

Osakkeenomistajan ja sijoittajan tiedonsaantioikeus

Näkökulmana yhtiön vieraasta pääomasta saatavat tiedot

Anne Oravainen
Projekti: Osakeyhtiön rahoitus ja
yritysjärjestelyt
Ohjaaja: Seppo Villa
Syksy 2013

HELSINGIN YLIOPISTO – HELSINGFORS UNIVERSITET – UNIVERSITY OF HELSINKI

Tiedekunta/Osasto – Fakultet/Sektion – Faculty/Section Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos – Institution – Department	
Tekijä – Författare – Author Anne Oravainen			
Työn nimi – Arbetets titel – Title Osakkeenomistajan ja sijoittajan tiedonsaantioikeus. Näkökulmana yhtiön vieraasta pääomasta saatavat tiedot.			
Oppiaine – Läroämne – Subject Kauppaoikeus			
Työn laji – Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma (OTM)		Aika – Datum – Month and year 10.11.2013	Sivumäärä – Sidoantal – Number of pages XVI + 106 s.
Tiivistelmä – Referat – Abstract <p>Yksinkertaistettuna sijoituspäätökset tehdään sen perusteella mitä tiedetään liikkeeseenlaskijasta, arvopaperista ja markkinoista. Tämän informaation perusteella sijoittajat tekevät oletuksen arvopaperin arvon kehityksestä. Tällainen ajatusmalli kuvastaa sitä, että arvopaperimarkkinat perustuvat saatavilla olevaan informaatioon ja ilman sitä markkinat eivät voi toimia tehokkaasti ja luotettavasti.</p> <p>Vieraan pääoman määrä vaikuttaa yhtiön kykyyn jakaa varoja sekä arvopaperin arvostukseen. Varoja jaettaessa vieras pääoma huomioidaan tase- ja maksukykyystesteissä. Yhtiö ei voi jakaa varoja, jos tämä vaarantaa yhtiön maksukykyisyyden. Osakkeenomistajilla on viimesijainen tila maksuunsaantijärjestyksessä ja siksi he kantavat suuremman riskin kuin esimerkiksi velkojat. Mikäli sijoittaja ei tunne yhtiön maksukykyisyyttä, tämä ei voi arvioida tekemäänsä sijoitusta oikein ja sijoittajalle voi muodostua ennakoimaton riski.</p> <p>Kotimaisessa sääntelyssä tiedonsaantioikeutta turvataan erityisesti arvopaperimarkkinalaissa. Arvopaperimarkkinalaki määrää muun muassa säännöllisestä ja jatkuvasta tiedonantovelvoitteesta. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus käsittää tilinpäätösinformaation sekä osavuosikatsaukset. Jatkuvan tiedonantovelvoitteen perusteella yhtiöiden on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Lähtökohtaisesti tämän määräyksen tulisi turvata se, että vieraasta pääomasta annetaan riittävästi informaatiota, koska velkarahoituksen ehdoilla voi olla hyvinkin konkreettinen merkitys arvopaperin arvoon, jos tieto julkaistaisiin. Erityisesti kovenanttiehtoihin voi lukeutua sellaisia ehtoja, jotka voivat vaikuttaa yhtiön kykyyn jakaa varoja. Käytännössä vieraasta pääomasta annetaan kuitenkin hyvin vähän informaatiota ja tämä on suuri puute. Tilannetta voisi kehittää esimerkiksi määräämällä tietojen laajemmasta antamisesta pörssin säännöissä tai hallinnointikoodissa.</p> <p>Tilinpäätöstä voidaan pitää yhtenä keskeisimpänä informaation lähteenä. Sen merkitys on vähentynyt osavuosikatsauksista ja säännöllisestä tiedonantovelvoitteesta johtuen. Tilinpäätös antaa informaation yhtiön velkarahoituksen kokonaismäärästä sekä tämän kokonaiskustannuksesta. IFRS:n myötä tilinpäätöksen liitetiedot voivat sisältää enemmän informaatiota vieraan pääoman ehdoista, kuin mitä kotimainen kirjanpitolaki määräisi annettavaksi. Tilintarkastajan roolina on toimia osakkeenomistajan agenttina ja varmistaa se, että tilinpäätös antaa oikean ja riittävän kuvan.</p> <p>Osakkeenomistajalla on oikeus osallistua yhtiökokoukseen ja käyttää kyselyoikeuttaan. Kyselyoikeuden avulla saadaan melko vähän uutta informaatiota, koska oikeus on rajoitettu yhtiökokouksessa käsiteltäviin asioihin. Velkarahoituksesta päättäminen ei normaalisti sisälly yhtiökokouksen toimivaltaan. Sen sijaan yhtiökokous päättää tilinpäätöksen vahvistamisesta. On kuitenkin epäselvää, kuinka pitkälle yksittäiseen tase-erään ja siihen liittyvään sopimukseen kyselyoikeus voi ulottua.</p> <p>Tiedonsaantioikeus on tehokkain keino suojautua päämies-agenttiongelmalta. Osakkeenomistaja saa turvaa päämies-agenttiongelmasta vastaan myös osakeyhtiölain oikeusperiaatteiden kautta. Johdon tulee toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti ja edistää huolellisesti yhtiön etua. Periaatteista johtuen johto ei voi opportunistisesti ajaa omaa etuaan.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords Osakkeenomistajan tiedonsaantioikeus, sijoittajansuoja, vieras pääoma, arvopaperimarkkinalaki			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited Helsingin yliopiston pääkirjasto			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information Ohjaaja: Seppo Villa			

SISÄLLYSLUETTELO

LÄHTEET	V
Kirjallisuus	V
Jatkuva päivitteiset onlineteokset:.....	XI
Internet	XII
Virallislähteet	XIII
Kotimaiset oikeustapaukset.....	XIV
Finanssivalvonnan ja rahoitustarkastuksen hallinnolliset päätökset	XV
Ulkomaiset oikeustapaukset	XV
 LYHENTEET	 XV
 1 Johdanto	 1
1.1 Tutkielman aihepiiri ja kysymyksen asettelu	1
1.2 Tutkimuksen tavoite	2
1.3 Aiheen rajaus	2
1.4 Metodit.....	4
1.5 Lähteet ja rakenne.....	6
 2 Luotettavan tiedon merkitys osakkeenomistajalle ja yhtiölle	 8
2.1 Epäsymmetrinen informaatio ja sen sääntelytarve	8
2.2 Merkitys oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta.....	12
2.2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi	16
 3 Päämies-agenttiteoria ja tiedonsaantioikeus	 20
3.1 Osakkeenomistajien ja johdon välinen agenttisuhte.....	22
3.2 Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välinen agenttisuhte.....	26
3.3 Agenttikustannukset	27
 4 Vieras pääoma	 28
4.1 Vieraan pääoman etusija.....	28
4.1.1 Tasetesti.....	29
4.2 Vierasta vai omaa pääomaa?	29
4.2.1 Pääomalaina	31
4.3 Lyhyesti lähipiirilainoista	31

5	Tiedonsaantioikeus osakeyhtiölain perusteella.....	33
5.1	Tiedonsaantioikeuteen liittyvät oikeusperiaatteet.....	33
5.1.1	Yhtiön toiminnan tarkoitus.....	34
5.1.2	Yhdenvertaisuusperiaate.....	35
5.1.3	Johdon tehtävä.....	38
5.1.4	Osakkeenomistajan rajoitetusta riskistä lyhyesti.....	40
5.2	Yhtiökokous.....	41
5.2.1	Osakkeenomistajan oikeus saada haluamansa asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi.....	43
5.2.2	Kyselyoikeus.....	44
5.3	Tilintarkastus.....	47
5.3.1	Vähemmistötilintarkastaja ja erityinen tilintarkastus.....	51
6	Tiedonsaantioikeus arvopaperimarkkinalain perusteella	53
6.1	Uusi arvopaperimarkkinalaki.....	53
6.2	Pörssin säännöt ja tarkoitus.....	54
6.2.1	Yleissäännöt ja periaatteet.....	55
6.3	Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.....	57
6.4	Esitteessä annettavat tiedot.....	58
6.5	Jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	60
6.5.1	Huolehtimistapa.....	65
6.5.2	Julkaisemisajankohta ja -tapa.....	66
6.6	Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden suhde vieraasta pääomasta annettaviin tietoihin.....	69
6.7	Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.....	72
6.7.1	Osavuosikatsaus.....	73
6.7.2	Säännöllisesti annettavien tietojen julkaisemisajankohta.....	74
6.8	Corporate Governance.....	75
6.9	Rikoslaki vahvistaa arvopaperimarkkinalakia.....	77
7	Yhtiön tilinpäätös informaation lähteenä	80
7.1	Oikeat ja riittävät tiedot.....	80
7.2	IFRS-standardit parantavat informaation tasoa.....	82
7.3	Oman ja vieraan pääoman välinen rajanveto kirjanpidossa.....	84
7.3.1	Pääomalainan kirjaaminen.....	86
8	Oikeusvertailua.....	88
8.1	Tiedonsaantioikeus Yhdysvalloissa.....	90

8.1.1	Securities Act	92
8.1.2	Securities Exchange Act.....	93
8.1.3	Sarbanes-Oxley Act.....	94
8.1.4	The Conference Board of Recommendations	95
9	Tiedonantovelvollisuus osingonjakamista rajoittavista kovenanttiehdoista	96
9.1	Kovenanttiehdoista lyhyesti	96
9.2	Osingonjakamisen periaatteista	97
9.3	Voitonjaosta päättäminen	98
9.3.1	Vähemmistöosinko.....	99
9.4	Tiedonantovelvollisuus kovenanttiehdoista	100
10	Yhteenveto.....	102

LÄHTEET

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY, Helsinki 1989.

Af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölain kommentaari II. Talentum, Helsinki 2003.

Ahtola, Jussi: Kovenanttien käyttö sekä siihen liittyvät yhtiöoikeudelliset ja sopimusoikeudelliset ongelmat. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen vuosikirja 2002, s. 5-70.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki 1. Talentum, Helsinki 2007.

Akerlof, George A.: The Market for "Lemons" Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84. no. 3 (August), 1970, s. 488-500.

Andersson, Jan – Pehrson, Lars: Likhetsprincipen och generalklausulerna Teoksessa Svernlöv, Carl: Aktiebolagslagen minoritetsskydd. Jure, Västerås 2008.

Annola, Vesa Antero: Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Turun yliopisto, Turku 2005.

Berglöf, Erik: Capital structure as a mechanism of control – a comparison of financial systems. Teoksessa Aoki, Masahiko – Gustafsson, Bo – Williamson, Oliver E.: *The firm nexus of treaties*. Sage, Lontoo 1990, s. 237-262.

Black, Bernard S.: The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *University of California Los Angeles Law Review*, vol 48, 2001, s. 781-855.

Budlong, Scott: WorldCom puts due diligence in the spotlight. *IFLR* May 2005, s. 25-28.

Burke John JA: Re-examining Investor Protection in Europe and the US. *Murdoch University Electronic Journal of Law*, 16(2), 2009, s. 1-37.

Cahn, Andreas – Donald, David C: Comparative company law. Cambridge University Press 2010.

Chiu Iris: Securities Intermediaries in the Internet Age and the Traditional Principal-Agent Model of Regulation: Some Observations from the EU's Markets in the Financial Instruments Directive. *Journal of International Commercial Law and Technology*, Vol. 2, Issue 1, 2007, s. 38-46.

Coase, Ronald Harry: The Problem of Social Cost. *The Journal of Law & Economics*, Vol. III, October, 1960, s. 1-44.

Coffee, John C Jr.: Law and the Market: The Impact of Enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, no. 2, 2007, s. 229-311.

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*. Harward University Press, Cambridge 1998.

Fama, Eugene F: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, vl. 25. No. 2, May, 1970, s. 383-417.

Ferrillo, Paul A. – Dunbar, Frederick C. – Tabak, David: The “Less Than” Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-Market Cases. *St. John's Law Review* vol 78.81, 2004, s. 81-129.

Hansen, Jesper-Lau: On the independence of directors in the Nordic countries – where the shareholder is king. Teoksessa Andersen, Paul Krüger –Clausen, Nis Jul –Skog, Rolf: *Shareholder conflicts*. Forlaget Thomson, Kööpenhamina 2006.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier R.: What is Corporate Law? Teoksessa Kraakman Reinier R. – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. - Kanda, Hideki – Rock, Edward B.: *The Anatomy of Corporate Law – A comparative and Functional Approach*. Oxford University Press, Oxford 2004(a), s. 1-19.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier R.: Agency Problems and Legal Strategies. Teoksessa Kraakman Reinier R. – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. - Kanda, Hideki – Rock, Edward B.: The Anatomy of Corporate Law – A comparative and Functional Approach. Oxford University Press, Oxford 2004(b), s. 21-31.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier R.: The Basic Governance Structure. Teoksessa Kraakman Reinier R. – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. - Kanda, Hideki – Rock, Edward B.: The Anatomy of Corporate Law – A comparative and Functional Approach. Oxford University Press, Oxford 2004(c), s. 21-31.

Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier: The end of history for corporate law. Georgetown law journal vol. 89, 2001, s. 439-468.

Hemmo, Mika: Pankkioikeus. Talentum, Helsinki 2001.

Hertig, Gerard– Kraakman, Reinier R. – Rock, Edward: Issuers and Investor Protection. Teoksessa Kraakman Reinier R. – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. - Kanda, Hideki – Rock, Edward B.: The Anatomy of Corporate Law – A comparative and Functional Approach. Oxford University Press, Oxford 2004, s. 193-214.

Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Helsingin yliopisto Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17, Helsinki 2011.

Huovinen, Sakari: Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Suomalainen lakimiesyhdistys, Jyväskylä 2004.

Husa, Jaakko: Valkoista yksisarvista pyydystämässä vai mörköä paossa – oikeaa oikeusvertailua? Lakimies 5/2010, s. 700-718.

Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalainen lakimiesyhdistys, Vammala 2006.

Häyrynen, Janne: Pörssiväärinkäytökset. Helsingin kamari, Hämeenlinna 2009.

Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa, Seppo: Osakeyhtiön pääoman hallinta. Talentum, Helsinki 2011.

Jensen, Michael: Some Anomalous Evidence Requiring Market Efficiency. *Journal of Financial Economics* 6/1978, s. 95-101.

Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksessä. Edita, Helsinki 1999.

Kaisanlahti, Timo – Jänkälä, Markku – Björklund, Mika: Kirjanpito-oikeus. Edita, Helsinki 2009.

Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki. Talentum, Helsinki 2001.

Knuts, Mårten: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Talentum, Helsinki 2011.

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. WSOY, Helsinki 2004.

Kuusinen, Miki: Näkökohtia strukturoiduista instrumenteista ja sijoittajansuojasta. *Defensor Legis* No 2/2008, s. 255-267.

Kyläkallio, Juhani – Iiro, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Edita, Helsinki 2008.

La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei: What Works in Securities Laws? *Vol LXI* No. 1, 2006, s. 1-32.

La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei – Vishny, Robert: Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58 (2000), s. 3-27.

Lautjärvi, Kari: Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona. *Lakimies* 7-8/2011, s. 1341-1362.

Lautjärvi, Kari: Suomalaisen osakeyhtiön välipääomarahaus. Defensor Legis 1/2009, s. 75-80.

Leppiniemi, Jarmo: IFRS – Johdon käsikirja. WSOY, Juva 2003.

Mähönen, Jukka: Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus. Edita, Helsinki 2009.

Mähönen, Jukka: Tilintarkastaja väärinkäytösten paljastajana. Defensor Legis 4/2008, s. 584-605.

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

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo: Osakeyhtiölaki käytännössä. Helsinki, 2006.

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

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I, yleiset opit. WSOYpro, Helsinki 2006a.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II, pääomarakenne ja rahoitus. WSOYpro, Helsinki 2006b.

Oravainen, Anne: KHO:2012:112 – Vakuusluovutuksen verokohtelusta. Lakimies 7-8/2013, ilmestyy myöhemmin.

North, Gill – Buckley, Ross P.: A Fundamental Re-examination of Efficiency in Capital Markets in Light of the Global Financial Crisis. UNSW Law Journal 33(3), s. 714-744.

Paredes, Troy A.: Symposium Foreward – After the Sarbanes Oxley Act: The Future of the Mandatory Disclosure System. Washington University in St. Louis School of Law. Faculty Working Papers Series, Paper no. 03-10-04, October 2003.

Rainio, Elina: Osakeyhtiölain vaikutukset sijoittajan suojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen. Suomen Pankin tutkimus, Keskustelualoitteita 16/2006.

Rock, Edward – Kanda, Hideki – Kraakman, Reinier: Significant Corporate Actions. Teoksessa Kraakman Reinier R. – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. - Kanda, Hideki – Rock, Edward B.: The Anatomy of Corporate Law – A comparative and Functional Approach. Oxford University Press, Oxford 2004, s. 131-155.

Rudanko, Matti: Is there Scope for the Protection of the Weaker on Financial Markets? Juridiska Förening I Finland 3-4/2009, s. 532-544.

Rudanko, Matti: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus, Helsingin yliopiston Kansainvälisen talousoikeuden instituutin julkaisuja, Helsinki 1998.

Spamann, Holger: The “Antidirector Rights Index” Revisited. The Review of Financial Studies, vol. 23, issue 2, 2010, s. 467-486.

Stray Ryssdal, Anders C.: Legal Realism and Economics as Behaviour: A Scandinavian Look at Economic Analysis of Law. Juridisk Forlag AS, Oslo 1995.s

Tikka, Kari S.: Verojärjestelmän ja vero-oikeuden haasteet vuosituhaten vaihtuessa. Lakimies 1998/6-7 s. 1152-1163.

Timonen, Pekka: Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Talentum, Helsinki 2000.

Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Kauppakaari Oy, Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1997.

Toivonen, Antti: Law and Economics, Mitä se on? Lakimies 6/2000, s. 960-969.

Turtiainen, Matti: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy, Helsinki 2004.

Tuori, Kaarlo: Kriittinen oikeuspositivismi. SanomaPro, Helsinki 2000.

Vahtera, Veikko: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2011.

Vihanto, Martti: Rationaalisuusoletuksen valinta oikeustaloustieteessä. Oikeus 2006 (35); 2, s. 225-240.

Villa, Seppo: Pääomalaina ja uusi osakeyhtiölaki. Teoksessa Tuomisto, Jarmo (toim.): Sopimus, vastuu ja velvoite. Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto, Turun yliopisto 2007, s. 457-467.

Villa, Seppo: Pääomalainaan liittyvistä uudistuksista. Oikeustieto 5/2006, s. 17-20.

Villa, Seppo: Velkojan asema osakeyhtiössä. Talentum, Helsinki 2003.

Villa, Seppo: Välipääomarahoitus. Kauppakaari, Helsinki 2001.

Villa, Seppo: Pääomalaina. Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoisista lainoista Suomessa. Kauppakaari, Helsinki 1997.

Välimäki, Olli: Kovenantteihin perustuvan pankkirahoituksen riskienhallinta. Defensor Legis 4/2010 s. 464-478.

Wuolijoki, Sakari: Pankin neuvontavastuu. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2009.

Jatkuva päivitteiset onlineteokset:

Saarnilehto, Ari – Annola, Vesa – Hemmo, Mika- Karhu, Juha – Kartio, Leena - Tammi-Salminen, Eva – Tolonen, Juha – Tuomisto, Jarmo – Viljanen, Mika: Varallisuus oikeus. 2012. Saatavilla SanomaPro.

Internet

Finanssivalvonta: Sanktiot, tutkintapyynnöt ja väärinkäyttöepäilyt. 1.10.2013. Saatavilla: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tilastot/sanktiot/Pages/Default.aspx>.

Holmstrom, Bengt – Kaplan, Steven N.: The State of U.S Corporate Governance: What's right and What's wrong? Finance Working Paper no. 23/2003, September 2003. Saatavilla: http://ssrn.com/abstract_id=441100.

Kawamoto, Dawn: Google says Playboy article could be costly. CNET News 13.8.2004. Saatavilla: http://news.cnet.com/Google-says-Playboy-article-could-be-costly/2100-1030_3-5308657.html.

Mähönen, Jukka: The Finnish Position on Corporate Governance. Edilex 2010. Saatavilla: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/8064>.

Määttä, Kalle: Sääntelyteoria – pelkkää teoriaa vai sovelluksia? Optula 2005. Saatavilla: <http://www.optula.om.fi/Etusivu/Julkaisut/Yleisentutkimusyksikonjulkaisut/1215523705148>.

NASDAQ OMX: Rules & Regulations. The NASDAQ OMX Group 2013(b). Saatavilla: <http://www.nasdaqomx.com/nordicrules/#>.

