävät suoritukset on palautettava puolin ja toisin.<sup>291</sup>

Mikäli sopimuspuoli on ollut vilpittömässä mielessä kelpoisuuden ylityksestä, kyseeseen voi tulla johdon vahingonkorvausvastuu sopimuskumppania kohtaan OYL 22:1:n nojalla.<sup>292</sup> Toisaalta jos yhtiön katsotaan olevan vastuussa sopimuksen pätemättömyydestä, se voi joutua korvaamaan vastapuolelle aiheutuneen vahingon myös sopimusoikeudellisilla perusteilla.<sup>293</sup> Tällöin yhtiön johto voi joutua korvaamaan vahingon OYL 22:1:n nojalla yhtiölle. On huomattava, että lopputulos molemmissa vaihtoehdoissa on käytännössä sama: yhtiön johto korvaa huolimattomuudellaan aiheuttamansa vahingon yhtiön sopimuskumppanille. Eroa kaventaa vieläpä se, että yhtiön on usein katsottu olevan rinnakkaisvastuussa sen toimielinten aiheuttamasta vahingosta.<sup>294</sup> Näin ollen myös riski johdon maksukykyisyydestä on lähtökohtaisesti yhtiöllä.

Huomattakoon, että pätemättömyydestä johtuva vahingonkorvausvelvollisuus voi tulla kyseeseen myös sellaisessa kelpoisuuden tai toimivallan ylityksessä, jossa sopimuksen perusteella ei ole vielä tehty varallisuusarvoisia suorituksia, mutta jossa sopimuksen pätemättömyys aiheuttaa vahinkoa sopimuspuolelle. CSV:n näkökulmasta ongelman muodostavat tilanteet, joissa yhtiö esimerkiksi sitoutuu tukemaan toimittajansa liiketoiminnan

---

<sup>289</sup> HE 109/2005 vp, s. 127.

<sup>290</sup> Ks. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017, s. 1104.

<sup>291</sup> Ks. esim. Saarnilehto – Annola 2018, s. 135.

<sup>292</sup> Ks. Mähönen – Villa 2014, s. 444.

<sup>293</sup> Yleisemmin vahingonkorvausvelvollisuudesta sopimuksen pätemättömyyden yhteydessä ks. esim. Saarnilehto – Annola 2018, s. 136–137. Kuten kirjoittajat toteavat, epäselvää on, voidaanko puhua sopimusoikeudellisesta vahingonkorvausvastuusta tilanteessa, jossa vastuu perustuu nimenomaan sopimuksen pätemättömyyteen.

<sup>294</sup> Savela 2015, s. 223. Yhtiön vastuusta orgaaninsa aiheuttamasta vahingosta ks. lisäksi Hemmo 2005, s. 62–64.



kehittämishanketta tavoilla, joita ei voida OYL 13:1.3:n sanamuodon mukaisesti pitää varoja vähentävänä tai velkoja lisäävänä liiketoimena. Kyseessä voi olla esimerkiksi yhtiössä olevan tietotaidon hyödyntäminen toimittajan toiminnan kehittämiseksi, mikä voinee lisätä yhtiön työvoimakustannuksia siitä huolimatta, että toimittaja ei vastaanota palauttamiskelpoista varallisuutta. Tällaisissa tilanteissa ei voitane myöskään puhua laittomasta varojenjaosta, vaikka katsottaisiinkin, että yhtiön toiminta ei ole voitontuottamistarkoituksen mukaista. Tällöin palautusvelvollisuutta ei voine syntyä yhtäältä laittoman varojenjaon eikä toisaalta sopimuksen pätemättömyyden perusteella. On epäselvää, pidetäänkö yhtiön tarkoituksen vastaisesti tehtyjä oikeustoimia kelpoisuuden vai toimivallan ylittävinä silloin, kun niitä ei voida pitää OYL 13:1.3:n mukaisena laittomana varojenjakona. Voitaneen katsoa, että yhtiön toiminnan tarkoitus rajoittaa edustajan kelpoisuutta myös ilman kytköstä varallisuutta vähentävään tai velkoja lisäävään liiketoimeen. Tällöin vilpittömässä mielessä ollutta sopimuskumppania suojataan vahingonkorvausnormistolla.

Esitetyn problematiikan merkitys CSV:lle on kuitenkin rajallinen, sillä CSV:n määritelmään kuuluu toimien yhdenmukaisuus voitontuottamistarkoituksen kanssa. Koska CSV:n perusteella tehty liiketoimi on lähtökohtaisesti liiketaloudellisesti perusteltu, sitä ei ole pidettävä laittomana varojenjakona eikä pätemättömänä oikeustoimena. Mikäli toimella ei tosiasiasa olisi liiketaloudellista perustetta, oikeustoimi olisi pätemätön ja sen perusteella tehdyt suoritukset olisi palautettava puolin ja toisin. Tällaiseen pätemättömyyteen saattaisi kytkeytyä myös johdon tai yhtiön vahingonkorvausvastuu yhtiön vilpittömässä mielessä ollutta sopimuskumppania kohtaan sekä mahdollisesti myös seuraavana käsiteltävä johdon vahingonkorvausvastuu yhtiölle aiheuttamastaan vahingosta.

### **3.3 Rajapinta II: Johdon huolellisuusvelvollisuus liiketoimintapäätöksissä**

Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvollisuudesta säädetään OYL 1:8:ssa, jonka mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Pykälä antaa kaksi keskeistä raamia johdon toiminnalle: se sisältää yhtäältä velvollisuuden toimia huolellisesti ja toisaalta velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti. Yhtiön edun vaatimuksesta seuraa johdon lojaliteettivelvollisuus, joka kohdistuu paitsi yhtiöön myös kaikkiin sen osakkeenomistajiin.<sup>295</sup> Yhtiön etua on käsitelty kappaleessa 2.1. Valistuneen arvonmaksimoinnin mukaan yhtiön etuna voidaan pitää yhtiön kaikkien arvopaperien arvon, ja markkina-arvotaseen

---

<sup>295</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

näkökulmasta yhtiön kassavarojen ja tulevien kassavirtojen yhteenlasketun, painotetulla pääomankustannuksella diskontatun nykyarvon maksimointia. Lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä kohtaan voidaan pitää yhtiön toiminnan aikana pääsääntönä<sup>296</sup>, sillä lain esitöiden mukaan yhtiön edun mukaisesti toimiminen merkitsee johdon lojaliteettivelvollisuutta ”yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan”.<sup>297</sup> Esimerkiksi julkisessa ostotarjouksessa osakkeen hintaan sekä sulautumisen yhteydessä sulautumisvastikeeseen kohdistuvissa neuvotteluissa johdon lojaliteetti kohdistuu vakiintuneesti suoraan osakkeenomistajiin.<sup>298</sup>

Tässä yhteydessä on tarkoituksenmukaista syventyä OYL 1:8:n ensimmäiseen sääntöön, johdon huolellisuusvelvollisuuteen. CSV:n näkökulmasta voidaan kysyä, minkälaista huolellisuutta yhtiön johdolta edellytetään yhtiön sidosryhmäintressien huomioinnissa. Vaikka johdon lojaliteettivelvollisuus kohdistuukin osakkeenomistajiin, CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin mukaan yhtiön johto vahingoittaa osakkeenomistajia, mikäli se ei toiminnassaan ota huomioon yhtiön sidosryhmiä ja aiheuttaa näin tappiota yhtiön liiketoiminnalle. Toisaalta voidaan kysyä, minkä asteista huolellisuutta johdolta voidaan päätöksenteossa edellyttää, jos sidosryhmäyhteistyö kasvattaisi yhtiön arvoa ja edistäisi näin ollen yhtiön etua.<sup>299</sup> Huolellisuusvelvollisuuden toteutumista tehostaa siihen kytketty johdon vahingonkorvausvelvollisuus. OYL 22:1:n mukaan hallituksen jäsenen, hallintoneuvoston jäsenen ja toimitusjohtajan on korvattava vahinko, jonka hän on tehtävässään huolellisuusvelvoitteen vastaisesti tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle.

Lain esitöissä on konkretisoitu sitä, mitä voidaan pitää riittävänä huolellisuutena johdon toiminnassa.<sup>300</sup> Riittävä huolellisuus edellyttää johdon päätöksenteolta lähtökohtaisesti kolmea seikkaa:

1. ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto;
2. sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi;
3. päätöksen tai muun toimen tekoon eivät ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.