Nyström, Patrik: Corporate Governance –suositusten sitovuus: Pörssiyhtiön hallituksen jäsenen vastuu hallinnointikoodin toimeenpanosta. Pro gradu –tutkielma, Turun Yliopisto. Saatavilla: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/7462>.

Ribstein, Larry E.: Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. Illinois Law and Economics Working Papers Series, working paper no LE02-008, 2002. Saatavilla: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=332681.

Sarkar, Deepa: Securities Exchange Act of 1934 (Exchange Act). Cornell University Law School. 2013. Saatavilla:

http://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934.

Securities Exchange Commission: The laws that govern the securities industry. 2013. Saatavilla: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

Securities Exchange Commission: Form 8-K. 2012. Saatavilla: <http://www.sec.gov/answers/form8k.htm>.

Securities Exchange Commission: Important Information About EDGAR. 2010. Saatavilla: <http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>.

Toiviainen, Heikki: ”Oikeat ja riittävät tiedot” (”True and Fair View”) tilinpäätöksessä – Tiedon ja valvonnan ongelmista erityisesti pörssiyhtiössä. Edilex 2002. Saatavilla: <http://www.edilex.fi/artikkelit/657>.

Valtiovarainministeriö: EU:n uudet sijoituspalvelusäännökset voimaan 1.11.2007: Uusia sijoituspalveluja luvanvaraisiksi. Tiedote 105/2007. Saatavilla: http://www.vm.fi/vm/fi/03_tiedotteet_ja_puheet/01_tiedotteet/20071025EUnuud/name.jsp

Virallislähteet

HE 4/2013	Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi
HE 32/2012	Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi
HE 109/2005	Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi

HE 137/2004	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta
HE 157/1988	Hallituksen esitys eduskunnalle Arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi
HE 254/1998	Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä
2002/590/EY	Komission suositus 2002/590/EY, annettu 16. toukokuuta 2002, tilintarkastajan riippumattomuuden peruseriaatteista EU:ssa
NASDAQ OMX	NASDAQ OMX Helsinki Oy: Pörssin säännöt 1.7.2013(a).

Rahoitustarkastuksen (nyk. Finanssivalvonta) standardi 5.2a: Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto, määräykset ja ohjeet

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi. Corporate Governance 2010. Arvopaperimarkkinayhdistys Ry 15.6.2010.

Kotimaiset oikeustapaukset

KKO 1981 II 48

KKO 1985 II 58

KKO 1991:125

KKO 1992:98

KKO 1997:188

KKO 1999:80

KKO 2001:36

KKO 2003:33

KKO 2006:110

Helsingin HO 5.1.2007

Helsingin HO 5.7.2007

Helsingin HO 31.10.2008

Helsingin HO 18.6.2009

Helsingin HO 11.6.2010

KKO 2013:53

Finanssivalvonnan ja rahoitustarkastuksen hallinnolliset päätökset

26.5.2005 - VieL/6/2005: Rata antoi Nokia Oyj:lle julkisen huomautuksen tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä

3.3.2008 - VieL/3/2008: Ratalta julkinen varoitus Cencorpille tiedonantovelvollisuuden laiminlyönneistä

2.9.2010 – 12/2010: Fivalta julkinen huomautus Honkarakenne Oyj:lle säännöllisen tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä

Ulkomaiset oikeustapaukset

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

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
Avoimuusdirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval system
Esitedirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviin 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä
FD	Fair Disclosure

HE	Hallituksen esitys
Komission esiteasetus	Euroopan komission asetus (EY) N:o 809/2004 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta
MAD	Sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY
MiFID	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY kumoamisesta
OYL	Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
RahKL	Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (14.12.2012/748)
SEC	U.S Securities Exchange Commission
US GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (United States)
TTL	Tilintarkastuslaki (13.4.2007/459)
VOYL	Vanha osakeyhtiölaki (734/1978)

1 Johdanto

1.1 Tutkielman aihepiiri ja kysymyksen asettelu

Oikeusjärjestelmissä on omaksuttu kuusi erilaista lähestymistapaa sijoittajan suojaamiseksi. Nämä ovat 1) tiedonantovelvollisuus, 2) instituutioiden, yhtiöiden, meklareiden ja järjestäytyneiden välittäjien toiminnan sääntely, 3) petosten estäminen, 4) yksityisoikeudellinen sääntely, 5) sijoittajien vakuutusjärjestelmät sekä 6) rikosoikeudellinen sääntely. Tämä työ käsittelee tiedonsaantioikeutta, jota voidaan myös pitää keskeisimpänä sijoittajan suojaamistapana.¹ Tutkimuksen aiheena on osakkeenomistajan ja sijoittajan tiedonsaantioikeus, jonka osalta huomioidaan erityisesti yhtiön vieraasta pääomasta saatavaan tietoon liittyvät ongelmakohdat. Informaation antamista koskeva sääntely on hajautunutta² ja tästä johtuen on käsiteltävä useita eri lakeja. Aiheen käsittely edellyttää, että saadaan kokonaiskuva yhtiön informaatiovelvollisuudesta ja näin ollen on käsiteltävä osakeyhtiölakia, kirjanpitolakia, arvopaperimarkkinalakia, viranomais määräyksiä sekä itsesääntelyä koskevia suosituksia.

Se miksi käsittelen nimenomaan vierasta pääomaa, perustuu ongelmälähtöiseen ajatteluun. Työn aihe pohjautuu yksittäiseen oikeusongelmaan, jota käsittelen tämän lopputyön viimeisessä kappaleessa. Tämä yksittäinen kysymys koskee yhtiöiden velkasopimuksia ja niiden kovenanttiehtoja. Kovenanttiehdoista ja vieraasta pääomasta sopii normaalisti yhtiön hallitus lainantajan kanssa. Nämä kovenanttiehdot voivat sisältää osingonjakorajoituksista, joilla voi olla osakkeenomistajalle suuri merkitys. Tällaisella rajoituksella puututaan vahvasti osakkeenomistajan oikeuksiin. Mikäli osakkeenomistaja ja sijoittaja eivät saa tällaisesta rajoituksesta tietoa, ei heillä ole täyttä käsitystä sijoituksensa arvosta, koska he eivät tunne yhtiön osingonmaksukykyä. Tiedonsaantioikeuden ohella rajoitus voi olla ristiriidassa myös vähemmistöosinkoa koskevan sääntelyn kanssa. Jotta tätä kysymystä voidaan itsessään tarkastella, on tarkasteltava yhtiön tiedonantovelvollisuutta kokonaisuutena.

Yhtiön jakaessa varoja turvataan vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Tähän vaikuttavat niin tasetesti kuin maksukykyisyydesti, eli yhtiö ei voi jakaa varoja siten, että tämä vaaran-

¹ Burke 2009, s. 10.

² Mähönen 2009a, s. 185.

taa maksukykyisyytensä. Tästä johtuen osakkeenomistajien on erityisen tärkeää käsittää kuinka paljon yhtiössä on tätä varojenjakamistilanteessa etusijalla olevaa velkarahoitusta. Ongelmalliseksi asian tekee se, ettei osakkeenomistaja tai sijoittaja kuitenkaan aina saa täyttä kuvaa vieraasta pääomasta, koska osa informaatiosta ei siirry heille. Tässä kohdataan kaksi olennaista asiaa eli informaatio asymmetria ja päämies-agenttisuhte, jotka ovat keskeisiä asioita aihetta käsiteltäessä. Sijoittajan ja osakkeenomistajan on olennaista tietää yhtiön varallisuustilanne, jotta he voivat rationaalisesti arvioida heidän sijoituksen arvon säilymistä sekä mahdollisesti arvioida sijoituksen suuruuden.

Tässä työssä pyrin vastaamaan seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

- Mitä tietoa osakkeenomistaja ja sijoittaja saavat yhtiöstä ja sen vieraasta pääomasta? Ja toisaalta mitä tietoa he eivät saa?
- Mikä on yhtiön johdon rooli päämies-agenttiteorian valossa ja miten fidusiaarivoitteet vaikuttavat tiedonantamiseen osakkeenomistajille?
- Miten tiedonsaantioikeus eroaa Suomessa ja Yhdysvalloissa?
- Saako osakkeenomistaja tietoa lainan kovenanttiehdoista?

1.2 Tutkimuksen tavoite

Tutkimuksen tavoitteena on luoda selkeä kuva siitä millainen on osakkeenomistajan oikeus saada informaatiota yhtiöstä ja erityisesti tämän vieraasta pääomasta. Tämän osalta halutaan kuvata eri lakien tuottama oikeus ja näiden turvin julkaistava tieto, joka on osakkeenomistajan ja mahdollisesti myös sijoittajan saatavilla. Eri lakien esittely ja läpikäyminen on hyvin pitkälti käytännönläheistä ja oikeusdogmaattista. Lakien taustalla olevia tarpeita pyritään lähestymään ja kuvaamaan teoreettisemmin. Tällä halutaan antaa tietoa siitä miksi lait on säädetty ja miksi ne ovat tärkeitä markkinoiden toimivuuden kannalta.

1.3 Aiheen rajaus

Olen päättänyt käsitellä aihetta päämies-agenttiteorian valossa. Valinta on tyypillinen, koska sen valossa informaatio-ongelmasta on kirjoitettu paljon. Päämies-agenttisuhteissa puhutaan informaatio-ongelmasta, joka perustuu kätkeytyyn informaatioon. Toisin sanoen johdolla ja määräävillä osakkeenomistajilla on käytössään sellaista informaatiota, jota ei

ole osakkeenomistajien tai ainakaan vähemmistön tiedossa ja jota ei myöskään heille paljasteta. Nämä osakkeenomistajat kykenevät ainoastaan näkemään saavutetun lopputuloksen.³ Tätä voidaan pitää jonkinlaisena ongelman peruskuvauksena. Tästä johtuen olen myös valinnut teorian. Tiedonsaamisoikeus on osakkeenomistajan ja yhtiön johdon sekä toisaalta vähemmistöosakkaan ja enemmistöosakkaan välinen ongelma. Tällöin korostuu päämies-agenttiteorian mukainen relaatio vähemmistöosakkeenomistajien ja enemmistöosakkeenomistajien välillä ja toisaalta yhtiön ja osakkaiden välillä sekä osakkaiden ja johdon välillä⁴.

Aiheen käsittely edellyttää sitä, että aluksi on hahmotettava mikä on osakkeenomistajan tiedonsaantioikeus, mitä tietoja yhtiön on annettava osakkeenomistajalle ja vasta tämän jälkeen voidaan keskittyä nimenomaan siihen kysymykseen miten tämä suhtautuu nimenomaisesti vieraasta pääomasta saatavaan tietoon.

Olen rajannut työn ulkopuolelle sisäpiiriaseman väärinkäyttötilanteet. Kyseisillä tilanteilla voi selvästi havaita olevan vaikutusta osakkeenomistajan asemaan, mutta vaikka kyse on informaatio asymmetriasta, ei sisäpiirintiedon käytöllä ole kovin vahvaa suoraa vaikutusta osakkeenomistajan oikeuteen saada tietoja siitakin huolimatta, että sisäpiirintiedon väärinkäytöllä tarkoitetaan nimenomaan kiellettyä informaatioetua⁵. Työn ulkopuolelle on rajattu myös välittäjän tiedonantovelvollisuus. Käsittelen tässä työssä lähtökohtaisesti vain osakkeisiin liittyviä liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuuksia. Useimmat tiedonantovelvollisuusmääräykset koskevat osakkeiden ohella vastaavasti myös muita arvopapereita, mutta näihin muihin arvopapereihin voi liittyä myös joitakin omia määräyksiään. Näitä en tässä työssä käsittele. Kun tässä työssä puhun arvopaperista, tarkoitan lähtökohtaisesti aina pörssi-yhtiön osakkeita. Tämä rajaus kannattaa pitää mielessä luettaessa tätä työtä ja tarvittaessa mahdolliset määräykset muunlaisen arvopaperin osalta kannattaa tarkastaa muista lähteistä. Esimerkiksi voidaan mainita, että osakkeiden osalta pörssin säännöissä on laajemmat tiedonantovelvoitteet kuin esimerkiksi joukkovelkakirjojen osalta.

Tässä työssä sijoittajalla tarkoitan yhtiön osakkeita hankkinutta osakkeenomistajaa, mutta osapuolta joka harkitsee osakkeiden hankintaa. Käyttämäni sijoittaja käsite sisältää siis

³ Mähönen 2009a, s.25.

⁴ Timonen 2000, s. 4.

⁵ Knuts 2011, s. 9.

osakkeenomistajan, mutta tästä huolimatta käytän sijoittaja ja osakkeenomistaja termejä myös rinnakkain korostaakseni yhtiöön jo sijoittaneen osakkeenomistajan ja yhtiön ulkopuolella olevan sijoittamista harkitsevan osapuolen informaation saannin eroa.

1.4 Metodit

Pääasiallinen metodini tässä työssä lainoppi, jonka osalta sovellan erityisesti oikeuslähdeoppia ja tulkintatraditiota. Lainoppi on selvästi pääasiallinen metodi tämän tyyppisessä työssä, koska kyse on oikeudellisen tekstin tulkinnasta. Lainoppi tutkii oikeusnormeja ja niiden ajatussisältöjä. Eräinä lainopillisina keinoina on pidetty muun muassa sanamuodon mukaista tulkintaa, vertailevaa tulkintaa (oikeusvertailu) ja teleologista tulkintaa. Lainoppia pidetään metodologisesti lähinnä teleologian eksegeesin ja dogmatiikan sekä kirjallisuuden tutkimuksen kaltaisten humanististen tulkintatieteiden lähisukulaisena.⁶

Aulis Aarnio katsoo, että oikeuslähdeopissa painotetaan lainsäätäjän asemaa ja jaetaan oikeuslähteet vahvasti velvoittaviin (laki ja maantapa), heikosti velvoittaviin (lain valmistelutyöt ja tuomioistuin ratkaisut) sekä sallittuihin oikeuslähteisiin (oikeustiede)⁷. Kaarlo Tuori on kritisoinut oikeuslähdeoppia siitä, ettei tämä kykene riittävästi huomioimaan oikeusperiaatteiden roolia. Tämän lisäksi Tuori on kritisoinut maan tapaa itsenäisenä oikeuslähteenä oikeuspositivistisesta näkökulmasta.⁸ Oikeuslähdeopin kannalta nyt käsillä olevassa työssä tulee erityisesti huomioitavaksi lainsäädännön ja perus- ja ihmisoikeuksien (Euroopan ihmisoikeussopimus ja perustuslaki) ensisijaisuus. Tässä tulee käsiteltäväksi myös oikeusperiaatteet. Tällä käsittelyllä pyrin täyttämään aukon, jonka Tuori katsoo olevan Aarnion oikeuslähdeopissa. Maantapa ei sen sijaan tässä työssä tule kovin merkittävästi esiin. Lisäksi käsitelen Euroopan unionin lainsäädäntöä. Tutkittavana olevan kohteen sääntelyssä korostuu myös markkinoiden itsesääntely, eli pörssin ja Finanssivalvonnan säännöt sekä ohjeet, joiden asema oikeustieteessä on mielenkiintoinen.

Tässä työssä pyrin systematisoimaan oikeuskysymyksen ympärille liittyvää oikeutta. Tämä johtaa siihen, että työ käsittää useita eri oikeudenaloja. Tämä työ ei siis ole pelkästään arvopaperimarkkinaoikeudellinen, vaan käsitelen oikeuskysymystä myös osakeyhtiölain ja

⁶ Hirvonen 2011, s. 36, 39-40

⁷ Aarnio 1989, s. 220

⁸ Tuori 2000, s. 175.

kirjanpitolain näkökulmasta ja jonkin verran myös sopimusoikeuden ja informaatio-oikeuden näkökulmasta. Arvopaperimarkkinalaki ei itsessään myöskään sijoitu jollekin yhdelle tietylle oikeudenalalle, sillä ennen arvopaperimarkkinalain säätämistä kyseinen oikeudenalalla oli yhteydessä velvoite-, sopimus- ja kauppaoikeuteen, erinäisiin lakeihin sekä yhtiöoikeuteen⁹. Aiheen käsittelytapana voidaan pitää myös yritysoikeudellisena. Yritysoikeudelliselle tutkimukselle on tyypillistä oikeudenalat ylittävän näkökulman käyttäminen ja pyrkimys tuottaa kokonaiskäsitys kysymykseen liittyvästä sääntelystä. Yritysoikeudelliselle näkökulmalle on tyypillistä, että hahmotetaan yhtiön edut ja eri toimenpiteisiin vaikuttavat riskit.¹⁰

Pyrin tässä työssä hyödyntämään myös oikeusvertailua. Yksittäisten tapausten ja lakien vertaaminen ei tee tutkimuksesta vielä oikeusvertailevaa. Tämä on perinteinen väärinkäsitys oikeusvertailevasta tutkimuksesta, sillä usein esitetään virheellisesti, että kyse on oikeusvertailevasta tutkimuksesta, kun kyse on normilähtöisestä esityksestä. Lainopissa vieraan oikeuden tarkastelu jää argumentaatiotuen tasolle, kun taas vaativammassa vertailevassa oikeustieteessä voidaan tulkita esimerkiksi miten oikeusjärjestelmissä käytetään erilaisia argumentaatiokäsitteitä oikeuskulttuurin ymmärtämiseksi. Husan mukaan tutkijat tekevät helposti asemointivirheen, jolloin he näkevät oman työnsä oikeusvertailevaksi, vaikka kyse on tavallisesta lainopista, jossa hyödynnetään vierasta oikeutta. Tällaisessa tutkimuksessa oikeusvertailu on lähinnä koristeen roolissa, jolla täydennetään tutkimusta.¹¹ Pyrin tässä työssä valottamaan eri valtioiden arvopaperimarkkinalakien ohella tapahtuneiden muutosten perusteita sekä arvopaperimarkkinoiden kehitystä ja näin ollen päästä tekemään varsinaista oikeusvertailevaa tutkimusta. On kuitenkin selvää, ettei tämän tasoissa työssä voida mennä kovin syvälle esimerkiksi oikeuskulttuuriin. Tästä johtuen on todennäköistä, ettei työtä voi nähdä kovin syväluotaavasti oikeusvertailevana, vaan ennemmin kansainvälisenä oikeusdogmatiikkana. En kuitenkaan näe kovin suurta ongelmaa siinä, että työ jäisi tälle tasolle, koska myös tällainen oikeusdogmaattinen vertailu on mielestäni oikeustieteellisesti arvokasta.

Edelleen pyrin hyödyntämään oikeustaloustieteen metodologiaa käsitellessäni tiedonsaannin merkitystä osakkeenomistajalle ja toisaalta yhtiölle itselleen. Oikeustaloustiedettä voidaan

⁹ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005, s. 2.

¹⁰ Immonen – Ossa – Villa 2011, s. 2.

¹¹ Husa 2010, s. 709, 711.

pitää myös sääntelyteorian alaisuuteen kuuluvana, koska sääntelyteorialla tarkoitetaan voimassaolevan lainsäädännön tarkoituksenmukaisuuden kriittistä analysoimista ja tutkimussuuntausta, jonka puitteissa tehdään suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi. Sääntelyteoriaan sisältyy usein sekä de lege lata- ja de lege ferenda –tutkimus.¹² Tässä työssä en tule esittämään ehdotuksia lainsäädännön kehitykselle, eli työni ei ole käsitä oikeustaloustieteelle tyypillistä de lege ferenda –tutkimusosaa. Sen sijaan oikeustaloustieteellisessä osiossa pyrin perustelemaan sitä miksi osakkeenomistajan ja sijoittajan oikeutta tietoon tulee turvata lainsäädännöllä ja toisaalta mitkä hyödyt tiedonantamisesta on eri osapuolille.

1.5 Lähteet ja rakenne

Aluksi haluan tuoda esiin miksi osakkeenomistajalle ja sijoittajalle on erityisen tärkeää saada tietoa yhtiön vieraasta pääomasta, yhtiöstä sekä arvopaperista. Tässä yhteydessä käsittelem aluksi epäsymmetrisen informaation ongelmaa sekä päämies-agenttiteorian mukaista hallituksen ja osakkeenomistajan suhdetta. Käsittelem tässä yhteydessä lyhyesti myös enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajan suhdetta, koska joissakin pörssiyhtiöissä myös tämä suhde aiheuttaa ongelmia, koska enemmistöosakkeenomistaja saa usein enemmän tietoa yhtiöstä, vaikka tämä on lähtökohdiltaan yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista. Osiossa käydään lävitse aihetta teorioiden valossa, joten lähteinä toimivat teorioita kuvaavat perusteokset. Erityisesti korostuu oikeustalousteoreettinen ajattelutapa. Osiossa tulee esiin erityisesti ulkomaiset lähteet.

Tämän käsittelyn jälkeen siirryn oikeusdogmaattiseen osioon. Käyn lävitse osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain ja kirjanpitolain mukaisen tiedonantovelvollisuuden sekä sen miten nämä turvaavat tiedonsaantioikeuden yhtiön vieraasta pääomasta. Tässä osiossa lähteinä ovat erityisesti voimassaolevat lait, hallituksen esitykset sekä oikeustapaukset. Käsittelem myös Euroopan unionin oikeuslähteiden vaikutuksen kotimaiseen oikeuteen, joka näkyy erityisesti uudessa arvopaperimarkkinalaissa.

Viimeinen osio koostuu oikeusvertailevasta ja ongelmalähtöisestä osiosta. Oikeusvertailevassa osiossa pohditaan sitä miten edellisessä osiossa esitelty suomalainen lainsäädäntö eroaa yhdysvaltalaisesta. Yhdysvallat on otettu vertailumaaksi, koska sitä voidaan pitää

¹² Määttä 2005, s. 19.

rahoitusmarkkinoilla useassa suhteessa esimerkkinä. Euroopan unionin oikeuden kautta kotimaiseen oikeuteen on omaksuttu asioita Yhdysvalloista. Ongelmalähtöisessä osiossa paneudutaan tämän aiheen innoittajana olleeseen yksittäiseen oikeuskysymykseen osakkeenomistajan oikeudesta saada tietoja velkasopimusten kovenanttiehdoista. Asian osalta yritän tehdä poikkileikkauksen myös teoriaosaan ja yhdistää tämän yksittäisen ongelman kautta punaiset langat yhteen. Kirjoituksen viimeistelee yhteenveto.

2 Luotettavan tiedon merkitys osakkeenomistajalle ja yhtiölle

Normaalit kotitaloudet sijoittavat enenevässä määrin varojaan yhtiöiden osakkeisiin, joko suoraan tai erilaisten rahastojen kautta. Koska sijoittajien ammattimaisuuden aste on laske-
nut, on tiedonantovelvollisuuden merkitys saanut uusia ulottuvuuksia. Tiedonantovelvolli-
suus on erityisen tärkeää piensijoittajille. Sijoittajien kannalta on tärkeää, että he saavat
sijoituskohteesta oikeaa informaatiota oikeaan aikaan, jotta nämä voivat varautua erinäisiä
riskejä vastaan. Ilman riittävää informaatiota sijoittajat eivät uskalla tehdä lainkaan sijoit-
uspäätöstä. Toisaalta myös liian tiukka sääntely on haitallista, koska se aiheuttaa liialliset
kustannukset yhtiöille.¹³ Sääntelyn tarve markkinoilla perustuu hyvin pitkälti informaation
epätäydellisyyden ja transaktiokustannusten aiheuttamien tappioiden vähentämiseen. Näi-
den asioiden merkitys on ymmärrettävä, jotta käsitetään miksi yhtiöille on laissa asetettu
muun muassa tiedonantovelvollisuus.¹⁴ Edelleen on syytä havaita, että luotettavan infor-
maation tarjoamista pidetään yhtenä arvopaperimarkkinoiden tehtävänä. Tämän tehtävän
täyttäminen johtaa siihen, että arvopaperimarkkinainstituutiota voidaan pitää tehokkaana ja
oikeudenmukaisena.¹⁵ Yhtenä mielenkiintoisena näkökulmana voidaan myös esittää, että
osakkeenomistajat ja velkojat tarvitsevat erityisen suurta suojaa yhtiön väärinkäytöksiä
vastaan. Osakkeenomistajien tarve suojalle on suurempi kuin esimerkiksi yhtiön työnteki-
jöiden, koska työntekijät ovat jatkuvasti hyödyllisiä yhtiöille, kun taas osakkeenomistajat
ovat hyödyllisiä vain rahoittaessaan yhtiötä, joten heidän etujaan voidaan tästä johtuen
helpommin polkea. Mikäli tilanne olisi se, ettei yhtiön ulkopuolisia osapuolia, kuten osak-
keenomistajia, lainkaan suojattaisi, johtaisi tämä siihen, että yhtiön johto voisi vapaasti
”varastaa” yhtiön varat. Järkevä sijoittaja ei tällaisessa tilanteessa lainkaan sijoittaisi varo-
jaan yhtiön osakkeisiin.¹⁶

2.1 Epäsymmetrinen informaatio ja sen sääntelytarve

Suuri osa markkinoiden häiriöistä ja väärinkäytöksistä johtuu markkinoiden epätäydellises-
tä tai epätasapuolisesti jakautuneesta informaatiosta ja sen hyväksikäytöstä. Väärinkäytök-
set on pyritty estämään lainsäädännön avulla. Listayhtiöiden osakkeenomistajilla, tai mah-

¹³ Turtiainen 2004, s. 12.

¹⁴ Vahtera 2011, s. 46.

¹⁵ Vahtera 2011, s. 67.

¹⁶ La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer – Vishny 2000, s. 4, 6.

dollisilla sijoittajilla, ei voi olla yhtiöstä samoja tietoja kuin mitä yhtiön johdolla on. Informaatioasymmetria johdon sekä osakkeenomistajien ja sijoittajien välillä aiheutuu osittain siitä, etteivät listayhtiöt voi kilpailullisista syistä julkaista kaikkea informaatiota markkinoille.¹⁷ Yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välinen informaatio epäsymmetria liittyy läheisesti päämies-agenttiteoriaan, jota käsittelem erikseen luvussa 3.

Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä on pitkälti kysymys informaatioasymmetrian tasoittamisesta. Tasoittamisessa saattavat törmätä yhtiön ja toisaalta sijoittajien edut. Markkinoilla noteeratuilla yhtiöillä on yleinen velvollisuus informoida sijoittajia yhtiön toimintaan liittyvistä olennaisista seikoista. Tätä voidaan kuitenkin rajoittaa yhtiön edun ja toiminnan turvaamisen perusteella.¹⁸ Sääntelyteknisesti epätasapainon hyväksikäyttämistä on rajoitettu nimenomaisilla tiedonantovelvollisuuksilla tai asettamalla sopimuksen pätevyyden edellytykseksi yleisiä kriteereitä, joilla pyritään turvaamaan sopimustasapaino. Tiedonantovelvollisuuden laiminlyöminen voi johtaa erilaisiin sopimusoikeudellisiin ja arvopaperimarkkinaoikeudellisiin seuraamuksiin. Arvopaperimarkkinoilla käytävä kaupankäynti eroaa kuitenkin tiedonantovelvollisuuden osalta perinteisestä sopimusoikeudellisesta tiedonantovelvoitteesta. Esimerkiksi kaupankäynnin jälkeinen tiedonantovelvollisuus ei tule arvopaperimarkkinoilla kyseeseen kuin erittäin poikkeuksellisissa tilanteissa. Muutoinkin myyjän ja ostajan välillä ei ole tiedonantovelvoitetta, eivätkä myyjä ja ostaja yleensä ole edes tietoisia toistensa henkilöllisyydestä.¹⁹

Markkinoiden ja siellä noteerattujen arvopapereiden hinnanmuodostuksen tehokkuus edellyttää julkistetun informaation luotettavuutta, laadukkuutta sekä kattavuutta. Jos markkinoilla saatavilla oleva tieto on luotettavaa ja laadukasta, vähentää tämä yhtiön toimintaan liittyvien riskien yllätyksellisyyttä pienentämällä informaatioasymmetriaa markkinoiden ja yhtiön välillä. Tehokkaasti informoidut markkinat kykenevät hinnoittelemaan arvopaperikohtaiset riskitekijät tehokkaammin, jolloin sijoituskohteesta maksettava riskipremio on pienempi ja hinnanmuodostus luotettavampaa. Riskien arviointi ja hinnoittelu sekä tätä kautta rationaalisten sijoituspäätösten tekeminen on mahdollista ainoastaan, jos markki-

¹⁷ Häyrynen 2006, s.25.

¹⁸ Häyrynen 2006, s. 28-29.

¹⁹ Annola 2005, s. 75-76. Ks. myös Ferrillo – Dunbar – Tabak 2004, s. 86 , jossa tuodaan esiin yhdysvaltalainen oikeustapaus *Basic v. Levinson*. Tapauksessa tuomioistuimien totesi, ettei perinteinen sopimusoikeudellinen petos tule samalla tavalla tulkittavaksi pörssissä käytävissä arvopaperikaupoissa toteamalla seuraavaa: "[t]he modern securities markets, literally involving millions of shares changing hands daily, differ from the face-to-face transactions contemplated by early fraud cases, and our understanding of Rule 10b-5's reliance requirement must encompass these differences."

noilla määräytyvissä hinnoissa on voitu mahdollisimman tehokkaasti huomioida kaikki olennainen tieto.²⁰

Yhtiön tiedonantovelvollisuuden tavoitteina voidaan pitää laajasti ymmärrettynä sijoittajien suojaamista, riskien pienentämistä, opportunistisen ja epäoikeudenmukaisen hyötymisen estämistä sekä luottamuksen säilyttämistä. Listayhtiön tiedonantovelvollisuuden tavoitteina voidaan pitää 1) suojelutavoitetta, 2) tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoitetta, 3) riittävien ja oikeiden tietojen tavoitetta, 4) virheellisten tietojen leviämisen estämistavoitetta sekä 5) markkinoiden tehostamistavoitetta.²¹ Suojelutavoitteeseen sisältyy sijoittajien suojeleminen parempaa tietoa omaavien markkinaosapuolten epäreilulta hyötymiseltä, vaikka tavoite ei sinällään ota kantaa siihen ketä suojellaan. Suojelu kohdistuu siihen, että sijoittajat saavat informaation samanaikaisesti. Tiedon hankkimiskustannusten alentuminen koituu erityisesti sijoittajan hyödyksi, mutta tästä hyötyvät markkinat kokonaisuutena, kun markkinoille syntyy luottamus markkinoiden toimivuudesta. Markkinoiden luotettavuus edellyttää yhdenvertaisuuden turvaamista mahdollisimman pitkälti ja toisaalta etuoikeutetussa asemassa olevan hyötymisen rajoittamista.²² Erityisesti suojelutarve koskee piensijoittajia. Suuremmat institutionaaliset sijoittajat kykenevät resurssiensa, taitojensa sekä omien riskinhallintamenetelmien ansiosta varautumaan tehokkaammin riskeihin.²³ Informaatioepätasapainoon suhtautuminen riippuu hyvin vahvasti siitä mikä on osapuolten markkina-asema, asiantuntijuustaso, mahdollisuus epätasapainon poistamiseen ja mikä on sopimustyyppi²⁴.

Sopimusoikeudellisesti tiedonantovelvollisuuden elementeiksi ovat muodostuneet informaatiorelevanssi, informaatiokanava sekä informaatioasema. Informaatiorelevanssin osalta huomioidaan mitä etua informaatio synnyttää. Informaatiokanava puolestaan liittyy sen määrittämiseen, mistä tarkastelun kohteena oleva tieto on saatu ja mistä se on saatavissa. Eri osapuolilla voi olla erilaiset edellytykset informaation saamiseksi. Kuitenkin, jos kaikilla on yhtäläiset mahdollisuudet hyödyntää samaa informaatiokanavaa, ei toisen sopi-

²⁰ Häyrynen 2006, s. 31. Ks. myös HE 157/1988, s.24.

²¹ Huovinen 2004, s. 7-8, 396.

²² Huovinen 2004, s. 6-8. Timonen 1997, s. 188. Knuts 2011, s. 10.

²³ Häyrynen 2006, s. 34. On myös selvää, että ammattimaisilla sijoittajilla on usein taloudellisesti parempi riskinkantokyky (Vahtera 2011, s. 51). Toisaalta piensijoittajat voivat turvautua riskeiltä sijoittamalla erilaisen rahastojen kautta, joissa sijoittamista harjoitetaan ammattimaisesti. Tällöin uhkana voi kuitenkin olla rahastoyhtiön ja sijoittajan välinen informaatioepäsymmetria ja toisaalta rahaston ja sijoittajan väliseen agenttisuhteeseen liittyvät intressiristiriidat. (Turtiainen 2004, s. 65-66.)

²⁴ Annola 2005, s. 76.

musosapuolen tarvitse antaa tätä informaatiota toiselle osapuolelle. Esimerkiksi julkaistujen pörssitiedotteiden tai osavuosikatsausten osalta tietoja ei tarvitse antaa, koska nämä ovat tasapuolisesti kaikkien saatavilla yleisten informaatiokanavien kautta. Kolmas tiedonantovelvollisuuden elementti on informaatioasema, jonka puitteissa tarkastellaan informaatioedun omaavan henkilön suhdetta kyseiseen informaatioon. Tällaisia tilanteita ovat erityisesti ne, joissa toinen osapuoli omaa sellaista informaatiota, jota toisella ei ole siksi, että kyse on esimerkiksi liikesalaisuudesta. Tällaisessa tilanteessa on arvioitava sitä, onko informaation hyväksikäyttöoikeus moitittavaa vai ei. Velvollisuus informaatioedun tasapainottamiseen on perustettavissa siihen, että vastapuolella ei ole mahdollisuutta kyseisen tiedon hankkimiseen samalla tavoin kuin vastapuolella. Tarkastelussa on hyvä havaita, että lähtökohtana on, että tiedon hyväksikäyttö on sallittua ja toisaalta kyseisen edun poistaminen vaatii erityisiä perusteita. Lisäksi on ymmärrettävää, että tiedonantovelvollisuus koskee vain kohteen ominaisuuksia, ei osapuolen tarkoitusperiä.²⁵

Osakkeenomistajalla on erityisen suuri tarve saada oikeaa informaatiota erityistilanteissa, kuten yrityskauppa- ja yritysjärjestelytilanteissa.²⁶ Näihin liittyy myös osakeyhtiölaissa määrätty suurempi tiedonantovelvollisuus. Tämä perustuu siihen, että yritysjärjestelyt voivat aiheuttaa suurempia riskejä yhtiön liiketoiminnalle. Ankaralla informaatiovelvollisuudella on merkitystä muutostilanteissa myös siinä, että osakkeenomistajan on punnittava erilaisia vaihtoehtoja muutostilanteissa. Nämä vaihtoehdot ovat lähinnä osakkeiden pitäminen tai exit-oikeuden käyttäminen. Suurta merkitystä tiedolla on myös päätettäessä erinäisistä asioista yhtiökokouksissa. Osakkeenomistajan on kyettävä muodostamaan mielipiteensä rationaalisesti saadun informaation perusteella.²⁷

Kuten edellä esitetystä voidaan päätellä, informaatioepäsymmetriasta seuraa sääntelylle kaksi keskeistä tehtävää, joiden tarkoituksena on täydellisen informaation puuttumisesta seuraavien tehokkuustappioiden pienentäminen. Näitä ovat:

²⁵ Annola 2005, s. 77-85, 88. Ks. myös KKO 1985 II 58, jossa A, B ja C myivät osakkeensa E:lle hintaan 120 mk kappale. Osakkeet eivät olleet julkisen kaupankäynnin kohteena. Yhtiölle oli tehty osakekannasta ostotarjous, joka oli 750 mk osakkeelta. A, B ja C eivät olleet tietoisia tarjouksesta. Osakkeiden myyjä oli E, jota kaupassa edusti F, joka oli kohdeyhtiön hallituksen jäsen. F oli tietoinen myyjien tietämättömyydestä. Tässä tilanteessa E:n oli kunnianvastaista ja arvotonta vedota osakekauppaan. Keskeistä ratkaisussa oli se, ettei tieto ollut saatavilla yleisten informaatiokanavien kautta. Lisäksi osapuolten informaatioasemat olivat erilaisia ja näin ollen E:llä oli hallussaan sellaista tietoa, jonka käyttöä voitiin pitää moitittavana.

²⁶ Huovinen 2004, s. 295-296.

²⁷ Vahtera 2011, s. 367-368.

- A) Informaation tuottamisen sääntely. Tällä pienennetään epätäydellisen informaation haittoja asettamalla arvopaperin liikkeellelaskijalle tietyt pakottavat standardit tiedon tuottamiseksi.
- B) Informaatioepäsymmetrian tehokkuustappioiden pienentäminen. Tällä tarkoitetaan rajoituksia enemmän informaatiota omaavien tahojen mahdollisuuksille hyödyntää tätä informaatiota heikommassa asemassa olevien kustannuksella (sisäpiirintiedon hyväksikäyttämisen kieltä).²⁸

2.2 Merkitys oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta

Oikeustaloustiede joutuu yksinkertaistamaan asioita. Tämä koskee niin sanottua neoklassisen taloustieteen teorian pohjalla olevia ideaalimaailman mallia, jossa toimijat, käyttäytyminen, instituutiot ja markkinat nähdään mahdollisimman yksinkertaisessa muodossa niin sanottuna täydellisten markkinoiden ympäristönä.²⁹ Erityisenä ongelmakohtana on esimerkiksi pidetty oikeustalousteorian olettamaa ihmisten rationaalisuudesta. Päätöksentekijöiden rationaalisuus on yksi keskeisimmistä neoklassisessa taloustieteessä omaksutuista taustaoletuksista³⁰. Sijoittajien rationaalisuuden kritiikin osalta on nostettu esiin se, että sijoittajat ovat varsin usein ylioptimistisia sijoitustensa suhteen. Sijoittajat toimivat epärationalisesti, eivätkä todellisuudessa reagoi välttämättä edes markkinoilta tulevaan olennaiseen informaatioon. Tästä johtuen rationaalisesti toimivankaan sijoittajan ei välttämättä kannata toimia aina siten, kuin markkinoilta tuleva informaatio antaisi olettaa. Tässä valossa teorian kritisoijat ovatkin esittäneet, että onko markkinoille ylipäänsä järkeä antaa informaatiota, koska sijoittajat eivät käytä tätä rationaalisesti. Lisäksi kritisoijat ovat korostaneet sitä, ettei lisäinformaation antaminen markkinoille estä yritysten markkinapetoksia, koska sijoittajat eivät ymmärrä ja osaa tulkita tietoa.³¹ Massiivisen tiedonantovelvoitteen on monessa tapauksessa katsottu olevan enemmän haitallista, kuin hyödyllistä sijoittajan suojaamiseksi. Erityisesti Internet on helpottanut tiedon laajaa jakamista ja tämä voi jossain määrin johtaa myös ylilyönteihin. Laaja tiedonantovelvollisuus johtaa usein myös siihen,

²⁸ Vahtera 2011, s. 48.

²⁹ Vahtera 2011, s. 39.

³⁰ Rudanko 1998, s. 218.

³¹ Ribstein 2002, s. 25-27. Vaikka rajoittunut rationaalisuus on havaittu markkinoilla, ei tämä kuitenkaan luo uutta mallia tehokkaiden markkinoiden hypoteesin tilalle, vaan tämä ainoastaan osoittaa, että hypoteesissa on tiettyjä puutteita. Tällä käyttäytymispainotteisella teorialla ei siis voida hylätä tehokkaiden markkinoiden hypoteesia kokonaan. (Vahtera 2011, s. 46.)

että yksityiset sijoittajat päätyvät hankkimaan ammattimaista apua sijoitustoimintaansa, koska heillä ei ole aikaa tai halua pysyä ajan tasalla kaikesta annetusta informaatiosta.³²

Yksikään ekonomisti tuskin tosissaan väittää, että ihmiset tekevät oikeasti rajoittumattomasti rationaalisia ja optimoituja päätöksiä. Optimointioletuksella voidaan kuitenkin esittää erilaisia perusteltuja malleja, joita voidaan pitää ennusteina.³³ Kuten edellä olevasta havaitaan, joudutaan tekemään suuria yksinkertaistuksia. Esimerkiksi Antti Toivonen on mennyt kritiikissään niin pitkälle, että hän näkee, ettei oikeustaloustieteessä ole lainkaan kysymys tieteestä. Hänen mukaansa termiä oikeustaloustiede ei tulisi käyttää, vaan tätä pitäisi kutsua oikeustehokkuusopiksi.³⁴ Oikeustaloustieteessä ei voida huomioida kaikkia vaikuttavia tekijöitä. Tästä johtuen on lähdettävä siitä oletuksesta, että markkinat toimivat täydellisesti ja täydellisesti informoitujen markkinoiden pitäisi periaatteessa pystyä hinnoittelemaan jokainen riskitekijä oikein, kuten *markkinat tietävät parhaiten* -argumentti olettaa.³⁵ Oikeustaloustieteen kritiikistä huolimatta sillä on paikkansa ja nämä yksinkertaistukset on hyväksyttävissä. Reaalimaailma poikkeaa joka tapauksessa teoriassa esitetystä, koska kaikkia muuttujia ei ole mahdollista ottaa huomioon.³⁶

Tyypillinen oikeustaloustieteellinen katsanto koskee kysymystä: ”*Mikä saa sijoittajan tekemään sijoituspäätöksen, eli tekemään hankintaa koskevan päätöksen?*” Jotta sijoittaja kykenee tekemään tällaisen päätöksen rationaalisesti, on edellytettävä, että täydellisen sopimuksen edellytykset täyttyvät. Täydellisen sopimuksen edellytyksiin kuuluu, että 1) sopimuksentekijöillä on valinnanvapaus resurssiensa käytön suhteen (päättää niukkojen resurssien käytöstä kilpailun puitteissa), 2) sopimuksen osapuolilla on täysi tieto valinnan luoteesta ja seuraamuksista, 3) sopimuksentekijällä on kiinteä tavoitteen asettelu ja ymmär-

³² Chiu 2007, s. 40.