---

<sup>296</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 54.

<sup>297</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

<sup>298</sup> HE 109/2005 vp, s. 41. Näistä johdon ns. *Revlon*-velvollisuuksista ks. tarkemmin alkuperäinen yhdysvaltalainen ratkaisu *Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings, 506 A.2d 173 (Del. 1986)*, Mähönen – Villa 2015, s. 384–387, sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 54–55.

<sup>299</sup> Ks. Salo 2015, s. 94.

<sup>300</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

Huolellisuusarviointi (josta käytetään yleisesti englanninkielistä nimitystä *business judgment rule*<sup>301</sup>, jäljempänä ”BRJ”) kohdistuu pikemminkin päätöksentekoprosessiin kuin päätöksen sisältöön.<sup>302</sup> Huolellisuusarviointi ratkaistaan siten tapauksittain kulloinkin käsillä olevien tietojen ja tosiseikkojen valossa.<sup>303</sup> Päätöksenteon sisällölliseen oikeellisuuteen tosin viittaa BRJ:n toinen kohta etenkin jos katsotaan, että päätöksen tai toimen tulee olla johdonmukainen nimenomaan yhtiön edun näkökulmasta.<sup>304</sup> BRJ:n mukaisten kriteerien noudattaminen kuitenkin antaa yhtiön johdolle eräänlaisen olettamasuojan siitä, että johto on päätöksenteossaan toiminut huolellisesti.<sup>305</sup>

Johdon huolellisuutta arvioidaan objektiivisesti: mittapuuna on tällöin se, miten huolellinen henkilö toimisi vastaavissa olosuhteissa.<sup>306</sup> Kyse on eräänlaisesta rationaalisesta tehokkuusarviosta: mitä suurempi riski ja vahingon todennäköinen suuruus, sitä perustellumpaa on ottaa tällaisen vahingon aiheutuminen huomioon päätöksenteossa.<sup>307</sup> Lisäksi on huomiotava, että yhtiön johdon normaaliin toimintaan kuuluu tietynlainen inhimillinen huolimattomuus ja virheiden tekeminen, eikä johdon vastuuta voida perustaa kaikkiin tällaisiin virheisiin.<sup>308</sup> Toisaalta mitä riskillisempi käsiteltävä asia yhtiössä on, sitä suurempaa huolellisuutta johdolta voidaan päätöksenteon yhteydessä edellyttää.<sup>309</sup>

BRJ:n ytimessä on johdon velvollisuus hankkia päätöksentekonsa pohjaksi tarvittava selvitys. On kuitenkin huomattava, että liiketoiminnan nopeatempoisuudesta ja rajallisista resursseista johtuen johto ei huolellisuusvelvollisuutensa nojalla voi myöskään käyttää asian selvittämiseen loputtomasti aikaa ja resursseja.<sup>310</sup> Päätöksenteon perustaksi on siten hankittava ”tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto”.<sup>311</sup> Selvitysvelvollisuus korostuukin

---

<sup>301</sup> Ks. tarkemmin Savela 2015, s. 93–95, sekä Mähönen – Villa 2015, s. 373–374. BRJ:n ja suomalaisen doktriinin vertailusta ks. myös Kaisanlahti 2002, s. 60–63.

<sup>302</sup> Kraakman ym. 2017, s. 69. BRJ pohjautuu alun perin amerikkalaiseen oikeuskäytäntöön. Ks. alkuperäiset oikeustapaukset *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984) sekä *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000). Tapauksissa korostettiin erityisesti päätöksenteon riippumattomuutta johtohenkilöiden henkilökohtaisista intresseistä sekä päätöksenteon perustumista riittävään selvitykseen. BRJ ei sen sijaan sovellu johtohenkilön passiivisuuteen. Passiivisuuden voidaan kuitenkin kotimaisessa yhtiöoikeudessa katsoa olevan johdon huolellisuusvelvollisuuden vastaista.

<sup>303</sup> Ks. Salo 2015, s. 98–99.

<sup>304</sup> Näin esim. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 52.

<sup>305</sup> Johnson ym. 2000, s. 23. Ks. myös Mähönen – Villa 2015, s. 373 sekä Savela 2015, s. 94.

<sup>306</sup> HE 109/2005 vp, s. 40.

<sup>307</sup> Savela 2015, s. 92. Toisaalta on huomattava, että yhtiötä uhkaavan vahingon välttämiseksi yhtiön johto voi ottaa myös riskejä, joita ei sellaisenaan voitaisi pitää tarkoituksenmukaisina. Ks. KKO 2000:69.

<sup>308</sup> Taxell 1963, s. 67.

<sup>309</sup> HE 109/2005 vp, s. 41. Ks. myös Savela 2015, s. 97.

<sup>310</sup> Savela 2015, s. 101, sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 52.

<sup>311</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

merkittävien päätösten yhteydessä sekä tilanteissa, joissa johto saa tietoonsa riskin olemassaolosta erityisesti varoittavia seikkoja.<sup>312</sup> Päätöksen perustaksi on siten hankittava tietoa hyvän liiketavan edellyttämässä laajuudessa.<sup>313</sup>

Johdon huolellisuusarvioinnissa on kiinnitettävä huomiota erityisesti liiketoiminnallisen päätöksenteon nopeatempoisuuteen ja liiketoiminnalle ominaiseen riskinottamiseen.<sup>314</sup> Johdon vastuu yhtiötä kohtaan ei ole tulosvastuuta, eikä suurikaan yhtiön tuottama tappio tarkoita sitä, että johto olisi toiminut tehtävässään huolimattomasti.<sup>315</sup> Keskeistä huolellisuusvelvollisuuden arvioinnin kannalta onkin, millaisilla perusteilla johto on päätöksen tai toimen tehnyt.<sup>316</sup>

Yhtiön johdolta voidaan kuitenkin edellyttää tietynlaista ammattimaisuutta tehtäviensä hoidossa. Huolimattoman päätöksenteon lisäksi myös johdon passiivisuus yhtiön edun edistämisen näkökulmasta voidaan katsoa huolimattomaksi toiminnaksi.<sup>317</sup> Johdon voidaan lisäksi huolellisuusvelvollisuutensa puitteissa edellyttää ottavan huomioon tehtyjen toimien vaikutus yhtiön toimintaan kokonaisuutena arvioiden.<sup>318</sup>

CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta huolellisuusvelvollisuus sisältää kotimaisten oikeuslähteiden mukaan useita elementtejä. Johdolla voitaneen katsoa olevan velvollisuus

- tarkoituksenmukaisen selvitysaineiston hankkimiseen;
- tarkastella tekemiään päätöksiä yhtiön toiminnan kokonaisuuden kannalta;
- noudattaa sidosryhmäintressejä suojaavaa lainsäädäntöä, jonka rikkominen yleensä aiheuttaa yhtiölle kustannuksia joko suoraan tai välillisesti;<sup>319</sup>
- huomioida sidosryhmien intressit yhtiön edun edellyttämässä laajuudessa;<sup>320</sup>
- ottaa huomioon toiminnan julkisuusvaikutukset;<sup>321</sup>

---

<sup>312</sup> Savela 2015, s. 101.

<sup>313</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 51.

<sup>314</sup> HE 109/2005 vp, s. 40–41. Ks. myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 52.

<sup>315</sup> Savela 2015, s. 92.

<sup>316</sup> Ks. Savela 2015, s. 99, sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 52. Oikeuskäytännöstä ks. KKO 2012:65, erityisesti kohta 6.

<sup>317</sup> HE 109/2005 vp, s. 41.

<sup>318</sup> Ks. Taxell 1963, s. 73.

<sup>319</sup> Mähönen – Villa 2015, s. 389.

<sup>320</sup> Salo 2015, s. 97.

<sup>321</sup> Ks. Salo 2015, s. 94–100. Huomattakoon, että markkina-arvotaseessa yhtiön julkinen kuva aktivoidaan yhtiön varallisuusarvoon ja se vaikuttaa näin ollen liiketoiminnalliseen päätöksentekoon valistuneen arvonmaksimoinnin kautta.

- ylläpitää yhtiön toiminnan kannalta asianmukaisia riskinhallintajärjestelmiä.<sup>322</sup>

Monet ohjeista ovat konkreettisia, mutta on epäselvää, missä määrin sidosryhmien edut tulee huomioida yhtiön edun nimissä. Tulkinta-apua voidaan saada Yhdistyneen kuningaskunnan oikeudesta, jossa valistunut arvonmaksimointi on integroitu yhtiöoikeudelliseen lainsäädäntöön. Yhdistyneen kuningaskunnan vuoden 2006 osakeyhtiölaissa (*Companies Act 2006*) valistuneesta arvonmaksimoinnista on säädetty 172 pykälässä johdon velvollisuuksien yhteydessä. Vapaasti suomennettuna<sup>323</sup> yhtiön johtohenkilön tulee toimia tavalla, jonka hän vilpittömästi uskoo edistävän yhtiön menestystä sen kaikkien osakkeenomistajien hyväksi, huomioiden muun muassa

- a) päätöksen todennäköiset vaikutukset pitkällä aikavälillä;
- b) yhtiön työntekijöiden intressit;
- c) tarpeen edistää yhtiön liikesuhteita sen toimittajien, asiakkaiden ja muiden tahojen kanssa;
- d) yhtiön toiminnan vaikutukset yhteiskuntaan ja ympäristöön;
- e) yhtiön maine liikekumppanina;
- f) yhdenvertaisuus yhtiön osakkeenomistajien välillä.

Lista ei ole sillä tavoin tyhjentävä, että se käsittäisi kaikki valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta merkitykselliset sidosryhmäintressien osa-alueet, mutta siinä on lueteltu tärkeimmät tekijät, jotka heijastavat vastuullisen liikkeenjohtamisen odotuksia.<sup>324</sup> Avainasemassa on johtohenkilön vilpittömän mieli: liiketoiminnalliset päätökset kuuluvat substanssiltaan yhtiön johdon, eivät tuomioistuimen arvioitavaksi. Keskeistä on, onko johtohenkilö vilpittömästi arvioinut päätöksen tai toimen edistävän yhtiön etua.<sup>325</sup> Tässä kohtaa voidaan havaita samankaltaisuus OYL 13:1.3:n liiketaloudellisen perusteen vaatimukseen. Vilpittömän

<sup>322</sup> Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 808.

<sup>323</sup> Alkuperäinen säännösteksti kuuluu seuraavasti: *A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company.*

<sup>324</sup> Explanatory notes, kohta 326. Oikeuskirjallisuudessa on lisäksi katsottu, että pykälässä esitetty listaus voitaisiin ymmärtää hierarkkisenä siten, että listassa ylempänä oleva tekijä nousisi ristiriitatilanteessa alempana olevaa tekijää merkittävämpään asemaan. Ks. Keay 2012, s. 92. Toisaalta taas on huomattava, että yksittäistapauksessa tekijöiden painoarvojen määrittäminen kuuluu johtohenkilön tehtävien piiriin. Ks. Keay 2012, s. 131.

<sup>325</sup> Explanatory notes, kohta 327.

mielen vaatimuksen on katsottu sisältävän muun muassa vaatimukset reiluudesta, rehellisyydestä, vilpittömästä pyrkimyksestä täyttää velvollisuutensa, jakamattomasta lojaaliudesta, petollisesta menettelystä pidättäytymisestä sekä yhtiöoikeudellisten normien noudattamisesta.<sup>326</sup> Tämän vilpittömän mielen vaatimuksen voitaneen kotimaisessa oikeudessa katsoa vastaavan suurelta osin OYL 1:8:n lojaliteettivelvollisuutta.<sup>327</sup> Johtohenkilö ei voi joutua vastuuseen sen perusteella, että tuomioistuimen mielestä johtohenkilön päätöksen olisi sisällöllisesti pitänyt olla toinen, vaan ainoastaan, jos johtohenkilö ei ole ollut vilpittömässä mielessä päätöksen suhteen.<sup>328</sup> Johtohenkilön on siten itse punnittava, missä määrin yhtiön etu vaatii sen sidosryhmien etujen huomioimista ja millainen painoarvo kullekin edellä esitettyssä listassa mainituista seikoista yksittäistapauksessa annetaan.<sup>329</sup> Johtohenkilön vilpittömän mielen lisäksi voidaan käyttää objektiivista huolellisen henkilön standardia, jos 1) johtohenkilö ei ole lainkaan harkinnut toimen yhtiön edun mukaisuutta tai 2) jos olosuhteet huomioon ottaen syntyy epäily johtohenkilön väitetyn vilpittömän mielen todenmukaisuudesta (esimerkiksi johtohenkilön intressiristiriidan yhteydessä).<sup>330</sup>

Lisäksi 172 pykälässä mainittujen seikkojen huomiointi päätöksenteossa edellyttää myös johdon huolellisuusvelvollisuuden täyttämistä. Näin ollen riittävää ei ole sidosryhmäintressien pelkkä muodollinen käsittely vaan monissa tilanteissa johdon on ryhdyttävä toimiin huolellisuusvelvollisuutensa täyttämiseksi.<sup>331</sup> Näin ollen johto voi joutua korvausvastuuseen, mikäli se ei ota riittävällä tavalla tai lainkaan huomioon 172 pykälässä mainittuja seikkoja tai antaa yhdelle seikalle muihin verrattuna suhteettoman suuren painoarvon.<sup>332</sup> Huolellisuusvelvollisuudesta säädetään 174 pykälässä, jonka mukaan vapaasti suomennettuna<sup>333</sup> johtohenkilön on toimittava kohtuullisen huolellisesti, taidokkaasti ja ahkerasti menetellen. Vertailukohtana on tällöin kohtuullisen huolellinen henkilö, jolla on yleinen tieto, taito ja kokemus, jota kohtuudella voidaan edellyttää yhtiön johtohenkilöltä sekä yleinen tieto, taito

---

<sup>326</sup> Ks. Keay 2012, s. 95.

<sup>327</sup> Samastusta lojaliteettivelvollisuuteen on tehty myös esimerkiksi yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä ja oikeustieteessä. Ks. Keay 2012, s. 97.

<sup>328</sup> Oikeuskäytännöstä ks. French – Mayson – Ryan 2016, s. 487 ja siinä viitattu oikeuskäytäntö.

<sup>329</sup> Ks. Keay 2012, s. 105–106.

<sup>330</sup> Ks. Keay 2012, s. 101–102. Ks. myös French – Mayson – Ryan 2016, s. 488.

<sup>331</sup> Explanatory notes, kohta 328.

<sup>332</sup> Keay 2012, s. 113.

<sup>333</sup> Alkuperäinen säännösteksti kuuluu seuraavasti: *A director of a company must exercise reasonable care, skill and diligence. This means the care, skill and diligence that would be exercised by a reasonably diligent person with (a) the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the functions carried out by the director in relation to the company, and (b) the general knowledge, skill and experience that the director has.*

ja kokemus, jota juuri kyseisellä johtohenkilöllä on.<sup>334</sup> Huolellisuusvelvollisuuden puitteissa yhtiön johtohenkilölle annetaan kuitenkin täysi vapaus päättää siitä, millaisiin toimiin hän vilpittömässä mielessä ryhtyy tai on ryhtymättä.<sup>335</sup> Johtohenkilöllä on kuitenkin velvollisuus tiedostaa erityisesti pykälässä listattujen seikkojen vaikutus yhtiön etuun ja ottaa ne täysimääräisesti mukaan päätöksenteon perustaksi arvioidessaan, edistääkö päätös tai toimi todennäköisesti yhtiön etua.<sup>336</sup>

Yhdistyneen kuningaskunnan oikeustilan voitaneen katsoa pääosin vastaavan myös suomalaisessa yhtiöoikeudessa vallitsevaa käsitystä valistuneesta arvonmaksimoinnista. Avainasemassa on käsitys, jonka mukaan tuomioistuinten tehtävä ei ole kyseenalaistaa liiketoiminnallisten päätösten sisältöä<sup>337</sup>, vaan pikemminkin päätöksentekoprosessia sekä johtohenkilön motiiveja. BRJ edellyttää hyvän liiketavan mukaista tiedonhankintaa päätöksenteon pohjaksi, tiedon perusteella tehtyä yhtiön etua edistävää päätöstä sekä johdon intressiristiriitojen puuttumista. Muussa tapauksessa johtohenkilön tulee erikseen osoittaa toimineensa huolellisesti. Keskeistä on, miten huolellisesti toimiva henkilö olisi vastaavassa tilanteessa toiminut, ottaen kuitenkin huomioon liike-elämän asettamat aika- ja resurssirajoitteet.