³³ Vihanto 2006, s. 225, 227.

³⁴ Toivonen 2000, s.962,964.

³⁵ Timonen 1997, s.184.

³⁶ Vahtera 2011, s. 41. Rationaalisesti toimivan sijoittajan rinnalle on muodostunut myös niin sanottu *Trusting Investor Model*. Tässä mallissa sijoittajan ei oleteta hankkivan arvopapereita rationaalisesti toimien, vaan luottamuksen perusteella. Luottamus muodostuu pitkäkestoisten kokemusten perusteella. Tällainen sijoittaja tekee sijoituksensa täysin historialliseen markkinatietoon perustuen. Mikäli luottamuksen perusteella toimivan sijoittajan luottamus rikkoutuu, ei sijoittaja enää harjoita sijoitustoimintaa tai vaihtoehtoisesti tämä menettää luottamuksensa kokonaan tiettyyn sijoituskohteeseen. Erityisesti merkittävät skandaalit, kuten Enron ja WorldCom aiheuttavat markkinoilla sijoitustoimintaan syvän loven, koska luottamuksen perusteella toimiva sijoittaja menettää luottamuksensa koko markkinan toimintaan. (Burke 2009, s. 8-9). Teorian voisi osoittaa vääräksi esimerkiksi se, että Yhdysvaltain markkinat ovat toimineet sekä ennen skandaaleja että jälkeen hyvin, ainakin verrattuna useisiin muihin markkinoihin. (Holmstrom - Kaplan 2003, s. 1).

ritys vaihtoehtoisten toimintatapojen merkityksestä ja tavoitteen asettelun toteuttamisesta ja 4) sopimuksentekijän oletetaan pyrkivän valinnoissaan maksimaaliseen hyötyyn.³⁷

Coasen teoreemaa voidaan pitää eräänä oikeustaloustieteen keskeisistä teorioista. Coasen teoria käsittelee vaihdannaiskustannuksia. Kyseisiä kustannuksia ovat etsintäkustannukset (searching for deals), neuvottelukustannukset (negotiation), luonnostelukustannukset (drafting) sekä voimaansaattamiskustannukset (enforcement). Kyse on siis sopimuksen voimaansaattamisesta syntyvistä menoista.³⁸ Coasen teoriaa on myöhemmin täydennetty uusilla kustannusluokilla. Eräänä uutena kustannusluokkana pidetään tiedonsaamisesta syntyviä kuluja. Informaatiokustannukset ovat arvopaperimarkkinoilla keskeinen kustannusluokka. Oikeustaloustieteellisesti tieto ei ole ilmaista. Koska tiedon hankinnasta koituvia kustannuksia ei voida kokonaisuudessaan eliminoida, on koetettava löytää mahdollisimman optimaalinen tilanne, jossa toisaalta epävarmuutta voidaan hallita ja toisaalta informaatioasymmetrian aiheuttamat kulut ovat mahdollisimman alhaiset. Informaatiokustannuksia on pystytty laskemaan pörssiyhtiöillä olevista tiedonantovelvollisuuksista johtuen. Sen sijaan pörssi kaupassa niin sanottu Coasen perinteisillä kustannusluokilla ei ole yhtä suurta merkitystä, koska esimerkiksi neuvottelukustannuksia ei tällaisilla markkinoilla synny.³⁹

Yhtiölle syntyy informaatio sääntelystä johtuen kuluja. Tiedottamisen kustannuksia syntyy yhtiön muun muassa sisäisestä valvonnasta, informaatiojärjestelmien rakentamisesta ja ylläpidosta sekä tiedottamisen suunnittelusta, ohjaamisesta ja toteuttamisesta. Pakottavaa tiedonantovelvollisuuden sääntelyä voidaan perustella oikeustaloustieteellisellä kustannustehokkuudella siihen saakka, kunnes tiedon tuottamisen ja julkistamisen kustannukset saavuttavat sillä sijoittajien päätöksenteolle saavutettavan hyödyn. Toisaalta on kuitenkin havaittava, että liiallinen informaatio voi myös haitata optimaalisen sijoituspäätöksen tekemistä, koska sijoittajat ovat rajoitetusti rationaalisia.⁴⁰ Yksilöt tekevät päätöksiä puutteelli-

³⁷ Rudanko 1998, s. 218.

³⁸ Coase 1960, s. 15.

³⁹ Stray Ryssdal 1995, s. 127-128.

⁴⁰ Häyrynen 2006, s. 37-38. Easterbrook – Fischel 1998, s.257. Ribstein 2002, s. 25-27,45. Tätä näkökulmaa voi myös kuvastaa uuden arvopaperimarkkinalain esitöissä seuraava toteamus:”[...] arvopaperimarkkinoiden valvonta on oikein mitoitettua ja tehokasta ja että sijoittajansuoja on kansainvälisesti kilpailukykyistä sekä oikeassa ja riittävässä tasapainossa arvopaperimarkkinoiden palveluntarjoajille asetettavien velvoitteiden kanssa.” (HE 32/2012 vp, s. 10). Edelleen Ribstein tuo esiin, että erityisesti Yhdysvalloissa informaatiokustannukset ovat nousseet suurten markkinapetosten (etenkin Enronin tapauksen) jälkeen. Kyseisiin kustannuksiin vaikuttaa erityisesti kasvaneet tilintarkastuskulut. (Ribstein 2002, s. 45).

sen tietämyksen ja jäsentymättömän tiedon valossa. Lisäksi päätökseen vaikuttavat tunteet. Tätä kutsutaan niin sanotuksi *psykologiseksi taloustieteeksi* tai *käyttäytymispainotteiseksi taloustieteeksi*. Psykologinen taloustiede on pystynyt tunnistamaan selkeitä päätöksenteossa tapahtuvia virheitä, joiden seurauksena tehtävät päätökset eivät ole optimaalisia.⁴¹

Toisaalta on hyvä havaita, että tiedon tuottaminen voi synnyttää yhtiölle itselleen myös etuja. Informaation keruu, arviointi ja valvonta tehostavat yhtiön tietoisuutta yhtiön omasta taloudellisesta tilanteesta.⁴² Tätäkin merkityksellisempää yhtiölle on kuitenkin se, että osakkeesta maksetaan oikea hinta. Ostaja on valmis maksamaan arvopaperista vain tietyllä riskilisällä vähennetyn hinnan. Listayhtiön ja sijoittajien välillä vallitseva informaation epäsymmetrisyys alentaa pörssiyhtiön arvopapereista maksettavaa hintaa ja yhtiön markkina-arvoa.⁴³ Mikäli tietoon voidaan luottaa, riskimarginaali pienenee. Tämä nostaa osakkeen arvoa ja alentaa yhtiön rahoituskustannuksia.⁴⁴

Tuotteiden laatuun liittyvä epävarmuus aiheuttaa väärää hinnoittelua. Akerlofin teorian mukaan informaatio asymmetriasta seuraa se, etteivät ostajat voi erottaa hyviä ja huonoja tuotteita toisistaan ja tästä johtuen myös hyvistä maksetaan alempaa hintaa. Tätä Akerlof kutsuu niin sanotuksi *the market for lemons* -teoriaksi.⁴⁵ Yhtiöllä itsellään on siis intressi tuottaa vapaaehtoisesti informaatiota sijoittajille, jotta osakeomistuksen riski koostuisi mahdollisimman pitkälle yhtiöön liittyvistä liiketoiminnallisista riskeistä, eikä informaatioepäsymmetrian aiheuttamasta epävarmuudesta. Tämä epävarmuus vaikuttaa joka tapauksessa negatiivisesti osakkeen arvoon ja se puolestaan vaikeuttaa yhtiön rahoituksen saantia. Informaatioepäsymmetrian pienentämisellä potentiaaliset sijoittajat yritetään saada vakuuttamaan yhtiön osakkeiden laadusta. Jos sijoittajia ei saada vakuuttuneiksi seuraa tästä se, että sijoittajien tuottovaatimukset nousevat ja tällöin osakkeista maksettava hinta laskee. Kohonnut tuotto-odotus voi johtaa myös siihen, että sijoittaja ei ole lainkaan valmis tekemään sijoitusta.⁴⁶

⁴¹ Turtiainen 2004, s. 14-15. Käyttäytymispainotteisessa taloustieteessä on kyetty arvioimaan sijoittajien todellista käyttäytymistä ja havaitsemaan säännönmukaisuuksia, jotka poikkeavat rationaalisten sijoittajien käyttäytymismalleista ja näiden avulla luodaan edelleen uusia teorioita ja niillä selitetään käyttäytymistä. (Vahtera 2011, s. 45. Vahtera on perustanut esityksen John R. Nofsingerin kirjoitukseen *The psychology of investing*, 2011, s. 3.)

⁴² Häyrynen 2006, s. 40.

⁴³ Timonen 1997, s. 75, 183.

⁴⁴ HE 209/1998, s. 17, 22.

⁴⁵ Akerlof 1970, s. 488-491.

⁴⁶ Kisanlahti 1999, s. 98 ja Wuolijoki 2009, s. 157.

Tiedonantovelvollisuus vähentää informaation hankkimisesta ja sen luotettavuuden tarkistamisesta sijoittajille ja osakkeenomistajille aiheutuvia kustannuksia⁴⁷. Informaatiosääntelyn kustannustehokkuutta arvioitaessa on huomioitava tiedonantovelvollisuusäännöksistä aiheutuvien välittömien ja välillisten kustannusten ohella toisaalta myös kyseisten säännösten laatimisesta ja valvonnasta aiheutuvat kustannukset muille tahoille. On mahdollista, että liian ankarat tiedonantovelvollisuussäännökset ja niiden rikkomisesta mahdollisesti seuraavat sanktiot voivat ehkäistä yhtiötä julkaisemasta sellaista informaatiota, joka olisi markkinoille hyödyllistä. Tiukat säännökset saattavat pakottaa yhtiön julkaisemaan sellaista tietoa, josta aiheutuu haittaa tämän kilpailuasemalle.⁴⁸

Vaihdannan tehokkuutta, eli käytännössä riittävä kysyntä ja tarjonta, on vaikea aikaansaada lainsäädännöllä. Lainsäädännöllä tätä voidaan tukea välillisesti kasvattamalla sijoittajien luottamusta markkinoihin. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn keskeisenä roolina voidaan lyhykäisyydessään pitää sitä, että markkinaepätäydellisyyksien aiheuttama riski minimoidaan. Epäreilujen menettelytapojen kieltämisellä pyritään estämään tehottomat vaihdannan muodot sekä markkinoiden organisoinnilla vähennetään transaktiokustannuksia.⁴⁹

2.2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Markkinoiden tehokkuus on tärkeää koko yhteiskunnan kannalta, koska rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on allokoida pääomia ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille tehokkaasti. Jos markkinat eivät ole tehokkaat, sijoittajat pystyvät saamaan suuria tuottoja ilman vastaavia riskejä. Yhteiskunnan pääomat eivät tällöin enää ohjaudu tehokkaasti ja talouselämä toimii vajaakäynnillä.⁵⁰

Niin sanotun tehokkaiden markkinoiden teorian (Efficient Capital Market Hypothesis, ECMH) mukaan tehokkailla markkinoilla osakkeen arvo tietyllä hetkellä on paras arvio tulevasta kehityksestä. Tehokkaiden pääomamarkkinoiden teorian mukaan osakkeen hinta heijastaa välittömästi kaikkea saatavilla olevaa informaatiota.

⁴⁷ Easterbrook – Fischel 1998, s. 256, 289-292.

⁴⁸ Häyrynen 2006, s. 38.

⁴⁹ Vahtera 2011, s. 69-70.

⁵⁰ Knüpfer – Puttonen 2004, s. 142.

Markkinoiden informaatiotehokkuuden näkökulmasta markkinat on jaettu *vahvasti, keski- vahvasti ja heikosti tehokkaiisiin markkinoihin* sen mukaan kuinka tehokkaasti arvopaperien kurssit heijastavat julkistettua tai jopa julkistamatonta informaatiota. Teorian heikon muodon mukaan hintoihin sisältyy kaikki tieto historiallisista osakkeiden hinnoista. Tällaisilla markkinoilla menneiden tuottojen tarkastelu ei ole ansaintatarkoituksessa millään tavalla hyödyllistä, koska niiden avulla ei kyetä ennustamaan tulevia tuottoja. Toisin sanoen teknisestä analyysistä⁵¹ ei ole tällaisilla markkinoilla hyötyä. Keskivahvassa muodossa markkinoiden katsotaan heijastavan historiallisen tuoton lisäksi kaikkea julkistettua tietoa. Tällaisilla markkinoilla esimerkiksi tulosjulkistusten, analyytikkoraporttien ja suhdanneennusteiden sisältämä tieto on hinnoiteltu markkinoiden toimesta. Tällaisilla markkinoilla niin sanotusta fundamentaalianalyysistä ei ole hyötyä, koska fundamentaalianalyysi perustuu yhtiöiden tilinpäätöstietojen analysointiin. Koska tilinpäätöstiedot ovat julkisia, niiden avulla ei voida ennustaa tuottoja. Vahvassa muodossa puolestaan arvellaan myös julkistamattoman tiedon olevan markkinoiden hinnanmuodostuskyvyn perusteena. Vahvassa muodossa on lähdeittävä siitä, että 1) markkinoilla ei ole lainkaan transaktiokustannuksia arvopaperien siirtämisestä, 2) kaikki informaatio on saatavilla kustannuksitta kaikille markkinaosapuolille ja 3) kaikki osapuolet ovat yhtä mieltä sen hetkisestä arvopaperin hinnoittelusta sen hetken tiedon valossa. Vahvasti tehokkailla markkinoilla hintoihin sisältyy siis myös sisäpiirintieto. Sisäpiirintiedosta puhuminen tässä yhteydessä on tosin jossain määrin erikoista, koska kaikki tieto sisältyy hintoihin. Tällaisia markkinoita ei luonnollisesti todellisuudessa ole ja empiirisesti tällaisten markkinoiden testaaminen on ongelmallista.⁵²

Timonen on ilmaissut tämän saman hypoteesin hieman eri tavalla. Timonen on muun muassa lausunut ”*markkinat ovat sitä tehokkaammat, mitä nopeammin ne diskonttaavat informaation hintoihin*”.⁵³ Tehokkaiden pääomamarkkinoiden ajatuksesta seuraa, että osakkeen hintaa koskevan historiallisen informaation perusteella ei voida saada markkinoilta normaalin kurssinousun ylittävää voittoa, koska sellainen informaatio on jo vaikuttanut

⁵¹ Teknisellä analyysillä tarkoitetaan analyysiä, jolla pyritään analysoimaan osakekurssin kehitystä ja tekemään siitä päätelmiä tulevista muutoksista.

⁵² Fama 1970, s. 383-384, 387-388, Timonen 1997 s. 77-78 ja 187-188, Rudanko 1998 s. 349-351 ja Knüpfer – Puttonen 2004, s. 143.

⁵³ Tämä sama asia voidaan myös ilmaista seuraavasti: ”...perusoletuksena rahoitusteoriassa pidetään sitä, että rahoitusmarkkinat ovat tehokkaat. Käytännössä tällä tarkoitetaan sitä, että kaikki julkinen ja relevantti tieto heijastuu osakkeiden hintoihin välittömästi, koska sijoittajia on valtavasti ja kaikki julkinen tieto on silmänräpäyksessä kaikkien saatavilla. Rahakoneita on siis vaikea löytää.” (Knüpfer – Puttonen 2004, s. 140.)

hintoihin. Toiseksi, jotta informaatiosta voidaan hyötyä, on informaation oltava sellaista, ettei se ole vielä ehtinyt vaikuttaa yhtiön osakkeen hintaan. Kolmanneksi, mitä tehokkaammat markkinat ovat, sitä nopeammin informaatio näkyy osakkeen hinnassa ja sitä vaikeampaa on saada voittoa informaation hankinnan perusteella. Täydellisen tehokkailla markkinoilla hyötyminen informaatiosta ei olisi lainkaan mahdollista, koska relevantti informaatio vaikuttaisi osakkeiden hintaan välittömästi. Käytännössä näin ei kuitenkaan ole, vaan informaatio siirtyy ”sisäkehältä ulkokehälle” siten, että tiedon saa ensimmäisenä todelliset sisäpiiriläiset, tämän jälkeen näennäinen sisäpiiri ja lopulta ulkopuoliset.⁵⁴ Toisin sanoen teorian voisi katsoa todellisuudessa olevan jossain määrin ”juopon kävelyä” tai satunnaiskulkua. Tehokkailla markkinoilla osakkeen eilinen tuotto eli hinnan muutos ei kerro enää mitään siitä mikä on tämän päivän tuotto, koska osakkeen hinta muuttuu ainoastaan uuden informaation tullessa markkinoille. Uusi informaatio puolestaan on ennustamattontaa, koska muuten se ei olisi uutta.⁵⁵

Teoria ei huomioi sitä, että täydellisestä informaation jakamisesta seuraa omat kustannuksensa. Liika informaatio johtaa siihen, että on hankalaa erottaa oikea ja väärä tieto toisistaan tai erottaa olennainen tieto epäolennaisesta. Markkinahintojen tulisi kuvastaa yleisesti tiedossa olevaa tietoa, mutta hinnat eivät kuitenkaan edusta vain oikeaa tietoa, koska markkinoille muodostuu helposti myös virheellisiä käsityksiä. Todellisilla markkinoilla esiintyy väistämättä informaatio asymmetriaa ja tästä johtuen jotkut osapuolet kykenevät käytännössä hyödyntämään sellaista informaatiota, joka ei ole kaikkien saatavilla tai he kykenevät erottamaan oikean ja väärän tiedon muita tehokkaammin.⁵⁶

ECMH:ssa tehdään oletus vapaasti saatavilla olevasta tiedosta ja rationaalisista sijoittajista, sekä siitä, että sijoituspäätökset tehdään täydessä tietoisuudessa. Empiirisissä tutkimuksissa on kuitenkin voitu havaita, että hypoteesi on ongelmallinen. Ongelmat ovat syntyneet hyvin pitkälti sääntelemättömillä markkina-alueilla. Tutkimukset osoittavat, että vain sääntelyllä voidaan saada aikaiseksi toimivat markkinat. Tällaiseen sääntelyyn kuuluu erityisesti tiedonantovelvollisuus, sisäpiirisääntely sekä kilpailua koskevat lait. Sääntelyn avulla markkinat kykenevät toimimaan tehokkaammin ja rajalliset varat kyetään suuntaamaan oikeisiin sijoituskohteisiin. Toisaalta ECMH sisältää sen ajatusmallin, että markkinoita

⁵⁴ Timonen 1997, s. 187-188. Timonen on perustanut esitetyn teorian Lars Videllin ja Adri de Ridderin kirjoitukseen *Aktiers avkastning och risk – Teori och praktik* –kirjoituksen sivuihin 82-95.

⁵⁵ Knüpfer – Puttonen 2004, s. 141.