Huolellisuusvelvollisuuden puitteissa johdon toimintaa rajoittaa lojaliteettivelvollisuus, jonka voitaneen katsoa olevan pitkälti yhtenevä Yhdistyneen kuningaskunnan oikeuden vilpittömän mielen vaatimuksen kanssa. Keskeistä ei ole, osoittautuuko toimi jälkeensä tappiolliseksi, vaan johtohenkilön on tullut vilpittömästi uskoa toimen tai päätöksen edistävän yhtiön etua.<sup>338</sup> Tätä kynnystä ei liene myöskään tarkoituksenmukaista asettaa liian korkealle.<sup>339</sup> Yhtiön edun arvioinnissa johtohenkilön tulee kuitenkin ottaa huomioon yhtiön etu valistuneen arvonmaksimoinnin käsittämällä tavalla, jolloin sen tulee huomioida päätökseen vaikuttavina tekijöinä sellaiset sidosryhmäintressit, joilla voi olla vaikutusta yhtiön ja siten

---

<sup>334</sup> Ks. Marson – Ferris 2015, s. 391. Huolellisuusarvioinnissa käytetään huolellisen henkilön standardia silloin, kun johtohenkilöllä ei voida katsoa olevan päätökseen vaikuttavaa erityistä osaamista tai tietoa. Huolellisen henkilön standardi näyttäytyy näin ollen minimivaatimuksena johtohenkilön toiminnalle, mutta siitä voidaan poiketa johtohenkilön vastuuta ankaroitavasti, mikäli tällä katsotaan olevan päätökseen liittyvää erityistä tietoa tai osaamista.

<sup>335</sup> Keay 2012, s. 92–93.

<sup>336</sup> Ks. French – Mayson – Ryan 2016, s. 491–492, sekä Keay 2012, s. 130.

<sup>337</sup> Kantaa on puollettu kotimaisen oikeustieteen piirissä. Ks. esim. Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 559 ja siinä viitattu oikeuskirjallisuus.

<sup>338</sup> Vilpittömän mielen vaatimusta koskevaa testiä on puollettu myös kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa. Ks. esim. Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 559.

<sup>339</sup> Ks. Taxell 1963, s. 74. Kirjoittajan mukaan vastuun riittäisi poistamaan jo se, että toimeen tai päätökseen on liittynyt riittävä mahdollisuus yhtiön edun mukaisiin vaikutuksiin.

osakkeiden arvoon jollain aikavälillä.<sup>340</sup> Relevanssiarvioon sovellettaneen nettonykyarvomenetelmän periaatteita, jolloin relevanssiin vaikuttavat vaikutuksen suuruus, toteutumismvarmuus ja ajankohta. Johdon tulee kuitenkin huomioida tässäkin yhteydessä, että aiemmin esitetyllä tavalla suurin osa yhtiön ja osakkeenomistajien omistuksen arvosta muodostuu yhtiön arvosta *going concern*. Relevantteja yhtiön arvoon vaikuttavia sidosryhmätekijöitä ovat Yhdistyneen kuningaskunnan osakeyhtiölain 172 pykälän osoittamalla tavalla esimerkiksi (muttei tyhjentävästi) yhtiön työntekijöiden intressit, yhtiön liikesuhteiden vastapuolten hakkuus ja kyky toimia vastaisuudessa osana yhtiön arvonluomisketjua sekä yhtiön toiminnan yhteiskunnalliset ja ympäristövaikutukset.

Todellisuudessa johtohenkilön vilpittömän mielen tehokas kiistäminen voi olla haasteellista. Koska OYL 1:8 kohdistuu lähinnä päätöksentekoprosessin arviointiin, liiketoiminnallisten päätösten sisältöä ei lähtökohtaisesti arvioida tuomioistuimessa<sup>341</sup> vaan yhtiökokouksessa, jossa osakkeenomistajat voivat halutessaan muuttaa johdon kokoonpanoa. On lisäksi pidettävä mielessä, että johdon huolellisuusvelvollisuuden laiminlyönti ei perusta vahingonkorvausvastuuta muihin kuin yhtiön osakkeenomistajiin nähden.<sup>342</sup>

Vaikka OYL 1:8 edellyttää, että johto harkitsee päätöksensä vaikutuksia pitkällä aikavälillä sidosryhmäintressit mukaan lukien, OYL 1:8 ei automaattisesti edellytä johdolta CSV:n tai valistuneen arvonmaksimoinnin mukaisia liiketoimintapäätöksiä *de facto*. Syitä on useita. Ensinnäkin OYL 1:8:n rikkomisesta johtuvan vahingonkorvauksen realisoituminen riippuu osakkeenomistajakollektiivin aktiivisuudesta. Yhtiön asioista, jotka koskevat yhtiön oikeutta vahingonkorvaukseen, päättää yhtiössä hallitus. Yhtiön johdon tulisi siten käytännössä haastaa yhtiön välityksellä itse itsensä oikeuteen siitä, että se on yhtiön sidosryhmien intressit laiminlyömällä aiheuttanut vahinkoa yhtiölle. Vahingonkorvausasioista voidaan kuitenkin päättää myös yhtiökokouksessa, minkä lisäksi osakkeenomistajalla voi joissain tilanteissa olla mahdollisuus ajaa kannetta yhtiön hyväksi. Jos osakkeenomistajakollektiivi on aktiivinen, todennäköisesti yksinkertaisempi keino vaikuttaa johdon päätöksentekoon lienee joka tapauksessa vaihtaa johdon kokoonpano sellaiseen, joka edistää CSV:n mukaista liiketoimintakehitystä yhtiössä osakkeenomistajien hyödyksi. Näin on erityisesti huomioon ottaen se, että johtohenkilölle on saatettu varsinaisen yhtiökokouksen yhteydessä myöntää

---

<sup>340</sup> Ks. Goddard 2003, s. 405.

<sup>341</sup> Ks. Savela 1997, s. 1281.

<sup>342</sup> Ks. Mähönen – Villa 2019, s. 633–634. Vastuun kohdistuminen seuraa suoraan lainsäädännöstä. Aiemmasta oikeuskäytännöstä ks. KKO 2005:141, erityisesti kohta 4.



vastuuvapaus tilikauden aikaisista liiketoiminnallisista päätöksistä, mutta niistä aiheutuvat vahingot usein realisoituvat vasta huomattavasti myöhemmin. Toiseksi johto voi joutua vahingonkorvausvastuuseen vain, mikäli sen päätöksentekoprosessi on ollut huolimaton. Liiketoiminnallisen päätöksen sisältöä suojataan, mikäli johtohenkilö on huolellisen selvityksen ja harkinnan seurauksena vilpittömästi päätöksentekohetkellä arvioinut sen edistävän yhtiön etua (toisin sanoen toimella on OYL 13:1.3:n mukainen liiketaloudellinen peruste), eikä tuomioistuimille ole tarkoitettu antaa valtuuksia ohjata osakeyhtiöiden johtohenkilöitä liiketoiminnan harjoittamisessa. OYL 1:8:n vaikutusalue on näin ollen CSV:n ja valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta tosiasiallisesti suhteellisen suppea.<sup>343</sup>

### 3.4 Johtopäätöksiä

Mitä OYL:ssa johdon toiminnalle asetetuista rajapinnoista seuraa CSV:n edistämiseksi yhtiön liiketoiminnassa? CSV:llä tavoitellaan valistuneen arvonmaksimoinnin mukaisesti voiton tuottamista osakkeenomistajille pitkällä aikavälillä sidosryhmien intressit huomioivalla liiketoiminnalla. Tällaisenaan yhtiöoikeuden asettamat rajapinnat eivät vaikuttaisi asettavan merkittäviä ehtoja tai rajoituksia CSV:lle niin kauan, kun toiminta pysyy CSV:n määritelmän mukaisena.

Problematiikka kiteytyy pikemminkin siihen, miten CSV puetaan oikeuden kielelle. Rajapinta I edellyttää, että sidosryhmäintressejä edistävällä toimella on liiketaloudellinen peruste. Liiketaloudellinen peruste taas lähtökohtaisesti edellyttää pyrkimystä voiton tuottamiseen. Voitontuottamistarkoitus lukeutuu määritelmällisenä osana myös liiketaloustieteen käsitejärjestelmään lukeutuvaan CSV:hen. Tässä transdisiplinaarisessa käsitteistössä yhdistävänä tekijänä toimii valistunut arvonmaksimointi, jolla on selvästi vakiintuneempi asema oikeudellisessa diskurssissa. Aineellisesti oikeudellinen ja liiketaloudellinen määritelmä vastaavat kuitenkin pitkälti toisiaan, eikä rajapinta I vaikuttaisi merkittävästi rajoittavan CSV:n integroimista osakeyhtiön liiketoimintaan.

Rajapinnassa II johdon toimintaa rajoittaa johdolle asetettu huolellisuusvelvollisuus. Huolellisuusarviointiin vaikuttaa CSV:n näkökulmasta lähinnä se, että johtohenkilön tulee arvioida toimen tai päätöksen vaikutusta yhtiön etuun valistuneen arvonmaksimoinnin

---

<sup>343</sup> Samoin Key 2010, s. 24. Kirjoittaja näkee erityisesti kolme seikkaa, jotka estävät valistunutta arvonmaksimointia johtamasta yhtiöiden päätöksentekohorisontin tosiasialliseen pidentymiseen. Näitä ovat ongelmat täytäntöönpanossa erityisesti, kun johto väittää toimineensa huolellisesti, johtohenkilöiden henkilökohtaiset intressikonfliktit yhtiön pitkän aikavälin intressien kanssa sekä osakkeenomistajien painostuksen riittämättömyys johdon ohjaamisessa pitkäjänteisempään päätöksentekoon.

mukaisesti. Huolellisuusvelvollisuuden rajoittavuutta vähentää kuitenkin se, että se kohdistuu päätösten sisällön sijasta päätöksentekoprosessin arviointiin. On kuitenkin esitetty, että rajapinnan II rikkoutumisen merkitys on liike-elämässä pienentynyt johtuen erityisesti institutionaalisten sijoittajien valistuneeseen arvonmaksimointiin kohdistamasta huomiosta ja näin yhtiöiden johdoille asetetusta paineesta ottaa toiminnassa huomioon myös yhtiön etuun vaikuttavat sidosryhmäintressit.<sup>344</sup> Johdon vahingonkorvausvelvollisuuden aktualisointi edellyttää kuitenkin joka tapauksessa osakkeenomistajakollektiivin aktiivisuutta, jolloin johdon vaihtaminen (tai uhka johdon vaihtamisesta) lienee joka tapauksessa tehokkaampi keino saada johto toimimaan osakkeenomistajien intressejä edistävällä tavalla.

Näin ollen voidaan todeta, että OYL:n rajapintoja määrittävä sääntely mahdollistaa CSV:n harjoittamisen lähes ongelmitta<sup>345</sup> ja myös kannustaa siihen *de jure*, muttei välttämättä *de facto*. Näin ollen vastuu CSV-periaatteiden integroimisesta siirtynee jossain määrin osakkeenomistajakollektiiville. Lisäksi johdon vahingonkorvausvastuun ankarointaminen oletettavasti pakottaisi johdon toiminnan defensiiviseksi ja tekisi näin mahdollisesti lääkkeen tautia pahemmaksi. Toisaalta kuten aiemmin on esitetty, koko osakeyhtiöinstituutio nojaa ajatukseen osakkeenomistajien viimesijaisen intressin ja kontrollin yhteen liittamisestä yhtiössä, joten osakkeenomistajien viimekätinen vastuu yhtiössä harjoitettavan liiketoiminnan menetelmistä voitaneen nähdä pikemminkin tämän periaatteen ilmentymänä kuin ongelma-kohtana osakeyhtiösääntelyssä.

---

<sup>344</sup> Harper Ho 2010, s. 107.

<sup>345</sup> Ks. myös VNK 2020:39, s. 140–141, jossa samoin katsottiin nykyisen yhtiöoikeussääntelyn mahdollistavan laajasti vastuullisen liiketoiminnan harjoittamisen voitontuottamistarkoituksen puitteissa.

## 4 LOPUKSI

Tässä tutkielmassa on esitetty, että yhtiön edun käsitettä on perusteltua arvioida valistuneen arvonmaksimoinnin näkökulmasta. Kanta on perusteltu yksinkertaisuudessaan siitä syystä, että yhtiön ja osakkeen arvo muodostuvat niiden diskontatuista kassavirtaodotuksista koko yhtiön toiminnan ajalta. Näin ollen suurin osa yhtiön ja osakkeen arvosta muodostuu sen toiminnasta *going concern*, minkä vuoksi myös yhtiön johdon keskeisiin tehtäviin tulee katsoa yhtiön toimintaedellytysten turvaaminen tulevaisuudessa. Lisäksi valistunut arvonmaksimointi ohjaa yhtiön johdon huomion olennaiseen: yhtiön operatiivisen toiminnan kehittämiseen ja kassavirtojen maksimointiin koko yhtiön toiminnan ajalta, mistä hyödyn korjaavat lähtökohtaisesti residuaaliriskin kantajina osakkeenomistajat.

Palataan vielä lopuksi alussa esitettyyn kapitalismin kritiikkiin. CSV voidaan ymmärtää valistuneen arvonmaksimoinnin ilmaukseksi kapitalismin yhteiskunnallista nykyroolia koskevassa keskustelussa. Se pyrkii kääntämään valistuneen arvonmaksimoinnin astetta konkreettisemmalle liiketalouden kielelle, jossa valistuneen arvonmaksimoinnin oppien yhteyttä tosiasialliseen liiketaloudelliseen menestykseen pyritään hahmottamaan ja jäsentämään. CSV:tä tai sen lähi-ilmiöitä koskeva empiirinen aineisto antaa myös positiivisia viitteitä CSV:n ja myös valistuneen arvonmaksimoinnin sekä yhtiön varallisuusarvon positiivisen kehityksen välisestä korrelaatiosuhteesta. Valistunut arvonmaksimointi on saanut yhä enenevää kannatusta erityisesti institutionaalisten sijoittajien piirissä ja vaikuttanut näin ollen myös yritysjohtajien toimintaan.<sup>346</sup>

Jos valistunut arvonmaksimointi ja CSV tarjoavat selkeitä etuja omistaja-arvon luomiseen yhtiössä, minkä vuoksi CSV-periaatteita ei integroida yhtiöiden toimintaan laajemmin? Aihetta ei voida käsitellä tässä yhteydessä laajemmin, mutta se tarjoaa mahdollisia aiheita lukuisille osin poikkitieteellisille jatkotutkimuksille. Erityisesti tulisi tutkia, mikä liike-elämässä ylläpitää yritysjohtajien toimintahorisontin lyhytnäköisyyttä, jossa yhtiön pitkän aikavälin toiminnan kehittämisen kustannuksella usein painotetaan yhtiön lyhytaikaisten mitareiden, esimerkiksi vuotuisen osakekohtaisen tuloksen merkitystä. Syitä voivat olla esimerkiksi johdon pyrkimys viestittää yhtiön kasvupotentiaalia arvopaperimarkkinoille, johdohenkilöiden ajan puute, lyhyen aikavälin tulosmittareihin tai osakkeen hinnan volatilitettiin sidottu johdon palkitsemisjärjestelmä, johdon hitaus liiketoimintamallien

---

<sup>346</sup> Harper Ho 2010, s. 107.

uudistamisessa, tai osaamisen puute CSV:n edellyttämien uudistusten läpiviemisessä sekä liiketoiminnan ja sidosryhmien hyödyn vuorovaikutuksen mittaamisessa ja arvioinnissa.<sup>347</sup> Toinen potentiaalinen tutkimuskohde on CSV-orientoitunut osakkeenomistaja-aktivismi. Kuten tässä tutkielmassa on esitetty, oikeusjärjestys antaa painostuskeinot CSV:n integroimiseen yhtiön osakkeenomistajille, mutta ei muille sidosryhmille. Yhtiöoikeudellisessa ja liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa voitaisiin selvittää esimerkiksi, kuinka merkittäväksi tekijäksi erityisesti institutionaaliset sijoittajat mieltävät yhtiön pitkän aikavälin toimintaedellytysten säilymisen ja toisaalta millaisin keinoin ja millaisella todennäköisyydellä osakkeenomistajat painostavat yhtiön johtoa turvaamaan yhtiön arvon kehitystä *going concern*.<sup>348</sup> Tässä yhteydessä tulisi tutkia myös osakkeenomistajien sitoutumishorisonttia. Osakkeenomistajien on esimerkiksi EU:n lainsäädäntöyön yhteydessä havaittu joissain määrin pyrkivän lyhytaikaiseen sijoittamiseen ja lyhytaikaiseen tuoton tavoitteluun siitä huolimatta, että yhtiön tulevat kassavirrat kasvattavat osakkeen arvoa nykyhetkessä.<sup>349</sup> Kolmanneksi lainopillisissa jatkotutkimuksissa tulisi tutkia eritellysti sitä, miten jokaisen yksittäisen sidosryhmän intressit vaikuttavat yhtiön etuun ja missä määrin tämä vaikutus riippuu esimerkiksi yhtiön toimialasta. Aineistona tutkimuksissa voitaneen käyttää Yhdistyneissä kuningaskunnissa tuotettua oikeudellista aineistoa ja empiiristä dataa.