⁵⁶ Stray Ryssdal 1995, s. 129.

tulee säännellä mahdollisimman vähän, sillä markkinat itsessään toimivat tehokkaasti.⁵⁷ Käytännössä näin ei kuitenkaan ole ja tämä on voitu havaita erityisesti meneillään olevan maailmanlaajuisen talouskriisin aikana. Talouskriisi sai oikeastaan alkunsa erinäisistä tapahtumista, jotka olivat omiaan synnyttämään markkinoille epäluuloisuutta ja tämä johti edelleen paniikkireaktioihin ja markkinatoimijoiden yltiövarovaisuuteen. Näin ollen markkinoita tulee kontrolloida.⁵⁸

Hypoteesi ymmärretään usein virheellisesti ja tämä on osaltaan aiheuttanut siihen kohdistuneen kritiikin. Yleinen väärinkäsitys koskee sitä, että oletetaan, että tehokkailla markkinoilla osakkeiden hinnat eivät voi poiketa todellisesta arvostaan. Näin ei ole, vaan hinnat voivat poiketa paljonkin oikeasta arvostaan. Markkinoiden tehokkuus edellyttää sitä, että näiden *poikkeamien tulee olla satunnaisia*. Toinen yleinen väärinkäsitys on se, ettei kukaan sijoittaja voita markkinoilta mitään minään ajanjaksona. Tämä käsitys on väärä koska voitamisella tarkoitetaan sitä, että markkinoilla menestyy keskimääräistä paremmin. Toisin sanoen tehokkailla markkinoilla *keskimäärin puolet sijoittajista voittaa*. Kolmas väärinymmärrys koskee yksittäisten sijoittajien rationaalisuutta. Todellisuudessa tehokkailla markkinoilla *markkinat kokonaisuudessaan toimivat rationaalisesti*, vaikka yksittäiset toimijat eivät välttämättä näin teekään. Neljäs väärinymmärrys puolestaan on se, ettei tehokkailla markkinoilla kukaan sijoittaja voi voittaa pitkällä tähtäimellä. Näin ei ole, vaan myös pitkällä tähtäimellä joku sijoittaja voittaa. Tehokkailla markkinoilla tämä perustuu pitkälti puhtaaseen onneen, ei investointistrategiaan.⁵⁹

Yhteenvetona voidaan todeta Timosta lainaten, että *informaatioasymmetria on markkinoiden ominaispiirre, jota ei voida täysin poistaa sääntelyllä*. Asymmetriaa voidaan pyrkiä lieventämään, asymmetriatilanteiden kestoja voidaan lyhentää ja annettavan informaation määrää ja laatua voidaan lisätä, mutta asymmetriasta ei voida koskaan täysin päästä eroon.⁶⁰

⁵⁷ ks. ECMH kritiikistä tarkemmin Jensen 1978. Tutkimukset ovat osoittaneet muun muassa, että hinnat eivät korreloi yhtiöiden antamien tiedotteiden tai pörssivaroitusten kanssa. Ferrillo – Dunbar – Tabak 2004, s. 83.

⁵⁸ North – Buckley 2010, s. 715-716, 723. Kuusinen 2008, s. 257.

⁵⁹ Knüpfer – Puttonen 2004, s. 145-146.

⁶⁰ Timonen 1997, s. 189.

3 Päämies-agenttiteoria ja tiedonsaantioikeus

Päämies-agenttiteorian kannalta on keskeistä havaita, että kyse on informaatioepäsymmetrian aiheuttamasta ongelmasta. Informaatioepäsymmetrian vallitessa agentti voi tehtävää suorittaessaan ajaa opportunistisesti omia etujaan päämiehensä edut sivuuttaen ilman, että päämies voi havaita tätä.⁶¹ Tämä on vastoin osakeyhtiön tarkoitusta ainakin, jos osakeyhtiön tarkoitus on osakeyhtiölain mukainen, eikä tästä ole määrätty toisin yhtiöjärjestyksessä. Keskeisiä päämies-agenttisuhteita voidaan sääntelyn näkökulmasta katsoa olevan kolme:

- 1) yhtiön osakkeenomistajien ja johdon välillä;
- 2) yhtiön osakkeenomistajien ja yhtiön velkojen⁶² välillä sekä
- 3) yhtiön enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä.⁶³

Lyhyesti agenttiongelman voi määritellä siten, että toisen osapuolen, eli agentin, tehtävänä on ajaa toisen osapuolen etua, eli päämiehen, jolloin päämiehen ongelmaksi muodostuu sen varmistaminen, että agentti suorittaa tehtävänsä päämiehen etujen mukaisesti. Agenttiongelman minimoiminen aiheuttaa päämiehelle kustannuksia, koska päämies haluaa mahdollisimman pitkälle poistaa agentin opportunistisen käyttäytymisen.⁶⁴ Osakkeenomistajat tarjoavat osakeyhtiöön vain yhden resurssin, eli rahoituksen. Tästä johtuen voi perustellusti kysyä, miksi osakkeenomistajien pitää sitten saada erityistä suojaa. Tämä johtuu siitä, että osakkeenomistajat kantavat viimekätisen riskin ja tästä johtuen he ovat haavoituvaisempia johdon opportunistisille, kuin esimerkiksi velkojat.⁶⁵

Agenttiongelmalta voi suojautua hyväksikäyttäen useita erilaisia keinoja. Osa näistä liittyy nimenomaan tiettyihin agenttisuhteisiin. Kaikkien agenttisuhteiden kohdalla yhteinen suojautumiskeino on kuitenkin osakkeiden *vapaa luovutettavuus*. Osakkeiden vapaaluovutettavuus on osakeyhtiöissä perusominaisuus, jonka tarkoituksena on suojata osakkeenomistajaa yhtiössä tapahtuvia muutoksia vastaan. Osakkeiden vapaaluovutettavuus ei tarkoita sitä, että osakkeet voi luovuttaa yksiselitteisen vapaasti. Näin siksi, että vapaata luovutettavuutta voidaan rajoittaa esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä tai osakassopimuksessa olevilla

⁶¹ Mähönen – Villa 2006a, s. 87-88. Vahtera 2011, s. 55.

⁶² Kraakman ja Hansmann ovat sisällyttäneet velkojat laajempaan kategoriaan ja katsovat, että agenttiongelman voi syntyä myös muiden osapuolten kanssa, kuten esimerkiksi työntekijät, asiakkaat sekä sopimuskumppanit. (Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 22).

⁶³ Vahtera 2011, s. 55. Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 22.

⁶⁴ Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 21.

⁶⁵ Mähönen - Villa 2006a, s. 75.

ehtoilla. Tämä ei kuitenkaan poista sitä, että osakkeista luopuminen ei olisi tehokas suo-
jautumiskeino agenttiongelmia vastaan. Osakkeiden vapaan luovutettavuuden ideologian
taustalla on ajatus siitä, että yhtiöllä pitää olla mahdollisimman suuri kyky hankkia pää-
omia liiketoimintaansa varten.⁶⁶ Exit-oikeuden tehokas toteutuminen edellyttää, että arvo-
paperimarkkinat ovat toimivat ja luotettavat⁶⁷. Exit-oikeus voi perustua myös erityiseen
exit-oikeuteen, joista aiheen kannalta olennaisin on väärinkäytöstilanteisiin liittyvä exit-
oikeus. Jos enemmistöosakkeenomistaja käyttää vaikutusvaltaansa väärin, edellyttää vä-
hemmistöosakkeenomistajan suoja sitä, että tällä on oikeus saada osakkeensa lunastetuksi
käypään hintaan. Vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuva lunastusvelvollisuus tulee ky-
symykseen pörssiyhtiöissä, jos markkinahinta ei vastaa käypää hintaa vaikutusvallan vää-
rinkäytöksestä johtuen.⁶⁸

Agenttiongelmalta suojaaminen on huomioitu myös *laisa ja säädöksissä*. Tämä lienee
myös tunnetuin turvaamiskeino. Lailla ja säännöksillä pyritään määrittelemään miten
agenttisuhteessa osapuolten tulee toimia. Tällaisia normeja voidaan pitää ex ante-
sääntelynä, koska sillä pyritään ennakolta määrittelemään toimintamallit. Sääntelyyn kui-
tenkin liittyy läheisesti se, että näiden noudattamista voidaan loppujen lopuksi valvoa vain
oikeustoimien kautta ja tämä puoli sääntelystä on puolestaan ex post-sääntelyä. Valtiot
ovat huomioineet agenttiongelmia eri tavoin kansallisessa sääntelyssään. Tähän on ilmei-
simmin vaikuttanut valtioiden erilaiset pörssimarkkinat, taloudellinen tilanne, mutta myös
historialliset, kulttuuriset sekä poliittiset taustatekijät.⁶⁹

Lain turvaama suojaumiskeino on myös osakkeenomistajien *oikeus vaihtaa yhtiön johto*.
Osakkeenomistajat haluavat luonnollisesti turvata etunsa. Mikäli omistajat havaitsevat,
ettei johto toimi heidän etujensa mukaisesti, he luultavimmin vaihtavat yhtiön johdon.⁷⁰

Osakkeenomistajat voivat myös turvautua informaatioepäsymmetrialta määräämällä yhtiön
vaatimuksista luovuttaa näille informaatiota. Informaatio-ongelma johtuu niin sanotusta
kätkeytyksestä informaatiosta, joka on johdolla käytössään. Osakkeenomistajat voivat määrätä,
että yhtiön johdolla on *informointivelvollisuus*. Määräys voi perustua joko yhtiöjärjestyk-

⁶⁶ Hansmann – Kraakman 2004(a), s. 10. Katso OYL 23:1.

⁶⁷ Vahtera 2011, s. 315.

⁶⁸ Vahtera 2011, s. 338-339.

⁶⁹ Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 23-24, 29.

⁷⁰ Mähönen - Villa 2006a, s. 90.

seen tai vaihtoehtoisesti osakassopimukseen.⁷¹ Tässä määräyksessä on kuitenkin huomiotava osakkeenomistajien yhdenvertaisuus.

3.1 Osakkeenomistajien ja johdon välinen agenttisuhte

Robert C. Clarken mukaan yhtiöiden hallinnoinnista vastaa hallitus, jonka yhtiön osakkeenomistajat valitsevat. Osakkeenomistajien kuitenkin vaikea kontrolloida hallituksen toimia ja tämä kykenee reagoimaan oikeastaan ainoastaan vaihtamalla hallitusta. Yhtiön johtoa kuitenkin velvoittavat niin sanotut fidusiaariset velvoitteet, joiden perusteella johto ei saisi ajaa omaa etuaan, vaan ainoastaan yhtiön.⁷²

Osakeyhtiön perusominaisuuksiin kuuluu yrityksen omistajien ja johdon erillisuus. Pienissä yrityksissä johto ja omistus eivät useinkaan ole eriytyneet, vaan omistaja toimii myös yhtiön johdossa, mutta suuremmissa yhtiöissä, erityisesti pörssi-yhtiöissä, eriytyminen kuuluu peruspiirteisiin. Yhtiön johdon ja omistuksen eriytyminen johtaa siihen, että johdolla on enemmän tietoa yrityksestä kuin omistajilla. Tätä voidaan kuvastaa myös toista kautta toteamalla, että omistus voi tarkoittaa kahta eri asiaa, joko hallitsemista tai oikeutta saada tuottoa. Pörssi-yhtiöissä yhtiön hallitseminen ei kuulu normaalisti osakkeenomistajan oikeuksiin, vaan hallitseminen tapahtuu yhtiön johdon välityksellä. Yhtiön osakkeenomistajat valitsevat yhtiön hallituksen.⁷³

Yhtiön päätöksenteosta vastaa hallitus, ei yhtiön osakkeenomistajat. Osakkeenomistajat ovat sen sijaan sijoittaneet yhtiöön varallisuuttaan, kun taas johto ei välttämättä ole tehnyt näin. Tästä syntyy intressiristiriita osakkeenomistajien ja johdon välille. Johdolla on kontrolli, mutta ei sitä vastaavaa riskiä, joten tällä ei myöskään ole kannustinta maksimoida tuottoa.⁷⁴

Pörssi-yhtiöiden tiedonantovelvoitteet ja muutoinkin tiedonantoa koskevat määräykset ovat yksi agenttiongelmalta suojautumisenkeino. Esimerkiksi lain määräykset siitä minkälaista tietoa sijoittajille on annettava, pitäisi antaa sijoittajalle oikeanlaiset ennako-odotukset siitä minkälaiseen yhtiöön tämä tekee sijoituksensa. Tämä on olennaista, koska ulkopuoli-

⁷¹ Mähönen - Villa 2006a, s. 90.

⁷² Stray Ryssdal 1995, s. 146.

⁷³ Hansmann – Kraakman 2004(a), s. 11-13.

⁷⁴ Mähönen - Villa 2006a, s. 77-78.

silla sijoittajilla ei voi olla tietoa yhtiöstä ilman tätä velvollisuutta.⁷⁵ Toisaalta tässä ongelmana on se, että tiedon tuottaa nimenomaan yhtiön johto, jolloin mahdollinen opportunistinen käyttäytyminen voi johtaa siihen, että tieto on vääristynyt.

Osakkeenomistajien tavoitteena on, että yhtiön johto sitoutuu ajamaan yhtiön omistajien etuja. Yhtiön osakkeenomistajat ovat kuitenkin ne, jotka kantavat mahdolliset kuluriskit yhtiön epäonnistumisesta ja huonosta johtamisesta.⁷⁶ Yrityksen johdon ja yhtiön työntekijöiden henkilöiden henkilökohtaisista menestymispaineista johtuen voi syntyä insenttiivi vääristää taloudellisen raportoinnin sisältöä. Yhtiön taloudelliseen toimintaan liittyen informaation laatijoilla voi olla taipumus tai kannustin manipuloida yhtiön osakkeenomistajille tai julkisuuteen annettavaa informaatiota ja näyttää parempia lukuja kuin nämä todellisuudessa ovat. Esimerkiksi yhtiön johdon optiopohjaiset kannustinjärjestelmät voivat kannustaa johtoa vääristämään tietoja. Sijoittajien ja markkinoiden odotusten täyttäminen voi myös aiheuttaa paineita siihen suuntaan, että viime kädessä yhtiö ennemmin koettelee säännösten pitävyyttä kuin joutuu perumaan markkinoille ja sijoittajille antamiaan lupauksia.⁷⁷ Yritysjohdon ja osakkeenomistajan intressiristiriidan aiheuttajiin lukeutuu muun muassa molempien kilpaileminen saman tuotoksen jakamisesta, osakkeenomistajilla on sijoituksilleen erilaisia tavoitteita ja tuotto-odotuksia ja yritysostotilanteet aiheuttavat erilaista epävarmuutta, riskiä ja voitto- ja tappio-odotuksia osapuolille.⁷⁸

Oikeudellisesti päämies-agenttisuhdetta sääntelee Suomessa osakeyhtiölain (21.7.2006/624, OYL) 1:8, jonka mukaisesti yhtiön johdon tehtävä on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Yhtiön edun tulee olla yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaista, eli edellä olevaa lakia voidaan katsoa täydentävän OYL 1:5, jonka mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. Edelleen osakkeenomistajien asemaa turvaa yhdenvertaisuusperiaate OYL 1:7. Näitä osakeyhtiölain mukaisia periaatteita käsittelem erikseen tarkemmin kappaleessa 5 ja samalla pyrin peilaamaan niiden suhdetta päämies-agenttiteoriaan.

⁷⁵ Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 24-25.

⁷⁶ Hansmann – Kraakman 2004(a), s. 12.

⁷⁷ Häyrynen 2006, s. 231. Timonen 1997, s. 162-163. Holmstrom – Kaplan 2003, s. 10-12. Yhdysvaltaisissa yrityksissä johdon osakeperusteiset kannustinjärjestelmät lisääntyivät erityisesti 1990-luvulla ja 2000-luvun alussa. Nämä järjestelmät on hallituksen toimesta muotoiltu kuitenkin sellaisiksi, että ne ovat osakkeenomistajien näkökulmasta liian helposti realisoitavissa. (Holmstrom – Kaplan 2003, s. 9-10, 13.)

⁷⁸ Timonen 1997, s. 163. Katso tarkemmin erilaisista syistä miksi yhtiö agenttiongelma johtuen ei halua antaa yhtiön ulkopuolelle tietoja esimerkiksi Hertig – Kraakman – Rock 2004, s. 204-207.

Luotettavan informaation ollessa helposti saatavilla pystyvät osakkeenomistajat tehokkaammin valvomaan yhtiön ja sen johdon toimintaa. Toisaalta tiedonantovelvollisuussääntelyn tavoitteena on myös kannustaa yhtiöiden johtoa hoitamaan yhtiötä hyvin ja antamaan osakkeenomistajille informaatiota, jotta he voivat käyttää tehokkaammin osakkeenomistajan oikeuksiaan.⁷⁹ Toisaalta osakkeenomistukseen liittyvät valvonta- ja määräysvaltaominaisuudet edellyttävät sellaisia kustannuksia, jotka ovat yleensä suurempia kuin tällä saavutettava hyöty. Tästä johtuen osakkaan on rationaalista olla yrittämättä käyttää tätä.⁸⁰

Palkitseminen on väline mahdollisen johdon palkkaukseen siten, että tämä edistää yhtiön taloudellista etua ja toteuttaa hyvää hallintoa. Palkitsemista koskien voidaan nähdä kolme erilaista mallia, joilla agenttiongelmalta voidaan suojautua. Näistä ensimmäinen on niin sanottu *yhteisen päämäärän asettaminen* ("sharing rule"). Tämän avulla yhtiön johtoa motivoidaan sitä kautta, että agentin korvaus on sidottu suoraan päämiehen saamaan tuottoon. Toinen malli on *suorituksesta maksettava korvaus* ("pay-for-performance"). Tässä mallissa agentin korvaus ei ole suoraan sidoksissa päämiehen saamaan tuottoon, vaan yhtiön menestykseen. Tällaisena palkkiona pidetään esimerkiksi osakkeiden tai optioiden antamista agentille. Kolmas malli on *edunvalvonta strategia* ("trusteeship strategy"). Kyse on ex ante -tyyppisestä toiminnasta, jossa huonosta toiminnasta rangaistaan, eli agentti ei saa korvausta lainkaan, jos tämän toiminta on huonoa. Tämä strategia painottaa myös agentin moraalialia, eli olettaa kunnianhimoisen johtajan toimivan omantuntonsa ja maineensa ylläpitämisen vuoksi yhtiön edun mukaisesti.⁸¹ Palkitsemisen periaatteista on määrätty tämän suuntaisesti listayhtiöiden hallinnointikoodin suosituksissa. Näiden ohjeiden mukaan hallituksen jäsenten osakeomistus yhtiössä edistää hyvää hallinnointia. Suositeltavaa voi olla, että hallituksen ja valiokunnan palkkiot maksettaisiin kokonaan osakkeina. Tällöin voi syntyä ristiriitaa esimerkiksi sisäpiirinsääntelyn kanssa.⁸²

Tätä ongelmaa pyritään lieventämään Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin säännöillä. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suosituksessa 13 määrätään hallituksen tiedonsaantioikeudesta. Tämän mukaisesti yhtiön tulisi antaa hallitukselle riittävät tiedot yhtiön rakenteesta, liiketoiminnasta ja markkinoista, jotta tämä pystyy toimimaan tehtävissään. Suosituksen 14 mukaan yhtiön hallituksen jäsenistä enemmistön tulee olla riippumattomia

⁷⁹ Paredes 2003, s. 4.

⁸⁰ Timonen 1997, s. 164.

⁸¹ Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 26-27.

⁸² Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 17-18.

yhtiöstä. Lisäksi kahden jäsenistä tulee olla riippumattomia yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista. Säännön tavoitteena on se, että hallituksen tulee toimia huomioiden kaikkien osakkeenomistajien etu. Jäsentä ei katsota riippumattomaksi, jos 1) tällä on työ- tai toimisuhte yhtiöön, 2) jäsenellä on ollut työ- tai toimisuhte yhtiöön viimeisen kolmen vuoden aikana, 3) jäsen saa yhtiöltä tai yhtiön toimivaan johtoon kuuluvilta henkilöiltä vähäistä suuremman korvauksen hallitustehtäviin liittymättömistä palveluksista tai neuvonnasta, 4) jäsen kuuluu toimivaan johtoon toisessa yhtiössä ja yhtiöiden välillä on asiakkuus-, toimittajuus- tai yhteistyösuhde joka on merkittävä tuolle toiselle yhtiölle, 5) jäsen kuuluu toimivaan johtoon sellaisessa yhtiössä, jonka hallituksen jäsen kuuluu toimivaan johtoon ensin tarkoitettussa yhtiössä tai 6) jäsen on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut yhtiön tilintarkastaja, nykyisen tilintarkastajan yhtiökumppani tai työntekijä, taikka jäsen on yhtiökumppani tai työntekijä viimeisen kolmen vuoden aikana yhtiön tilintarkastajana toimineessa tilintarkastusyhteisössä. Jäsenen riippumattomuutta merkittävästä osakkeenomistajasta arvioidaan eri perusteilla, mutta ne ovat varsin samantyyppiset kuin edellä luokitellut riippuvuudet yhtiöstä.⁸³

Yhtenä suojautumiskeinona pidetään myös sitä, että yhtiössä voidaan määrätä, että tietyt päätökset tulee tehdä yhtiökokouksissa, eikä johto voi päättää niistä. Tämä keino on jossain määrin ristiriitainen sen kanssa, että yhtiöissä normaalisti johto ja omistus ovat eriytyneet. Esimerkiksi lainsäädännössä on usein määrätty vain merkittävimmät päätökset tehtäväksi yhtiökokouksessa, kuten sulautuminen, jakautuminen tai liiketoiminnan päättäminen.⁸⁴ Yhtiön liiketoiminnallisten päätösten tekeminen, kuten velan ottamisesta päättäminen, kuuluu yhtiön hallituksella ja toimitusjohtajalle, joilla on paras tietämys yhtiön asioista. Koska johdolla on paras tietämys, olisi ristiriitaista, että tällaisista asioista päättäisi johdon sijasta osakkeenomistajat.⁸⁵ Tällainen suojautumiskeino lienee kaiken kaikkiaan liian hankala toteutettavaksi pörssiyhtiöissä. Ei ole esimerkiksi realistista, että yhtiö veisi yhtiökokouksen päätettäväksi ottaako yhtiötä vierasta pääomaa ja millaisin ehdoin.