Tässä tutkielmassa käsitelty aihepiiri on hyvin laaja eikä sitä ole tilarajoitteiden puitteissa mahdollista käsitellä perinpohjaisesti. Toisaalta tätä tutkielmaa ei ole myöskään siihen tarkoitettu: se on tarkoitettu eräänlaiseksi yhtiön varallisuusarvon rakentumista, valistunutta arvonmaksimointia, CSV:tä sekä näiden toisiinsa liittyviä yhteyksiä havainnollistavaksi viitekehyykseksi, joka auttaa paitsi analysoimaan sidosryhmäyhteistyön ja OYL 1:5:n välistä vuorovaikutussuhdetta, myös tunnistamaan näihin liittyviä yhtiön johdon toimintaa ohjaavia oikeudellisia periaatteita liike-elämässä. Näiden seikkojen merkitys paitsi liike-elämässä myös oikeudellisessa ja yhteiskunnallisessa keskustelussa tulee kasvamaan edelleen 2020-

---

<sup>347</sup> Ks. Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 13–14, Eccles – Ioannou – Serafeim 2014, s. 2853, sekä Bockstette – Pfitzer – Stamp 2013, s. 103. Ks. viimeaikaisesta tutkimuksesta Euroopan komissio 29.7.2020.

<sup>348</sup> Ks. aiemmasta tutkimuksesta esim. Rock 2015, jossa havaittiin jossain määrin institutionaalisten sijoittajien aktiivisuuden kasvaneen yhtiön hallinnossa silloin, kun johdon toimintaan puuttumisen arvioidaan kasvattavan yhtiön arvoa. Puutteellisista kannustimista johtuen kirjoittajat eivät kuitenkaan näe institutionaalisten sijoittajien roolin kasvua vastauksena yhtiön hallinnointia koskeviin ongelmiin. Ks. myös Kay 2012, s. 74. Kriittisestä suhtautumisesta osakkeenomistaja-aktivismiin tehon ks. Armour – Mayer – Polo 2015. Tutkimuksessa havaittiin yhtiöiden mainetappioiden olevan mittavia silloin, kun yhtiön kyseenalainen toiminta vahingoitti sen sijoittajia tai asiakkaita. Kolmansille osapuolille aiheutetut haitat eivät vaikuttaneet lainkaan tai vaikuttivat jopa lievän positiivisesti yhtiöiden markkina-arvoihin.

<sup>349</sup> Ks. esim. KOM(2011) 164.

luvulla, ja *Porterin* ja *Kramerin* teesiä mukaillen kapitalismin tulee tässä keskustelussa osakseen saamastaan kritiikistä selvitäkseen uudistua ymmärtämään yritystoiminnan ja yhteiskunnallisen kehityksen kiinteä sidonnaisuus toisiinsa.

## **LÄHDELUETTELO**

### **VIRALLISLÄHTEET**

#### **Euroopan unioni**

KOM(2011) 164, Vihreä kirja: EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskeva kehys. Euroopan komissio 5.4.2011.

Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance, Final Report. Euroopan komissio 29.7.2020.

#### **Suomi**

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 27/1977 vp.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta 89/1996 vp.

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 109/2005 vp.

Oikeusministeriön Mietintöjä ja lausuntoja 48/2016: Osakeyhtiölain muutostarve: Lausun-  
totiivistelmä.

Valtioneuvoston kanslia, Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja  
2020:39: Selvitys osakeyhtiölain muutostarpeista kilpailukykytekijänä.

#### **Yhdistynyt Kuningaskunta**

The Committee on Corporate Governance, Final Report. Gee Publishing Ltd. 1997.

The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law: Developing the Frame-  
work. A Consultation Document 2000.

Explanatory Notes: Companies Act 2006 (2006 c. 46). [[https://www.legisla-  
tion.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/contents](https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/contents)]

**KIRJALLISUUS**

Aakhus, Mark – Bzdak, Michael, Revisiting the Role of “Shared Value” in the Business-Society Relationship. *Business & Professional Ethics Journal* 31(2) 2012, s. 231–246.

Aarnio, Aulis, Luentoja lainopillisen tutkimuksen teoriasta. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, 2011.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki, Osakeyhtiölaki. WSOY 1997.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki I. Alma Talent 2018. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki II. Alma Talent 2018. (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b)

Allen, David, Retaining Talent: A Guide to Analyzing and Managing Employee Turnover. SHRM Foundation’s Effective Practice Guidelines Series, SHRM Foundation 2008.

Ameer, Rashid – Othman, Radiah, Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations. *Journal of Business Ethics* 108(1) 2012, s. 61–79.

Amihud, Yakov – Mendelson, Haim, Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, *Journal of Financial Economics* 17(2) 1986, s. 223–219.

Armour, John – Gordon, Jeffrey, Systemic Harms and Shareholder Value. *The Journal of Legal Analysis* 6(1) 2014, s. 35–85.

Armour, John – Mayer, Colin – Polo, Andrea, Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(4) 2017, s. 1429–1448.

Attig, Najah – El Ghouli, Sadok – Guedhami, Omrane – Suh, Jungwon, Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics* 117(4) 2013, s. 679–694.

Baron, David, Private Politics, Corporate Social Responsibility, and Integrated Strategy. *Journal of Economics & Management Strategy* 10(1) 2001, s. 7–45.

Barton, Dominic, Capitalism for the Long Term. *Harvard Business Review* 33(2) 2011, s. 84–91.

Barton, Dominic – Manyika, James – Koller, Timothy – Palter, Robert – Godsall, Jonathan – Zoffer, Joshua, Measuring the Economic Impact of Short-Termism. Discussion Paper. McKinsey Global Institute 2017.

Bénabou, Roland – Tirole, Jean, Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica* 77(305) 2010, s. 1–19.

Berk, Jonathan – DeMarzo, Peter, Corporate Finance. Global edition. Pearson 2017.

Berle, Adolf – Means, Gardiner, The Modern Corporation and Private Property. Macmillan 1933.

Bird, Ron – Hall, Anthony – Momentè, Francesco – Reggiani, Francesco, What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market?. *Journal of Business Ethics* 76(2) 2007, s. 189–206.

Blair, Margaret – Stout, Lynn, A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review* 85(2) 1999, s. 248–328.

Bockstette, Valerie – Pfitzer, Marc – Stamp, Mike, Innovating for Shared Value. *Harvard Business Review* 91(9) 2013, s. 100–107.

Bodie, Zvi – Kane, Alex – Marcus, Alan, Investments. McGraw Hill Higher Education 2014.

Bonini, Sheila – Swartz, Steven, Profits with Purpose: How Organizing for Sustainability Can Benefit the Bottom Line. McKinsey on Sustainability & Resource Productivity July 2014.

Borglund, Tommy – De Geer, Hans – Sweet, Susanne – Frostenson, Magnus – Lerpold, Lin – Nordbrand, Sara – Sjöström, Emma – Windell, Karolina, CSR Och Hållbart Företagande. Sanoma Utbildning 2017.

Crane, Andrew – Palazzo, Guido – Spence, Laura – Matten, Dirk, Contesting the Value of “Creating Shared Value”. *California Management Review* 56(2) 2014, s. 130–153.

Deakin, Simon, Regulatory Competition Versus Harmonisation in European Company Law. Working Paper. Centre for Business Research, University of Cambridge 2000.

DeAngelo, Harry – DeAngelo, Linda – Skinner, Douglas, Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance* 3(2–3) 2008, s. 95–287.



Dembek, Krzysztof – Singh, Prakash – Bhakoo, Vikram, Literature Review of Shared Value: A Theoretical Concept or a Management Buzzword?. *Journal of Business Ethics* 137(2) 2016, s. 231–267.

Dyck, Alexander – Zingales, Luigi, Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance* 59(2) 2004, s. 537–551.

Easterbrook, Frank – Fischel, Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press 1996.

Eccles, Robert – Ioannou, Ioannis – Serafeim, George, The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science* 60(11) 2014, s. 2835–2857.

Eccles, Robert – Krzus, Michael, *The Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*. John Wiley & Sons 2015.

Eccles, Robert – Serafeim, George, The Performance Frontier. *Harvard Business Review* 91(5) 2013, s. 50–60.

Eklund, Klas, *Vår ekonomi: en introduktion till samhällsekonomin*. Studentlitteratur 2013.

Elhauge, Einer, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*. *New York University Law Review* 80(3) 2005, s. 733–869.

Ernst & Young LLP, *Tomorrow's Investment Rules 2.0*, 2015.

Farre-Mensa, Joan – Michaely, Roni – Schmalz, Martin, *Payout Policy*. Paper No. 1227. Ross School of Business 2014. [<https://ssrn.com/abstract=2400618>]

Ferreira, Abrantes – Avila, Gonçalves – Dias de Faria, Marina, Corporate Social Responsibility and Consumers' Perception of Price. *Social Responsibility Journal* 6(2) 2010, s. 208–221.

Freeman, Edward – Harrison, Jeffrey – Wicks, Andrew, *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*. Yale University Press 2007.

French, Derek – Mayson, Stephen – Ryan, Christopher, *Mayson, French & Ryan on Company Law*. 2016–2017 edition. Oxford University Press 2016.

Friede, Gunnar – Busch, Timo – Bassen, Alexander, ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5(3) 2015, s. 210–233.

Friedman, Milton, *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press 1962.

Garcia-Castro, Roberto – Ariño, Miguel – Canela, Miguel, Over the Long-Run? Short-Run Impact and Long-Run Consequences of Stakeholder Management. *Business & Society* 50(3) 2011, s. 428–455.

Goddard, Robert, *Modernising Company Law. The Government's White Paper*. The Modern Law Review Limited 66(3) 2003, s. 402–424.

Goss, Allen – Roberts, Gordon, The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance* 35(7) 2011, s. 1794–1810.

Hainmueller, Jens– Hiscox, Michael, *Buying Green? Field Experimental Tests of Consumer Support for Environmentalism*. Working Paper 2015. [[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2062429](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2062429)]

Hansmann, Henry, *The Ownership of Enterprise*. The Belknap Press of Harvard University Press 1996.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier, *The End of History for Corporate Law*. Yale Law School Working Paper 2000.

Harper Ho, Virginia, 'Enlightened Shareholder Value': Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide. *Journal of Corporation Law* 36(1) 2010, s. 59–112.

Hemmo, Mika, *Vahingonkorvausoikeus*. WSOYpro 2005.

Hurst, Rosey – Murdoch, Hilary– Gould, Daniella, *Changing Over Time: Tackling Supply Chain Labour Issues Through Business Practice*. Impactt Limited 2005. [<https://impacttlimited.com/wp-content/uploads/2017/01/ImpacttOvertimeReport-1.pdf>]

Ikäheimo, Seppo – Malmi, Teemu – Walden, Risto, *Yrityksen laskentatoimi*. Alma Talent Oy 2019.

Immonen, Raimo – Villa, Seppo, *Osakeyhtiön varojen käyttö*. Alma Talent 2019.

Jensen, Michael, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance* 14(3) 2001, s. 8–21.

Jensen, Michael – Meckling, William, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4) 1976, s. 305–360.

Jiang, Bin – Koller, Timothy, How to Choose Between Growth and ROIC. McKinsey on Finance Fall 2007, s. 19–22.

Johnson, Simon – La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei, Tunneling. *The American Economic Review* 90(2) 2000, s. 22–27.

Kahan, Marcel, Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds. *Northwestern University Law Review* 89(2) 1995, s. 565–622.

Kaisanlahti, Timo, Minority Shareholders in the Finnish System of Corporate Governance. ETLA Keskusteluiheita - Discussion papers 2002.

Kanda, Hideki, Debtholders and Equityholders. *Journal of Legal Studies* 21(2) 1992, s. 431–448.

Kay, John, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making. Final Report 2012.

Key, Andrew, Ascertaining the Corporate Objective: An Entity Maximisation and Sustainability Model. *Modern Law Review* 71(5) 2008, s. 663–698.

Key, Andrew, The Duty to Promote the Success of the Company: Is it Fit for Purpose? Working Paper. University of Leeds School of Law, Centre for Business Law and Practice 2010. [<https://ssrn.com/abstract=1662411>]

Key, Andrew, The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance. Routledge 2012.

Khan, Mozaffar – Serafeim, George – Yoon, Aaron, Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. Working Paper. Harvard Business School 2015.

Koller, Tim – Goedhart, Marc – Wessels, David, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. University edition. Wiley 2015.

Koski, Pauli, Yritysvastuu - yrityssopu. *Lakimies* 1982, s. 307–315.

Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard, Osakeyhtiölaki selityksin: 2, Luvut 10–16. Lakimiesliiton kustannus 1991.

Kraakman, Reinier – Armour, John – Davies, Paul – Enriques, Luca – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Pargendler, Mariana – Ringe, Wolf-Georg – Rock, Edward, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press 2017.

Kramer, Mark – Pfitzer, Marc, *The Ecosystem of Shared Value*. *Harvard Business Review* 94(10) 2016, s. 80–89.

Krueger, Alan – Mas, Alexandre, *Strikes, Scabs and Tread Separations: Labor Strife and the Production of Defective Bridgestone/Firestone Tires*. *Journal of Political Economy* 112(2) 2004, s. 253-289.

Kyläkallio, Juhani, *Vakuuden antaminen toisen konserniyhtiön vastuista*, s. 229–241 teoksessa Björne, Lars – Kairinen, Martti – Tuomisto, Jarmo, *Sopimus, vastuu, velvoite: Juhla-julkaisu Ari Saarnilehto 1947 - 21/11 - 2007*. Turun yliopisto, Oikeustieteellinen tiedekunta 2007.

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle, *Osakeyhtiö: I-II*. Edita 2017.

Lautjärvi, Kari, *Välipääomarahoitusinstrumentit*. Talentum 2015. [<https://verkkokirjailly.almatalent.fi/teos/16ju424441>]

Lautjärvi, Kari, *Yhtiön etu yhtiön johdon päätöksissä ja toimissa*. Alma Talent 2017.

Lindholm, Tomas – Storå, Jakob, *Begreppet corporate benefit i finsk aktiebolags- och insolvensrätt*. *JFT* 4/2010, s. 405–421.

Lintner, John, *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. *Review of Economics and Statistics* 47(1) 1965, s. 13–37.

Lydenberg, Steve – Rogers, Jean – Wood, David, *From Transparency to Performance: Industry-Based Sustainability Reporting on Key Issues*. The Hauser Center for Nonprofit Organizations at Harvard University 2010.

Mackey, John – Sisodia, Raj, *Conscious Capitalism: Liberating the Heroic Spirit of Business*. Harvard Business Review Press 2014.

Mähönen, Jukka, *Lähipiiritransaktiot uuden osakeyhtiölain mukaan*. *Oikeustieto* 2007/3, s. 23–25.

Mähönen, Jukka, *Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus*. Edita 2009.

Mähönen, Jukka, Ei-taloudellinen informaatio ja corporate governance. *Defensor Legis* 4/2013, s. 566–578.

Mähönen, Jukka – Johnsen, Guðrún, *Law, Culture and Sustainability: Corporate Governance in the Nordic Countries*, s. 218–231 teoksessa Sjøfjell, Beate – Bruner, Christopher (toim.), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press 2019.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Tärkeät päätökset ja toimivalta osakeyhtiössä. *Lakimies* 1/2011, s. 3–18.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, *Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus*. Talentum Media 2014.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, *Osakeyhtiö I: Yleiset opit*. Talentum Media 2015.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, *Osakeyhtiö III: Corporate Governance*. Alma Talent 2019.

Mäntysaari, Petri, *Osakeyhtiö toimijana*. WSOY Lakitieto 2002.

Mäntysaari, Petri, Mitä etua yhtiön johdon on edistettävä? *Defensor Legis* 4/2013, s. 579–596.