Viime kädessä osakkeenomistajat suojautuvat tätä agenttiongelmaa vastaan valitsemalla hallitukseen uudet henkilöt. Toisaalta yhtiön hallitukselle muodostuu tästä oma insenttiivin-

⁸³ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 11-12.

⁸⁴ Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 26.

⁸⁵ Rock – Kanda – Kraakman 2004, s. 151-152.

sä toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti. Yhtiön johdon toimintaa ohjaa myös heidän itsetuntonsa, ylpeys sekä maine.⁸⁶

3.2 Enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välinen agenttisuhte

Tiedonantovelvollisuus on erityinen keino suojata nimenomaan vähemmistöosakkeenomistajia. Informaatio sääntelyllä voidaan rajoittaa kontrollia käyttävien tahojen mahdollisuuksia väärinkäyttää asemaansa suhteessa vähemmistöosakkeenomistajiin.⁸⁷ Vähemmistön suojaamisen taustalla on modernissa yhteiskunnissa vallitseva ajatus heikomman suojaamisesta. Vähemmistön suojaa voidaan pitää maailmanlaajuisesti tunnettuna ilmiönä. Varsinaisesti kysymys ei kuitenkaan ole tiettyjen sijoittajien suojaamisesta, vaan lainsäädännöllä kaikkia sijoittajia kohdellaan samalla tavalla. Toisaalta on kuitenkin selvää, että toisille suoja on tärkeämpää.⁸⁸

Yhtiöoikeudellisesti kiellettyinä oikeustoimina on pidettävä kaikkia sellaisia toimia, joissa enemmistö väärinkäyttää valtaansa vähemmistön vahingoksi hankkimalla itselleen oikeudettomia etuja. Tällainen väärinkäyttö voidaan rinnastaa varastamiseen, joka voi perustua esimerkiksi epäsymmetrisen informaation väärinkäyttöön.⁸⁹ Demokraattisesti johdetussa yhtiössä päätökset tehdään enemmistöpäätöksinä. Tilanteissa joissa omistus on hajaantunut, eikä kenelläkään ole selkeää enemmistöomistajuutta, ei vähemmistö tarvitse vastavaa suojaa, kuin jos osakkeista enemmistön omistaa yksittäinen omistaja. Hallitus valitaan enemmistö päätöksin ja tässä normaalisti noudatetaan *osake ja ääni -periaatetta*. Tällöin on luultavaa, että enemmistö omistaja saa haluamansa henkilöt hallitukseen. Vähemmistönsuojana voidaan pitää myös sitä, että eri valtioiden lainsäädännössä erinäisten päätösten osalta ei riitä pelkkä enemmistöpäätös, vaan vaaditaan esimerkiksi määräenemmistöä.⁹⁰

Vähemmistöä voidaan suojata enemmistön väärinkäytöksiltä noudattamalla niin sanottua kaksikerroksista hallintomallia. Tässä toinen elin tarkkailee hallituksen lainmukaista toimintaa. Tällä mallilla voidaan katsoa nimenomaan suojattavan vähemmistö osakkeenomis-

⁸⁶ Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 26-27.

⁸⁷ Vahtera 2011, s. 368-369.

⁸⁸ Rudanko 2009, 540. Rudanko toteaa myös, että kotimainen sääntely tuntee myös ammattimaisen sijoittajan käsitteen ja heidän osaltaan lainsäädäntö poikkeaa tietyiltä osin.

⁸⁹ Vahtera 2011, s. 65, 159.

⁹⁰ Hansmann – Kraakman 2004(c), s. 34-35, 57. Esimerkiksi Suomessa tietyt päätökset tulee tehdä määräenemmistöllä. Katso esimerkiksi OYL 5:27.

tajia, jos heillä ei ollut valtaa saada hallitukseen omaa edustajaansa. Yhtiön on myös mahdollista suojata vähemmistöosakkeenomistajia antamalla näille valtuutus nimetä hallitukseen oma edustajansa. Tästä voidaan määrätä yhtiöjärjestyksessä tai esimerkiksi osakassopimuksessa. Joidenkin valtioiden lainsäädännössä tämä on jopa asetettu vaatimukseksi. Vähemmistöosakkeenomistajien nimitysoikeudella turvataan vähemmistöomistajien tiedonsaantioikeutta ja tällä voidaan myös kontrolloida enemmistöosakkeenomistajien valtakäyttöä.⁹¹ Suomessa yhtenä tällaisena suojautumiskeinona voidaan pitää hallintoneuvoston toimintaa. OYL 6:21 mukaan hallintoneuvoston tehtäviin kuuluu valvoa hallituksen ja toimitusjohtajan vastuulla olevaa yhtiön hallintoa. Hallintoneuvosto ei ole pakollinen toimi, vaan siitä ja sen toiminnasta määrätään yhtiöjärjestyksessä.⁹²

3.3 Agenttikustannukset

Päämies-agenttiteoriaan liittyy keskeisenä käsitteenä agenttikustannukset. Agenttikustannus syntyy valvontakustannuksista. Edellä on esitetty jo joitakin keinoja agenttiongelmalta suojautumiseen. Agenttikustannukset sen sijaan koskevat pääasiassa johdon monitorointia. Yksi keskeisimmistä monitorointikeinoista on tilintarkastus. Tilintarkastuksen tulisi suorittaa riippumattoman tilintarkastajan toimesta.⁹³

Agenttikustannusten osalta Nobel palkittu Luaureate Kenneth Arrow piti keskeisenä agenttikustannuksena *moraalikatoa* (*moral hazard*). Tämä näkyy myös edellä kuvatussa tilanteessa, jossa yrityksen johto toimii oman etunsa mukaisesti. Toisena kustannusluokkana pidetään piilotietoa, jota kutsutaan myös *haitalliseksi valikoitumiseksi* (*adverse selection*). Kustannus perustuu siihen, että agentti voi tehdä sellaisia havaintoja, joita tämä ei ilmaise päämiehelleen, vaikka näillä voisi olla tämän etujen kannalta keskeinen vaikutus.⁹⁴

⁹¹ Hansmann – Kraakman 2004(c), s. 35, 54.

⁹² OYL 6:21. Hallintoneuvoston toimintaa kuitenkin sitoo vaitiolovelvollisuus. Hallintoneuvostokaan ei voi ilmaista sellaisia asioita, jotka kuuluvat yrityssalaisuuksien piiriin (Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 707).

⁹³ Mähönen – Villa 2006a, s. 87-90.

⁹⁴ Stray Ryssdal 1995, s. 146.

4 Vieras pääoma

Aina ei ole helppoa erottaa omaa ja vierasta pääomaa toisistaan. Esimerkiksi vieraaseen pääomaan voidaan liittää oman pääoman ehtoisia oikeuksia ja täten muuttaa luottosopimuksen normaalia luonnetta. Villa on esimerkiksi katsonut, että tilanteessa jossa velka sopimukseen liitetään viimesijaisuusehto, voidaan kyseinen velkoja rinnastaa oman pääoman ehtoiseen sijoittajaan. Näin voidaan tulkita, koska riskiteorian mukaan osakkeenomistajat kantavat viimesijaisen riskin.⁹⁵

Vieraalla pääomalla tarkoitetaan velkarahoitusta. Velkarahoitusta voidaan saada osakkeenomistajilta tai muilta toimijoilta. Velka perustuu sopimukseen, eikä tätä säännellä osakeyhtiölaissa muutoin kuin pääomalainan osalta. Pääomalaina poikkeaa kuitenkin perinteisestä velkarahoituksesta olennaisesti. Kirjanpitolain ja lähtökohtaisesti myös IFRS:n mukaan pääomalaina on vierasta pääomaa, mutta tätä säännellään pääoman pysyvyyden ja pääomalainaa koskevan informaation osalta OYL 12:1 ja 12:2:ssa.⁹⁶

4.1 Vieraan pääoman etusija

Osakkeenomistajan ja velkojan välinen keskeinen ero on velkojan etusija varoja jaettaessa. Tätä voidaan pitää kenties keskeisimpänä erona, vaikka omalla ja vieraalla pääomalla on myös muita olennaisia eroja. Velkojalla ei ole normaalisti osakkeenomistajan mukaista viimesijaista oikeutta yhtiön varoihin, vaan tämän vaatimukset täytetään etusijalla ja yleensä kiinteän suuruisina. Toisin sanoen velasta maksettavaan tuottoon, eli normaalisti korkoon, ei vaikuta yhtiön taloudellinen kehitys. Tätä etusijaa on myös voitu pitää syynä sille, ettei velkojalla ole tarvetta saada yhtiöstä kontrollia tai vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon. Velka perustuu sopimukseen, jossa kuitenkin voidaan poiketa edellä esitetystä. Tyypillisiksi velan ehdoiksi on muodostuneet kovenantit, joita voidaan pitää erityislaatuina ehtoina.⁹⁷

Koska vieraalla pääomalla on omaan pääomaan nähden etusijalla, on osakkeenomistajan erittäin tärkeää tietää yhtiön velkaantumisasteesta. Mikäli yhtiö on ylivelkainen, on sijoitta-

⁹⁵ Villa 2003, s. 117.

⁹⁶ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 216.

⁹⁷ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 216-217. Ks. kovenanteista tarkemmin opinnäytteen luvusta 9.

jan kyettävä reagoimaan. Reagoiminen voi olla esimerkiksi arvopapereista luopuminen tai mahdollisesti korkeamman riskipreemion vaatiminen. Velkaisuusasteella on olennainen merkitys arvopaperin arvoon. Ilman tietoa yhtiön vieraasta pääomasta, ei sijoittaja kykene toimimaan rationaalisesti.

4.1.1 Tasetesti

Yhtiö saa jakaa yhtiön vapaan oman pääoman, jos tätä ei ole rajoitettu yhtiöjärjestyksessä. Yhtiö ei kuitenkaan saa jakaa varoja, jos sen jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden.⁹⁸ Tätä määräystä kutsutaan tasetestiksi. Kuten tasetestistä voidaan havaita, suojataan velkojia yhtiön liialliselta varojen jakamiselta osakkeenomistajille.

Koska tasetesti rajoittaa yhtiön varojen jakamista ja suojaa velkojia, on sijoittajien olennaista myös tästä johtuen pystyä havaitsemaan kuinka paljon yhtiössä on vierasta pääomaa ja mahdollisia muita saatavia, jotka ovat osakkeenomistajiin nähden varojen jaossa etusijalla. Vain tämän käsittämällä voidaan ymmärtää yhtiön mahdollisuudet varojen jakamiseen.

4.2 Vierasta vai omaa pääomaa?

Yritysten taloudellinen toimintaympäristö sekä rahoitusjärjestelmä ovat muuttuneet viimeisten vuosikymmenten aikana nopeasti ja ratkaisevalla tavalla siten, että yhtiöiden käyttöön on tullut uusia rahoituskeinoja. Kehitykseen on vaikuttanut rahoitus- ja pääomamarkkinoiden markkinaehtoisuuden lisääntyminen, joka on puolestaan vaatinut rahoitusinstrumenttien joustavuutta ja monimuotoisuutta.⁹⁹

Osakeyhtiöoikeudellisesti pääoma jakautuu omaan ja vieraaseen pääomaan. Käytännössä on kuitenkin muodostunut niin sanottu välipääomaluokka. Muodollisesti tämä välipääomarahaus on kuitenkin aina joko omaa tai vierasta pääomaa.¹⁰⁰ Eroteltaessa oma ja vieras pääoma toisistaan voidaan tarkastella näihin liittyviä tunnusmerkkejä. Oman pääoman tun-

⁹⁸ OYL 13:2 ja 13:5.

⁹⁹ Lautjärvi 2009, 75. Villa 2001, s. 2.

¹⁰⁰ Lautjärvi 2009, s. 76. Villa 2001, s. 6-7. Mähönen – Villa 2006b, s. 75.

nusmerkkeihin on katsottu *kuuluvan viimesijaisuus, vakuudettomuus sekä pääoman pysyvyys*.¹⁰¹ Vieraan pääoman, velan, tunnusmerkkeinä on puolestaan pidetty *sopimusperusteisuutta, määräaikaisuutta, tuoton ja velaksi saadun pääoman kiinteä määräistä takaisinmaksua, formaalisten kontrollioikeuksien puuttumista, maksurajoitusten puuttumista sekä velkojen lähtökohtaisesti samansijaista maksunsaantiasemaa*. Lisäksi velkojat ovat normaalisti maksunsaantijärjestyksessä osakkeenomistajien edellä.¹⁰² Välipääomarahoituksessa tyypillistä tunnusmerkistöä rikotaan siten, että vieras pääoma saa oman pääoman tunnusmerkistöön kuuluvia piirteitä tai toisin päin. Yleisimpiä välipääomarahoitusinstrumentteja ovat jako-osaton (etu)osake, pääomalaina, vaihtovelkakirjalaina ja voittoosuusehtoinen velka¹⁰³.

Oikeuskirjallisuudessa välipääomarahoitusta on pidetty positiivisena ilmiönä sekä tavallisten velkojien että sijoittajien kannalta. Velkojat näkevät välipääomarahoituksen pysyvämäksi ratkaisuksi kuin tavallisen velkapääoman. Sijoittajat puolestaan näkevät välipääomarahoituksen mahdollisesti perinteistä velkarahoitusta tuottavampana, koska tähän liittyy suurempi riski. Sijoittajat saattavat toisaalta nähdä tämän osaketuottoa varmempana, koska tuotto ei ole riippuvainen yhtiökokouksen päätöksestä. Osakkeenomistajien päätösvalta ei myöskään laimennu välipääomarahoituksesta johtuen, mutta yhtiön vakavaraisuus voi parantua.¹⁰⁴

Osakkeenomistajan ja sijoittajan on tunnistettava minkälaista pääomaa yhtiössä on. Tämä on osakkeenomistajalle ja sijoittajalle merkityksellistä siksi, että heidän on kyettävä arvioimaan mahdollisuuksiaan saada sijoittamalleen pääomalle tuottoa yhtiöstä. Tästä johtuen on syytä kysyä pystyykö sijoittaja havaitsemaan minkälaista pääomaa yhtiössä on. Arvioinnissa on erityisesti huomioitava se miten tällainen rahoitus merkitään taseeseen. Lisäksi tätä täydentää liitetiedoissa annettava lisäinformaatio. Huomattavan eron tiedonsaamiseen tekee se, noudattaako yhtiö kotimaista kirjanpitolakia vai seuraako tämä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja. Koska tämä työ on rajattu koskemaan pörssiyhtiöitä, joiden velvollisuutena on noudattaa kansainvälistä tilinpäätösstandardia (IFRS), huomioin ainoastaan sen miten se määrää erien kirjanpidollisesta käsittelystä. Tätä asiaa käsitellään luvussa 7, joka koskee tilinpäätöksestä saatavaa informaatiota.

¹⁰¹ Mähönen – Villa 2006b, s. 58–60. Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 217-218.

¹⁰² Mähönen – Villa 2006b, s. 73–74.

¹⁰³ Villa 2001, s. 12.

¹⁰⁴ Villa 2001, s. 26, 31–33. Villa 1997, s. 256.

4.2.1 Pääomalaina

Pääomalaina on yksi välipääomarahoituksen tyyppiesimerkeistä. Pääomalainasta on säädetty osakeyhtiölain 12 luvussa. Tämän mukaan korko on maksettavissa ja pääoma on palautettavissa ainoastaan pakottavien edellytysten täytyessä. Nämä muistuttavat vapaan oman pääoma palauttamiselle asetettuja edellytyksiä. Pääomalaina maksetaan takaisin muita velkojia huonommalla etuoikeudella. OYL 20:23.2 mukaan pääomalaina katsotaan omaksi pääomaksi.¹⁰⁵ Pääomalainan kirjanpidollista käsittelyä OYL 20:23.2 ei kuitenkaan ratkaise. Kirjanpitolakia soveltavan yhtiön taseessa pääomalaina merkitään lähtökohtaisesti vieraan pääoman eräksi. IFRS-standardeja noudatettaessa tulee tarkastella pääomalaina ehtoja kokonaisuudessa.¹⁰⁶ Tarkastelen tätä asiaa tarkemmin jäljempänä kappaleessa. 7.3.1.

Vaikka pääomalaina on maksunsaantijärjestyksessä muihin velkoihin nähden viimesijainen, on tämä kuitenkin osakkeenomistajiin nähden etusijalla. Koska pääomalaina kirjataan omaan pääomaan, on osakkeenomistajille tästä johtuen erityisen tärkeää, että pääomalaina erotellaan muusta omasta pääomasta ja sen ehdoista saa tarkemmat tiedot¹⁰⁷. Mikäli pääomalainaa ei eriteltäisi, voisi tämä antaa sijoittajalle ja osakkeenomistajalle väärän kuvan omasta asemasta yhtiön maksunsaantijärjestys huomioiden.

4.3 Lyhyesti lähipiirilainoista

Osakeyhtiölaissa ei ole määräyksiä lähipiirilainojen tai vakuuden antamisen edellytyksistä. Näiden hyväksyttävyyttä ja antamisen edellytyksiä tulee arvioida lain yleisten periaatteiden kautta. Jos velan tai vakuuden antaminen on toiminnan tarkoituksen ja toimialakriteerin mukaista sekä keskeisten periaatteiden, kuten pääoman pysyvyyden ja yhdenvertaisuuden mukaista, ei tämä ole laitonta.¹⁰⁸

Lähipiirilaina voi olla lähipiirille annettava etu. Mikäli kyse on tällaisesta, voi syntyä intressiristiriitatilanne. Osapuolet kuuluvat toistensa lähipiiriin, jos toinen osapuoli pystyy käyttämään toiseen nähden määräysvaltaa tai huomattavaa vaikutusvaltaa toisen taloutta ja

¹⁰⁵ Airaksinen – Pulkkinen - Rasinaho 2010, s. 792–793. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 953. Mähönen – Villa 2006b, 183.

¹⁰⁶ Lautjärvi 2011, s. 1360.

¹⁰⁷ OYL 12:2.4 mukaan pääomalaina tulee merkitä taseeseen erillisenä eränä ja OYL 8:5 perusteella pääomailainoista on kerrottava toimintakertomuksessa pääasialliset ehdot ja näille kertynyt kuluksi kirjaamaton korko. Katso aiheesta tarkemmin luvusta 7.3.1.

¹⁰⁸ Vahtera 2011, s. 240-241.

liiketoimintaa koskevassa päätöksenteossa.¹⁰⁹ Tämän välttämiseksi on yhtiön annettava lisätietoja kyseisestä edusta. Tämä on tärkeä osa johdon fidusiarivelvoitteita. Lähipiirilainoista on tilinpäätösdirektiivin 43 artiklan mukaan annettava tiedot liitetiedoissa. Tämä koskee sekä lähipiirille annettavaa luottoa, että korkokantaa saatujen luottojen osalta.¹¹⁰

Osakkeenomistajalle on olennaista, että tämä saa tiedon lähipiirin saamista tai antamista lainoista. Näihin eriin voi sisältyä johdon väärinkäytöksiä, koska erillä on mahdollista siirtää yhtiön varoja lähipiirille. Eriin voi sisältyä myös johdon palkitsemiselementti. On kuitenkin olennaista, että mahdollisen luoton on tavalla tai toisella oltava liiketoiminnallinen peruste, jotta erä voi olla perusteltavissa. Kotimainen kirjanpitolaki ei takaa tämän tiedon saantia sijoittajalle yhtä hyvin kuin IFRS. Kotimaisessa sääntelyssä on määritelty lähipiiri, mutta tietoja tulee antaa ainoastaan lähipiirilainoista.¹¹¹

IFRS edellyttää, että lähipiiriliiketoimista annetaan tilinpäätöksessä tiedot. Standardin tavoitteena on varmistaa riittävien tietojen antaminen lähipiirisuhteista ja lähipiiriliiketoimista. Tiedot tulee antaa liitetiedoissa. Lähipiiriliiketoimet, joista IFRS:n mukaan pitää antaa liitetiedoissa sisältää muun muassa tavaroiden ostot ja myynnit, kiinteistöjen ja muiden omaisuuserien ostot ja myynnit, palveluiden tuottaminen ja vastaanottaminen, agentuurijärjestelyt, vuokrausjärjestelyt, tutkimus- ja kehitystoiminnan siirrot, lisenssisopimukset, oman ja vieraan pääoman rahoitus, takaukset ja muut vakuudet sekä johtamissopimukset.¹¹²

¹⁰⁹ Leppiniemi 2003, s. 119.