Margolis, Joshua – Walsh, James, *Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business*. *Administrative Science Quarterly* 48(2) 2003, s. 268–305.

Markowitz, Harry, *Portfolio Selection*. *Journal of Finance* 7(1) 1952, s. 77–91.

Marson, James – Ferris, Katy, *Business Law*. Oxford University Press 2015.

Michaely, Roni – Allen, Franklin, *Payout Policy*. SSRN 2002. [<https://ssrn.com/abstract=309589>]

Millon, David, *Enlightened Shareholder Value, Social Responsibility, and the Redefinition of Corporate Purpose Without Law*. Washington & Lee Legal Studies Research Paper Series 2010. [<https://ssrn.com/abstract=1625750>]

Modigliani, Franco – Miller, Merton, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *American Economic Review* 48(3) 1958, s. 261–297.

Modigliani, Franco – Miller, Merton, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, *Journal of Business* 34(4) 1961, s. 411–433.

- Mossin, Jan, Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica* 34(4) 1966, s. 768–783.
- Nenova, Tatiana, The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. *Journal of Financial Economics* 68(3) 2003, s. 325–351.
- Nyström, Patrik – Rajavuori, Mikko, Yritysvastuu ja yhtiön etu Arctia Shipping -tapauksen valossa. *Lakimies* 5/2014, s. 695–718.
- Ogden, Stuart – Watson, Robert, Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Shareholder and Customer Interests in the U.K. Privatized Water Industry. *Academy of Management Journal* 42(5) 1999, s. 526–538.
- Orlitzky, Marc – Schmidt, Frank – Rynes, Sara, Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies* 24(3) 2003, s. 403–441.
- Pargendler, Mariana, The Corporate Governance Obsession. *Journal of Corporation Law* 42(2) 2016, s. 359–402.
- Piketty, Thomas, Pääoma 2000-luvulla. Suom. Ollila, Marja – Tillman-Leino, Maarit – Jäntti, Markus. Into 2016.
- Pönkä, Ville, Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. *Lakimies* 1/2013, s. 21–34. (Pönkä 2013a)
- Pönkä, Ville, Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. *Lakimies* 2/2013, s. 215–229. (Pönkä 2013b)
- Pönkä, Ville, Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Talentum Media 2014.
- Porter, Michael – Kramer, Mark, Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review* 84(12) 2006, s. 78–92.
- Porter, Michael – Kramer, Mark, Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, vol. 89(1/2) 2011, s. 62–77.
- Rasinaho, Vesa, Yhtiön etu ja sen sivuuttaminen kokonaan omistetussa tytäryhtiössä. *Defensor Legis* 4/2013, s. 550–565.
- Rochlin, Steve – Bliss, Richard – Jordan, Stephen – Yaffe Kiser, Cheryl, Project ROI: Defining the Competitive and Financial Advantages of Corporate Responsibility and Sustainability. IO Sustainability 2015.

Rock, Edward, Institutional Investors in Corporate Governance, teoksessa Gordon, Jeffrey – Ringe, Wolf-Georg (toim.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford University Press 2015.

Saarnilehto, Ari – Annola, Vesa, *Sopimusoikeuden perusteet*. Talentum 2018.

Salo, Marika, *Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu*. Talentum 2015.

Savela, Ari, Oikeustapauksia, KKO 1997:110. *Lakimies* 1997/8, s. 1275–1286.

Savela, Ari, *Vahingonkorvaus osakeyhtiössä*. Talentum 2015.

Schneider, Thomas, Is Environmental Performance a Determinant of Bond Pricing? Evidence from the U.S. Pulp and Paper and Chemical Industries. *Contemporary Accounting Research* 28(5) 2011, s. 1537–1561.

Sedbom, Sakari, Sisäpiiritiedon määritelmä ja sisäpiiritiedon määrittäminen yritysjärjestelyssä. *Lakimies* 6/2017, s. 838–863.

Sharpe, William, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance* 19(3) 1964, s. 425–442.

Shleifer, Andrei – Vishny, Robert, A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52(2) 1997, s. 737–783.

Sillanpää, Matti – Koski, Pauli, *Yhtiöoikeus*. WSOYpro 2020. [<https://fokus.almatalent.fi/teos/DADBGXGTBF>]

Sjåfjell, Beate – Mähönen, Jukka, Upgrading the Nordic Corporate Governance Model for Sustainable Companies. *European Company Law* 11(2) 2014, s. 58–62.

Sjöström, Emma, *Hållbara investeringar: Om ansvar, risk och värde på finansmarknaden*. Sanoma Utbildning 2014.

Skog, Rolf, Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen. *Svensk Juristtidning* 2015, s. 11–19.

Stout, Lynn, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler Publishers, Incorporated 2012.

Sunder, Shyam, *Regulatory Competition among Accounting Standards within and*

across International Boundaries. *Journal of Accounting and Public Policy* 21(3) 2002, s. 219–234.

Talley, Eric, On the Demise of Shareholder Primacy (or, Murder on the James Trains Express). *Southern California Law Review* 75(5) 2002, s. 1211–1216.

Taxell, Lars Erik, *Ansvar och ansvarsfördelning i aktiebolag*. Åbo Akademi 1963.

Toiviainen, Heikki, Yrityksen yhteiskuntavastuu ja corporate governance, s. 389–435 teoksessa Kolehmainen, Esa, *Business Law Forum* 2004. Edita Publishing Oy 2004.

Treynor, Jack, *Toward a Theory of the Market Value of Risky Assets*. 1962. [<https://ssrn.com/abstract=628187>]

Vahtera, Veikko, *Osakeomistuksen riski ja sääntely*. CC Lakimiesliiton kustannus 2011.

Villa, Seppo, Oikeustapauskommentti KKO 2003:33. *Oikeustieto* 2003/3, s. 5.

Villa, Seppo – Tarasti, Lauri, *Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö*. Alma Talent Oy 2018.

Vitaliano, Donald, Corporate Social Responsibility and Labor Turnover. *Corporate Governance International Journal of Business in Society* 10(5) 2010, s. 563–573.

Whelan, Tensie – Fink, Carly, *The Comprehensive Business Case for Sustainability*. *Harvard Business Review Digital Articles* 2016, s. 2-8.

Williamson, Oliver, Corporate Governance. *The Yale Law Journal* 93(7) 1984, s. 1197–1230.

Witold, Hennisz – Dorobantu, Sinziana – Nartey, Lite, *Spinning Gold: The Financial Returns to Stakeholder Engagement*. *Strategic Management Journal* 35(12) 2014, s. 1727–1748

## **OIKEUSKÄYTÄNTÖ**

### **Euroopan unionin tuomioistuin**

Markus Geldl vastaan Daimler AG, Unionin tuomioistuimen tuomio (toinen jaosto) 28.6.2012, C-19/11.



**Korkein oikeus**

KKO 1974 II 9

KKO 1982 II 191

KKO 1991:46

KKO 1991:122

KKO 1991:123

KKO 2000:69

KKO 2003:33

KKO 2005:141

KKO 2006:90

KKO 2012:65

KKO 2015:104

KKO 2015:105

KKO 2018:19

**Supreme Court of Delaware**

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984)

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000)

**United States Supreme Court**

Basic Inc. v. Levinson (485 US, 224, 1988)

**MUUT LÄHTEET**

BlackRock, Letters to CEO. [<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>] (3.8.2020)

Business Roundtable, Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’. [<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>] (19.8.2019)

Financial Times, FT sets the agenda with new brand platform. [<https://aboutus.ft.com/en-gb/announcements/ft-sets-the-agenda-with-new-brand-platform/>] (16.9.2019)

Fortune, Change the World. [<https://fortune.com/change-the-world/>] (30.7.2020)

The Guardian, Firms ignoring climate crisis will go bankrupt, says Mark Carney. [<https://www.theguardian.com/environment/2019/oct/13/firms-ignoring-climate-crisis-bankrupt-mark-carney-bank-england-governor>] (13.10.2019)

Neste Oyj – Tilinpäätöstiedote 2019. [[https://ir-service.appspot.com/view/ahBzfmlyLXNlcnZpY2UtaHJkchsLEg5GaWxlQXR0YWNobWVudBiAgNC9567zCAw?language\\_no=1](https://ir-service.appspot.com/view/ahBzfmlyLXNlcnZpY2UtaHJkchsLEg5GaWxlQXR0YWNobWVudBiAgNC9567zCAw?language_no=1)] (7.2.2020)