¹¹⁰ Mähönen 2005, s.279-280.

¹¹¹ Leppiniemi 2003, s. 120.

¹¹² Leppiniemi 2003, s. 119-120.

5 Tiedonsaantioikeus osakeyhtiölain perusteella

Hertig, Kraakman ja Rock ovat jakaneet tiedonantovelvollisuuden kolmeen kategoriaan. Näistä ensimmäinen on tiedonsaantioikeus yhtiön taloudellisesta tilasta. Kyse on lähinnä historiallisesta taloustiedosta. Toinen kategoria on tulevaisuuden ennustaminen, jonka perusteella yhtiön johdon tulisi antaa paras mahdollinen arvionsa tulevaisuuden näkymistä. Tämä kategoria perustuu *going concern -periaatteeseen*. Kolmas kategoria on puolestaan hallinnollinen tiedonantovelvollisuus, jossa pyritään kuvaamaan mahdollisia agenttiongelmia. Tähän kategoriaan sisältyy erityisesti johdon sidoksien ja taustojen kuvaaminen.¹¹³ Osakeyhtiölaki sisältää määräyksiä ensimmäiseen kategoriaan liittyviä tiedonantovelvoitteita, koska laki sisältää määräyksiä esimerkiksi asioista, jotka tulee käsitellä yhtiökokouksessa. Lisäksi osakeyhtiölaki sitoutuu läheisesti kirjanpitolakiin.

5.1 Tiedonsaantioikeuteen liittyvät oikeusperiaatteet

Osakeyhtiölaki sisältää säännöt osakkeisiin liittyvistä oikeuksista, kuten *äänioikeuden käyttämisen, osakkeenomistajan kyselyoikeuden, osakkeenomistajan oikeuden saada asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi sekä osallistumisesta yhtiökokoukseen ja sen koolle kutumisesta*.¹¹⁴ Tiedonsaantioikeuteen liittyvät läheisesti osakeyhtiölain periaatteet *yhtiön toiminnan tarkoituksesta, yhdenvertaisuusperiaatteesta ja johdon tehtävästä*. Näillä kaikilla voidaan katsoa olevan yhtenäinen tarkoitusperuste, eli suojata osakkeenomistajaa. Kuitenkin tehokkaiden markkinoiden näkökulmasta näiden kaikkien voidaan katsoa tehostavan markkinoiden toimintaa pienentämällä transaktiokustannuksia. Toisin kuin voisi ajatella, kyse on ennemminkin tehokkuusperiaatteesta kuin heikomman suojaamisesta. Periaatteiden keskeinen funktio on rajoittaa tehotonta vaihdantaa siten, että sääntelylle ei aseteta tarpeettomia pakottavia normeja, jotka muodostuisivat osakkeenomistajien sopimustoiminnan esteeksi. Yhtiöoikeudelliset periaatteet ovat *ex ante* -sääntelyä.¹¹⁵

Yhtiöoikeudellisten periaatteiden merkityksen on nähty korostuneen vuoden 2006 osakeyhtiölaissa, kun periaatteet kirjattiin lakiin. Periaatteet olivat jo tätä ennen käytössä, vaikka niitä ei ollut itse laissa.¹¹⁶ Lisäksi jo vanhan osakeyhtiölain (734/1978) tavoitteena oli eri-

¹¹³ Hertig – Kraakman – Rock 2004, s. 199-201.

¹¹⁴ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi s. 6.

¹¹⁵ Vahtera 2011, s. 97, 103, 105.

¹¹⁶ Vahtera 2011, s. 104.

tyisesti osakeyhtiöitä koskevan julkisen tiedon lisääminen ja pyrkimys lisätä yritysten tiedonantovelvollisuutta.¹¹⁷

Osakeyhtiölain keskeisistä periaatteista päämies-agenttiteoriaan voidaan liittää voitontuottamistarkoitus (OYL 1:5 ja 8), enemmistöperiaate (OYL 1:6), yhdenvertaisuus (OYL 1:7) sekä johdon fidusiaariset velvollisuudet, eli huolehtimisvelvollisuus ja lojaliteettivelvollisuus (OYL 1:8).¹¹⁸

5.1.1 Yhtiön toiminnan tarkoitus

Yleisesti ajateltuna yhtiöoikeuden tavoitteena on voitu pitää hyvinvoinnin jakamista eri osapuolille, kuten osakkeenomistajille, työntekijöille, välittäjille, asiakkaille ja joissakin tilanteissa jopa laajemmin ajateltuna yhteiskunnalle ja ympäristölle. Joissakin maissa on kuitenkin lähdetty kapeampialaiseen sääntelyyn ja periaatteeksi on otettu vain osakkeenomistajien tuottojen maksimoiminen.¹¹⁹ Näin on säädetty suomalaisessa osakeyhtiölaissa.

OYL 1:5 perusteella yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jos yhtiöjärjestyksessä ei ole sovittu yhtiön tarkoituksesta toisin. Periaate kiinnittyy läheisesti johdon lojaliteettivelvollisuuteen. Yhtiön johdon on edistettävä huolellisesti toimien voiton tuottamista yhtiön osakkeenomistajille, tai jotain muuta tarkoitusta mistä on määrätty yhtiöjärjestyksessä. Pörssiyhtiössä tavoite korostuu suhteessa yhdenyhtiöön tai henkilöyhtiöön. Yhtiön tarkoituksella on myös erittäin vahva yhteys yhdenvertaisuusperiaatteen. Yhtiön tarkoituksella pyritään nimenomaan osakkeenomistajien etua.¹²⁰ Yrityksen toiminnan oletetaan jatkuvan toistaiseksi (going concern) ja on tyypillistä, ettei yhtiön etu ole välttämättä lyhyen aikavälin jakokelpoisen voiton maksimointi, vaan pidemmän aikavälin tuotto. Tämä voi esimerkiksi tarkoittaa sitä, että yhtiön panoksia sijoitetaan tuotekehitykseen tai markkinointiin.¹²¹

Osakkeenomistajien intressissä on voiton saavuttaminen, koska he eivät saa tuottoa ennen kuin muiden intressitahojen vaatimukset ovat tulleet täytetyiksi. Pörssiyhtiöissä yhtiön

¹¹⁷ Rainio 2006, s.13.

¹¹⁸ Mähönen - Villa 2006a, s. 92.

¹¹⁹ Hansmann – Kraakman 2004(a), s. 18.

¹²⁰ Vahtera 2011, s. 140-141, 166-167.

¹²¹ Mähönen - Villa 2006a, s. 93.

tarkoituksesta ja voiton saavuttamisesta vastaa käytännössä yhtiön johto. Tästä johtuen osakkeenomistajien intresseissä on, että johto ajaa omistajien etuja.¹²² Tätä tuetaan usein erilaisilla kannustimilla, joilla pyritään siihen, että osakkeenomistajien ja johdon intressit ovat yhdenmukaiset.

Nähdäkseni tiedonsaantioikeuden kannalta yhtiön toiminnan tarkoituksella ei ole kovin syväluotaavaa merkitystä. Periaatteella on kuitenkin merkitystä siinä, että osakkeenomistaja voi luottaa siihen, että periaate rajaa yhtiön ja tämän johdon toimintaa. Periaate antaa sijoittajalle tiedon siitä millainen yhtiö on perusluoteeltaan. Mikäli yhtiön toiminta ei olisi yhtiön tarkoituksen mukaista, voisi osakkeenomistaja vedota oikeuskeinoin yhtiön johtoa kohtaan. Tiedonsaannin kannalta periaate perustuu toisin sanoen agenttiongelmalta suojautumiseen. Tämä koskee myös sitä mitä tietoa sijoittaja voi saada yhtiön vieraasta pääomasta. Periaate rajaa yhtiön velkaantumista siten, että velkaantumisella tulee olla liiketaloudellinen syy. Yhtiö ei voi ottaa lisää velkaa, jos se ei ole yhtiön edun mukaista. Lisäksi velkaantumisen osalta on huomioitava going concern -periaate. Periaate vähentää olennaisesti myös sijoittajan selonottokustannuksia.

5.1.2 Yhdenvertaisuusperiaate

OYL 1:7:ssä määrätään yhdenvertaisuudesta. Tämän mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.¹²³

Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaan toimenpiteeseen ei saa ryhtyä jos se on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (OYL 1:7). Lausekkeen mukaisesti tämän epäoikeutetun edun voi saada:

- 1) jokin ulkopuolinen taho yhtiön kustannuksella,
- 2) osakkeenomistaja yhtiön kustannuksella,
- 3) osakkeenomistaja toisen osakkeenomistajan kustannuksella tai

¹²² Vahtera 2011, s. 143.

¹²³ OYL 1:7.

4) jokin ulkopuolinen toisen osakkeenomistajan kustannuksella.¹²⁴

Yhdenvertaisuus suojaa osakkeenomistajaa epäoikeudenmukaiselta kohtelulta suhteessa toisiin osakkeenomistajiin. On kuitenkin myös havaittava, että hankkiessaan pörssiyhtiön osakkeet pienosakkaan tulee hyväksyä, että enemmistöllä tai määräenemmistöllä on päätösvalta keskeisimmissä yhtiön asioissa¹²⁵, mutta periaate estää kuitenkin enemmistöomistajien suosimisen muiden osakkeenomistajien kustannuksella.¹²⁶ Yhdenvertaisuusperiaate rajoittaa kaikkien yhtiöorganien päätöksentekoa, eli se koskee niin yhtiökokousta, hallitusta kuin myös toimitusjohtajaa. Yhdenvertaisuusperiaatteen ohella tätä päätöksentekoa rajoittaa yhtiön tarkoitus.¹²⁷

Yhdenvertaisuusperiaatteella suojataan vähemmistöosakkeenomistajia määrävissä asemassa olevan osakkeenomistajan opportunistiselta käyttäytymiseltä. Yhtiössä tehtävillä toimilla on tavoiteltava kaikkien osakkeenomistajien etua, ei vain tietyssä asemassa olevan. Vähemmistöosakkeenomistajien suoja on erityisen olennaista silloin, kun yhtiössä on vahva enemmistöomistaja. Tämä on tyypillistä muun muassa suomalaisissa yhtiöissä. Sen sijaan esimerkiksi Yhdysvalloissa omistus on tyypillisesti hajaantunutta ja tällöin intressiritiriita ei korostu enemmistön- ja vähemmistön välillä, vaan pikemminkin johdon ja osakkeenomistajien välillä.¹²⁸ Suomalaisten listayhtiöiden omistajarakenne ja suuruus vaihtelevat erittäin paljon. Osassa yhtiöissä omistajarakenne on hajautunut enemmän kuin toisissa. Useissa kotimaisissa listayhtiöissä on merkittäviä äänioikeusenemmistöomistajia. Yhtiökokouksen päätösvaltaan kuuluvien asioiden osalta voi olla yhtiön edun mukaista, että hallitus tietää merkittävän äänioikeuden omaavien osakkeenomistajien mielipiteen valmisteltavassa olevassa asiassa.¹²⁹ Ongelmalliseksi tämän näkökulman tekee nähdäkseni osakkeenomistajien yhdenvertaisuus. Myös sisäpiirisäännökset on otettava huomioon, koska jos joltakulta enemmistöomistajalta tiedustellaan tämän mielipidettä valmisteltavassa asiassa, saa tämä väistämättä sellaista tietoa, joka ei ole kaikkien sijoittajien tiedossa.

Yhtiön johdon velvollisuutena on yhdenvertaisuusperiaatteen ja yhtiön tarkoituksen mukaisesti ajaa kaikkien osakkeenomistajien etua. Osakeyhtiön toiminta on kuitenkin aina

¹²⁴ Andersson – Pehrsson 2008, s. 140.

¹²⁵ Vahtera 2011, s. 97.

¹²⁶ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 6

¹²⁷ Vahtera 2011, s. 160.

¹²⁸ Mähönen - Villa 2006a, s. 96-97.

¹²⁹ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 6.

riskillistä ja johto joutuu tekemään päätöksiä siitä minkälaisia riskejä yhtiö ottaa. Yhtiön johto ei käytännössä kykene ottamaan samalla tavalla huomioon kaikkien osakkeenomistajien etuja tehdessään päätöksiä, koska osakkeenomistajilla on erilaiset riskipreferenssit.¹³⁰ Jos johto tekee perustellun päätöksen, eikä päätöksen taustalla ole huomioitu yksittäisen osakkeenomistajan etua, ei päätöstä voida pitää yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena.

Yhdenvertaisuuteen liittyen osakeyhtiölaissa on erinäisiä suojakeinoja vähemmistöosakkeenomistajille. Esimerkiksi määräenemmistö ei voi tehdä kaikkia päätöksiä yhtiössä, vaan tietyissä asioissa vaaditaan osakkeenomistajan nimenomainen suostumus (OYL 5:29.1).¹³¹ Suojaa vähemmistöosakkeenomistaja saa myös OYL 23:1 perusteella, joka asettaa vaikutusvaltaansa väärinkäyttäneelle osakkeenomistajalle velvoitteen lunastaa osakkeet tietyissä tilanteissa.

Yhdenvertaisuusperiaate on merkittävä tiedonsaantioikeuden kannalta. Tämä linkittyy suoraan siihen miten yhtiön tulee tiedottaa. Lähtökohtana on, että tiedon tulee olla saatavilla yhtä aikaa kaikille sijoittajille. On kuitenkin selvää, että kaikki tieto ei kulje kaikille osakkeenomistajille ja sijoittajille tavoitteesta huolimatta samanaikaisesti. Tämä johtuu esimerkiksi siitä, että yhtiön hallinnossa voi olla mukana osakkeenomistajia tai esimerkiksi osakassopimuksen perusteella tiettyjen omistajien valitsemia edustajia. Yhtiön johdossa mukana olevan henkilön on suotavaa tietää yhtiöstä enemmän, kuin muiden osakkeenomistajien. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva lainsäädäntö tekee sen mahdolliseksi, etteivät kuitenkaan myöskään nämä osakkeenomistajat voi hyödyntää tietoaan muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Tämän ohella yhdenvertaisuusperiaate rajoittaa yhtiön toimintaa. Yhtiössä ei toisin sanoen voida tehdä mitä tahansa päätöksiä. Periaatteella turvautaan päämies-agenttiongelmalta. Sijoittaja voi siksi luottaa siihen, että yhtiössä tehtävät toimet eivät suosi tiettyjä omistajia ja jos näin tapahtuisi, niin tällöin osakkeenomistajalla on keinoja puuttua epäkohtaan. Tämä tietenkin edellyttää sitä, että osakkeenomistaja saa tiedon kyseisistä toimista.

Yhdenvertaisuusperiaate on yhdistettävissä vieraaseen pääomaan ja tästä saatavaan informaatioon. Vieraan pääoman ehtoisten lainojen osalta yhdenvertaisuus tulee lähinnä arvioitavaksi lähipiirilainojen ja -toimien suhteen. Yhtiö voi ottaa lähipiiriin kuuluvalta lainaa,

¹³⁰ Vahtera 2011, s. 188.

¹³¹ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 36-37.

mutta tämän tulee olla liiketoiminnallinen peruste ja lainan ehdot eivät saa olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia. Toisin sanoen yhtiö ei voi ottaa yksittäiseltä osakkeenomistajalta lainaa, jossa korko ylittää markkinakoron. Tyypillisempää tosin lienee se, että yhtiö antaa osakkeenomistajilleen osakaslainaa korottomasti tai markkinakorkoa alempaan hintaan. Myöskään tällaisen käytännön ei tulisi olla sallittua yhdenvertaisuusperiaatteen valossa. On kuitenkin mahdollista, että järjestely on osa yhtiön johon palkitsemisjärjestelmää, jolloin käytäntö voi nähdäkseni saada liiketaloudellisen perusteen ja tämä voi olla hyväksyttävissä. Kohtuuton palkitseminen ei kuitenkaan ole tällöinkään sallittua.

5.1.3 Johdon tehtävä

OYL 1:8 mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Jotta johto suorittaa tehtävänsä mahdollisimman huolellisesti ja yhtiön edun kannalta parhaalla mahdollisella tavalla, yrityksissä on luotu erinäisiä kannustinjärjestelmiä. Toisaalta voidaan ajatella, että johdolla on oma kannustimensa jo siinä, että suoriutumalla tehtävistään hyvin he turvaavat oman työpaikkansa säilymisen.¹³²

OYL 1:8:ssa on kyse johdon fidusiarivelvoitteista. Yhtiön johdolla on velvollisuus yhtiön kaikkia sidosryhmiä kohtaan. Velvoite on jaettavissa kahteen osaan: *huolellisuusvelvollisuuden* sekä *lojaliteettivelvollisuuden*. Fidusiarivelvollisuuksilla voidaan viime kädessä katsoa olevan kyseen agentin opportunistin estämisestä, joka liittyy informaatioepäsymmetriatilanteeseen. Fidusiarivelvoitteet tuovat suojaa vahvaa itsenäistä johtoa vastaan ja niiden merkitys on kasvanut viime aikoina myös Euroopassa. Koska angloamerikkaisessa järjestelmässä fidusiarivelvoitteet on omaksuttu aikaisemmin, voi näistä maista hakea viitteitä myös kotimaiseen tulkintatapaan. Fidusiarivelvollisuuksien rikkomisesta seuraa vahingonkorvausvastuu.¹³³

Huolellisuusvelvoitetta tulkittaessa tulee tarkastella *business judgment rulea*, eli liiketoimintapäätösperiaatetta. Tämä perustuu Delawaren korkeimman oikeuden ratkaisuun Aronson v. Lewis (473 A.2d 805 (Del. 1984)). Tämän soveltamista on edelleen jatkettu myöhemmissä yhdysvaltalaisissa oikeustapauksissa. Periaatteen mukaan hallituksen jäsenet eivät ole vastuussa liiketoimintaratkaisusta, jos:

¹³² Vahtera 2011, s. 142.

¹³³ Mähönen - Villa 2006a, s. 110-111.

- 1) kyseessä ei ole oikeustoimi henkilön itsensä kanssa eikä käsillä ole *intressiristiriitaa* käsiteltävän asian suhteen;
- 2) hallitus *käsittelee asiaa ja ratkaisee sen*. Business judgment rule ei suojaa passiivisuutta. Sen sijaan, jos asia jätetään ratkaisematta, voi tämä olla säännön alainen;
- 3) hallituksen jäsenet hankkivat *asianmukaisen informaation* ennen päätöksentekoa. Päätöksen perustaksi on selvitettävä kaikki asiaan vaikuttavat olennaiset tiedot, jotka ovat kohtuudella hankittavissa; ja
- 4) hallituksen jäsenet *eivät ole täysin perusteettomia tai epärationaalisia*. Toimella täytyy olla järkevä liiketaloudellinen peruste eikä se saa olla selvästi virheellinen.¹³⁴

Lojaliteettivelvollisuus tarkoittaa yhtiön edun edistämistä lojaalisti kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Yhtiön edulla tarkoitetaan OYL 1:5:n säännöstä tai yhtiöjärjestyksessä määrättyä muuta yhtiön tarkoitusta. Lojaliteettivelvollisuudella on myös vahva side yhdenvertaisuusperiaatteeseen. Lojaliteettivelvollisuuden voidaan katsoa sisältävän myös agentin oman hyödyn tavoittelun päämiehen kustannuksella. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että johdon tulisi toimia ilman asianmukaista palkkiota. Johdon ei tule kuitenkaan edistää omaa etuaan yhtiön kustannuksella maksamalla ylisuuria palkkioita. Kannustinpalkkaus on katsottu usein osakkeenomistajien edun mukaiseksi. Lojaliteettivelvollisuuteen liittyy myös johdon kilpailukiello ja itsekontrahointikiello.¹³⁵

Fidusiarivelvoitteilla ei ole suoraa vaikutusta tiedonsaantioikeuteen, mutta periaate on erityisen olennainen päämies-agenttiongelmalta suojautumisessa. Päämies-agenttiongelman taustalla on informaatioasymmetria. Periaate turvaa osakkeenomistajan tiedonsaantia sitä kautta, että tämä tietää, ettei yhtiössä pitäisi tapahtua periaatteen vastaisia toimia. Tämä vähentää selonottokustannuksia. Periaatetta rikottaessa osakkeenomistajan on mahdollista turvautua oikeussuojakeinoihin. Veloitteen voi nähdä tuovan vakautta rahoitusmarkkinoiden toimivuuteen kokonaisuutena.

¹³⁴ Mähönen - Villa 2006a, s. 112-113. Suomessa business judgment rulea voidaan myös lähtökohtaisesti soveltaa. Ks. asiasta tarkemmin Mähönen - Villa 2006a, s. 114-115.

¹³⁵ Mähönen - Villa 2006a, s. 115-116, 121, 125-128.

5.1.4 Osakkeenomistajan rajoitetusta riskistä lyhyesti

OYL 1:1.2:n mukaan osakkeenomistajat eivät ole henkilökohtaisessa, omistukseen perustuvassa, vastuussa yhtiön veloista. Tämä mahdollistaa yhtiön varojen keräämisen laajalta sijoittajapiiriltä ja lisää olennaisesti markkinoiden tehokkuutta.¹³⁶

Rajoitettu vastuu on yksi osakeyhtiön perusominaisuuksista¹³⁷, joka tunnetaan ympäri maailman. Rajoitetulla vastuulla tarkoitetaan sitä, että velkojat eivät voi esittää vaatimuksiaan osakkeenomistajia tai yhtiön johtoa kohtaan, vaan ainoastaan yritykselle.¹³⁸ Osakkeenomistajan rajoitettu vastuu ei ole varsinaisesti osakeyhtiölain mukainen periaate, vaan kyse on osakeyhtiömuodon olemassaololle välttämätön julkisen vallan interventio osakeyhtiön sidosryhmien välisiin sopimussuhteisiin. Lyhyesti ilmaistuna rajoitettu vastuu tarkoittaa sitä, että osakkeenomistaja on vastuussa yhtiön velvoitteista ainoastaan yhtiöön sijoittamalaan pääomalla.¹³⁹ Toisaalta rajoitetusta vastuusta voi nähdä seuraavan myös sen, että osakkeenomistaja siirtää riskiään yhtiön sopimuskumppaneille, esimerkiksi velkarahoittajille, jotka ovat yleensä kykenevämpiä kantamaan rajoitetun vastuun ylittävän riskin¹⁴⁰. Tämä mahdollistaa tehokkaan riskin kantamisen ja jakamisen ja osakkeenomistajat kykenevät tekemään sijoituksia ilman, että heidän tarvitsee kantaa liian suurta painolastia riskistä. Osakeyhtiö on hyvä keino sopia ja jakaa liiketoiminnallinen riski ja siitä seuraavat tuotot osakkeenomistajien ja velkojen kesken tarkoituksenmukaisella tavalla. Tässä osapuolet pystyvät huomioimaan mitkä ovat heidän riskipreferenssinsä ja ottamaan riskit kannettavaksi oman kantokykynsä mukaan. Osakkeenomistajia suojaa rajoitetun vastuun ohella myös osakkeiden vapaa vaihdanta.¹⁴¹ Osakkeenomistajan kannalta osakkeiden vapaaluovu-

¹³⁶ Vahtera 2011, s. 57.

¹³⁷ Osakeyhtiön muina perusominaisuuksina pidetään yhtiön täydellistä oikeushenkilöllisyyttä, osakkeenomistajien jako-osuutta yhtiön residuaaliin (nettovarallisuuteen), erityistä hallintorakennetta, jonka avulla toteutetaan johdon ja omistajien erillisuus sekä osakkeiden vapaata luotettavuutta. (Mähönen 2009a, s. 21). Kaikilla näillä perusominaisuuksilla on merkitystä myös tämän opinnäytetyön aiheen kannalta, mutta tässä yhteydessä olen nostanut esiin ainoastaan rajoitetun vastuun yhtiön veloista. Muut perusominaisuudet nousevat esiin erinäisissä yhteyksissä, kuten esimerkiksi päämies-agenttiteoriaa käsiteltäessä.

¹³⁸ Hansmann – Kraakman 2004(a), s. 8-9.

¹³⁹ Mähönen - Villa 2006a, s. 281-283. On syytä havaita, että tästä rajoitetusta vastuusta voidaan poiketa yhtiöjärjestyksen perusteella (OYL 1:2.2). Erityisesti tämä toteutuu kiinteistöosakeyhtiöiden kohdalla, joissa osakkeenomistajien veloitteena on kattaa yhtiön kulut maksamalla vastiketta. Katso aiheesta tarkemmin HE 109/2005 vp, s. 38 sekä KKO 2003:33, jossa Kiinteistö Oy ei ollut määrätty sellaista yhtiövastiketta maksettavaksi, jolla katettaisiin yhtiön lainojen lyhennykset ja niiden korot näiden erääntyessä. Tämän seurauksena yhtiö hakeutui itse konkurssiin. Ratkaisussa käsiteltiin erityisesti laitonta varojen jakoa ja yhtiön hallituksen vastuuta.

¹⁴⁰ Lautjärvi 2011, s. 1344.

¹⁴¹ Vahtera 2011, s. 52.

tettavuus on erittäin keskeinen turvautumiskeino. Mikäli osakkeiden markkinat toimivat tehokkaasti, pystyy osakkeenomistaja viime kädessä luopumaan osakkeistaan.

Näkisin, että tämä osakeyhtiöoikeudellinen periaate on erittäin keskeinen turvautumiskeino informaatioasymmetrialta ja päämies-agenttiongelmalta. Esimerkiksi, jos osakkeenomistaja katsoisi, että tämä ei ole saanut riittävää tietoa yhtiön toiminnasta, tai toiminta on ollut sen kaltaista, ettei tämä miellytä omistajaa, voi tämä aina luopua omistuksestaan. Edelleen, jos omistaja ei ole ajoissa saanut tietoa yhtiön ongelmista, ja yhtiö ajautuu konkurssiin, on omistajan vastuu kuitenkin rajoitettua, eli pahimmassakin tilanteessa menetetään ainoastaan sijoitettu pääoma.

5.2 Yhtiökokous

Tiedonsaantioikeuden kannalta yhtiökokouksella on suuri merkitys. Yhtiökokouksessa käsitellään yhtiökokouksen toimivaltaan kuuluvat asiat¹⁴². Yhtiökokouksessa osakkeenomistaja saa erityisesti tietoa yhtiön tilinpäätöksestä. Keskeinen tiedonsaantioikeuteen liittyvä kysymys on osakkeenomistajan kyselyoikeus. Nämä asiat käsitellään tässä luvussa.

Osakkeenomistajan tiedonsaantioikeutta turvataan oikeudella osallistua yhtiökokoukseen. Osallistumisoikeutta voidaan pitää eräänä keskeisimpänä osakkeen tuottamana oikeutena. Lisäksi osakkeeseen liittyy puhevalta, mutta ei välttämättä oikeutta osallistua asiasta päättämiseen, koska oikeutta voidaan rajoittaa yhtiöjärjestyksen määräyksillä. Puhevalta sisältää oikeuden käyttää puheenvuoroja, tehdä ehdotuksia ja esittää kysymyksiä. Yhtiöoikeudellisesti tämä oikeus on rajoittamaton, mutta osakkeenomistajat voivat sopia tästä oikeudesta esimerkiksi osakassopimuksessa. Osakassopimus ei kuitenkaan estä yhtiöoikeudellisten oikeuksien käyttöä, mutta osakassopimuksesta voi seurata sopimusoikeudellisia seuraamuksia, kuten mahdollinen sopimussakko.¹⁴³

¹⁴² Hallituksen ja yhtiökokouksen välisen toimivallan jako ei ole aina itsestään selvää. Lähtökohtana kotimaisessa sääntelyssä on, että hallituksella on laaja toimivalta ja sen toimivaltaan kuuluu kaikki sellaiset tehtävät, jotka eivät kuulu yhtiökokoukselle. Toisin sanoen, jos asian päättämistä ei ole säädetty osakeyhtiölaissa yhtiökokouksen tehtäväksi, päätösvalta kuuluu joko hallitukselle tai toimitusjohtajalle (hallituksen tahdosta riippuen viime kädessä aina hallitukselle). Erityisen epätavallisten ja laajakantoisten toimien vieminen yhtiökokouksen päätettäväksi on oikeudessamme jossain määrin epäselvä. Suomen yhtiöoikeudessa yhtiökokouksen toimivaltaa ei ole sidottu, vaan asian käsittely voidaan siirtää yhtiökokoukselle yhtiöjärjestyksen määräyksellä, hallituksen päätöksellä tai yksimielisten osakkeenomistajien päätöksellä. Hallituksen toimivaltaa rajoittaa myös yhtiön yhtiöjärjestyksessä oleva toimialamääritys. (Mähönen – Villa 2011, s. 4-6, 9).

¹⁴³ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 115.

Yhtiökokouksen kutsuu normaalisti koolle hallitus, siitä riippumatta oli kysymys ylimääräisestä tai varsinaisesta kokouksesta sekä siitä kenen aloitteesta kokous kutsutaan koolle. Tietyissä tilanteissa koollekutsuminen voi tapahtua myös aluehallintoviraston toimesta. Tämä toteutuu lähinnä niissä tilanteissa, joissa yhtiökokousta ei kutsuta koolle, vaikka tätä edellytettäisiin osakeyhtiölain perusteella.¹⁴⁴

Osakkeenomistaja saa olennaista tietoa jo itse yhtiökokouskutsusta. Yhtiökokouskutsu on pörssiyhtiöissä julkistettava. Varsinainen yhtiökokous tulee kutsua koolle kuuden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. Ylimääräinen yhtiökokous on puolestaan järjestettävä, jos vähintään 10 %:a osakkeenomistajista vaatii tätä kirjallisesti.¹⁴⁵ Yhtiökokouskutsu ja yhtiökokoukselle esitettävät asiakirjat sekä päätösehdotukset yhtiökokoukselle tulee asettaa yhtiön Internet-sivuille nähtäville viimeistään kolme viikkoa ennen kokousta.¹⁴⁶ OYL 5:11.1 mukaan kokouskutsussa on mainittava varsinaisessa yhtiökokouksessa päätettävät asiat. Tällä halutaan suojata osakkeenomistajaa, koska kutsun perusteella osakkeenomistaja voi päättää osallistuuko kokoukseen sekä valmistautua ennakolta käsiteltäviin asioihin.¹⁴⁷

Pörssin sääntöjen mukaan yhtiökokouksen tekemä päätös on julkistettava, ellei kyseinen päätös ole vähämerkityksinen. Julkistamista edellytetään siitä huolimatta, että tehty päätös vastaisi ehdotusta. Jos yhtiökokous valtuuttaa hallituksen päättämään jostain seikasta, on hallituksen kokouksen päätös julkistettava, ellei päätös ole vähämerkityksellinen.¹⁴⁸ Varsinaisessa yhtiökokouksessa käsitellään OYL 5:3 mukaiset asiat. Vieraan pääoman kannalta keskeisiä asioita ovat tilinpäätöksen vahvistaminen ja taseen osoittaman voiton käyttäminen.

Kutsuun liittyvien ennakkotietojen esillä pitäminen Internet-sivuilla liittyy pörssiyhtiöitä koskeviin määräyksiin. Tästä on säädetty OYL 5:18 ja OYL 5:22. Lisäksi Suomen hallinnointikoodistossa ja pörssin ohjeissa on ohjeet Internet-sivuilla esillä pitämisestä. Listautumattomilta yhtiöiltä ei edellytetä ennakkotietojen antamista Internet-sivujen kautta, vaan

¹⁴⁴ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 103-104.

¹⁴⁵ OYL 5:3-4.

¹⁴⁶ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 8.

¹⁴⁷ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 107.

¹⁴⁸ Pörssin sääntö 2.3.3.2. s. 40.

nämä voivat pitää materiaalit saatavilla OYL 5:21 mukaisesti yhtiön pääkonttorista sekä itse yhtiökokouksessa.¹⁴⁹ Kyse on niin sanotusta etukäteistiedottamisesta. Etukäteen annettaviin tietoihin lukeutuvat hallituksen päätösehdotukset tai niiden jäljennökset, tilinpäätös, toimintakertomus ja tilintarkastuskertomus tai niiden jäljennökset, jos niitä käsitellään kokouksessa. Tiedon tulee olla osakkeenomistajien saatavilla ja ne tulee viivytyksettä lähettää osakkeenomistajalle joka niitä pyytää (OYL 5:21). Jos tilinpäätöstä ei käsitellä kokouksessa, on osakkeenomistajan saatavilla kuitenkin pidettävä viimeistä laadittua tilinpäätöstä, toimintakertomusta ja tilintarkastuskertomusta, viimeisen tilikauden päättymisen jälkeen tehtyä päätöstä varojen jakamisesta, viimeisen tilikauden päättymisen jälkeen mahdollisesti laadittuja osavuosisikatsauksia sekä hallituksen selostusta tilinpäätöksen tai osavuosisikatsauksen laatimisen jälkeisistä yhtiön asemaan olennaisesti vaikuttavista tapahtumista. Tällä esillä pitämisellä halutaan turvata erityisesti niitä osakkeenomistajia, jotka ovat saaneet osakkeet omistukseensa tilikauden päättymisen jälkeen.¹⁵⁰

5.2.1 Osakkeenomistajan oikeus saada haluamansa asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi

Osakkeenomistajan oikeudesta saada asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi on säädetty OYL 5:5:ssa. Tämän perusteella osakkeenomistajalla on oikeus saada asia käsiteltäväksi, jos hän vaatii sitä kirjallisesti hallitukselta hyvissä ajoin sitä, että asia voidaan sisällyttää kokouskutsuun. Pörssi-yhtiöissä asian katsotaan saapuneen riittävän ajoissa, jos vaatimus on esitetty hallitukselle viimeistään neljä viikkoa ennen kokouskutsun toimittamista¹⁵¹. Osakkeenomistajalla on myös OYL 5:4 perusteella mahdollisuus vaatia ylimääräisen yhtiökokouksen koolle kutsumista, jos tämä omistaa vähintään 1/10 yhtiön osakkeista. Vaatimuksen voi esittää yhdessä myös useampi osakkeenomistaja, jotka yhdessä omistavat vähintään tämän määrän yhtiön osakkeita. Mikäli vaatimus saapuu ajoissa, mutta asiaa ei tästä huolimatta oteta yhtiökokouksen käsiteltäväksi, voi osakkeenomistaja vaatia, että tuomioistuin velvoittaa yhtiön ottamaan asian seuraavan mahdollisen yhtiökokouksen käsiteltäväksi. OYL

¹⁴⁹ Katso pörssin sääntö 2.3.3.2, s. 40, OYL 5:18, 5:21 ja 5:22.

¹⁵⁰ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 111-112. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 502-503. Luetellut esillä pitämistä koskevat määräykset perustuvat OYL 5:21. Nähtävillä pitämisen rikkominen voi johtaa siihen, että tehty päätös on pätemätön. Pätemättömyys on normaalisti näissä tilanteissa sellaista, että tähän on vedottava määräajassa (OYL 21:1). (Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 503.)

¹⁵¹ Katso vaatimuksen saapumisesta ajoissa tarkemmin HE 109/2005, s. 68 ja HE 27/1977, s. 62.

ei itsessään anna osakkeenomistajalle oikeussuojakeinoja tilanteeseen. Osakkeenomistaja voi velvoittamisen lisäksi vaatia hallintoelimiltä vahingonkorvausta.¹⁵²

OYL 5:4 sisältää määräyksen siitä, että yhtiökokouksen käsiteltäväksi voidaan saada sellainen asia, joka kuuluu yhtiökokoukselle osakeyhtiölain perusteella. Tämä on nähty ongelmalliseksi, koska laki ja HE eivät tarkenna sitä tarkoitetaanko tällä nimenomaan OYL perusteella yhtiökokouksessa käsiteltävää asiaa vai myös sellaisia asioita, jotka kuuluvat hallituksen tai toimitusjohtajan toimivaltaan, mutta jotka hallitus voi saattaa yhtiökokouksen käsiteltäväksi OYL 5:2 ja 6:7 perusteella. Sanamuodon mukaisen tulkinnan perusteella osakkeenomistajan oikeudet rajoittuisivat vain lain mukaan suoraan yhtiökokouksen päätettäväksi kuuluvien asioiden saamiseen yhtiökokouksen päätettäväksi, ei hallituksen tai toimitusjohtajan toimivaltaan kuuluvien asioiden.¹⁵³ Velkasopimukset kuuluvat puhtaasti hallituksen tai tietyissä tilanteissa jopa toimitusjohtajan toimivaltaan. Näin ollen osakkeenomistaja ei voisi saada tällaista asiaa yhtiökokouksen päätettäväksi, jos OYL 5:4 tulkitaan sanamuodon mukaan.

5.2.2 Kyselyoikeus

Osakkeenomistajalla on yhtiökokouksessa kyselyoikeus (OYL 5:25). OYL 5:25 mukaan hallituksen ja toimitusjohtajan on yhtiökokouksessa osakkeenomistajan pyynnöstä annettava tarkempia tietoja seikoista, jotka voivat vaikuttaa kokouksessa käsiteltävän asian arviointiin. Myös tilintarkastajan voidaan katsoa olevan oikeutettu vastaamaan kysymyksiin samassa laajuudessa. Jos kokouksessa käsitellään tilinpäätöstä, velvollisuus koskee myös yhtiön taloudellista asemaa yleisemmin, mukaan lukien yhtiön suhde samaan konserniin kuuluvaan toiseen yhteisöön tai säätiöön. Tietoja ei kuitenkaan saa antaa, jos niiden antaminen tuottaisi yhtiölle olennaista haittaa. Osakkeenomistaja voi myös toimittaa kysymyksensä ennakkoon yhtiölle.¹⁵⁴ Kyselyoikeutta käyttämällä osakkeenomistajat voivat saada tarkempia tietoja asioista, jotka voivat vaikuttaa yhtiön tilinpäätöksen, taloudellisen aseman tai muun kokouksessa käsiteltävän asian arviointiin¹⁵⁵. Kyselyoikeus koskee kuitenkin

¹⁵² Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 505-506.

¹⁵³ Kyläkallio – Irola - Kyläkallio 2008, s. 504-505.

¹⁵⁴ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 7. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 516. Ks. tilintarkastajan vastausvelvollisuuden osalta myös TTL 19 §.

¹⁵⁵ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 9.

ainoastaan sellaisia seikkoja, jotka ovat yhtiökokouksessa käsiteltävinä¹⁵⁶, eikä tämä oikeus perusta jatkuvaa oikeutta saada yhtiön johdolta tietoja yhtiön toiminnasta ja taloudellisesta asemasta¹⁵⁷. Jos käsiteltävänä on yhtiön tilinpäätös, voidaan mielestäni katsoa, että osakkeenomistaja voi esittää kysymyksiä yhtiön vieraasta pääomasta. Epäselvää kuitenkin on se kuinka pitkälle kyselyoikeus ulottuu yksittäisten velkasopimusten ehtojen suhteen. Selvää nähdäkseni on, että ainakin velkojan tiedot ja korkoa koskevat ehdot kuuluvat kyselyoikeuden piiriin.¹⁵⁸ Osakeyhtiölain esitöissä korostetaan, että kyselyoikeuden tarkoituksena on sallia verrattain laaja osakkeenomistajan kyselyoikeuden käyttö. Kyselyoikeuden ulottuvuuden rajaaminen on ongelmallinen kysymys. Lähtökohtana voidaan pitää sitä, että tietoa on annettava sen verran, että yhtiökokouksessa kyetään tekemään päätös. Lisäksi osakkeenomistajien on syytä ymmärtää, että osakkeenomistajina voi olla myös yhtiön kilpailijoita, jolloin syntyy riski siitä, että kyselyoikeutta käytetään yhtiön edun vastaisesti. Yhtiön etu toimii osaltaan ratkaisevana tekijänä kyselyoikeuden rajaamisessa.¹⁵⁹

OYL 5:25 2. momentin mukaan, jos osakkeenomistajan kysymykseen voidaan vastata vain sellaisen tietojen perusteella, jotka eivät ole kokouksessa käytettävissä, vastaus on annettava kahden viikon kuluessa kirjallisesti. Vastaus on toimitettava kysymyksen esittäneelle osakkeenomistajalle ja muulle osakkeenomistajalle, joka sitä pyytää. HE 109/2005 mukaan kyselyoikeuden sisältö vastaa VOYL 9:12 1 ja 2 momentin sisältöä. Sen sijaan uudessa laissa jätettiin kyselyoikeudesta pois 3. ja 4. momentti, joita ei käytännössä ollut juurikaan sovellettu. Vanhan lain 3. momentin mukaan, jos hallitus katsoo, ettei pyydettyä tietoa voida antaa osakkeenomistajalle aiheuttamatta tiedon antamisella olennaista haittaa yhtiölle, hallituksen on kahden viikon kuluessa yhtiökokouksesta annettava kyseinen tieto kuitenkin yhtiön tilintarkastajalle, joka edelleen antaa hallitukselle kirjallisen lausunnon tiedon vaikutuksesta tilintarkastuskertomukseen tai muuhun tilintarkastajan yhtiökokoukselle antamaan lausuntoon. Neljännen momentin pois jättäminen puolestaan tarkoitti sitä, että enää alle kymmenen osakkeenomistajan yhtiöissä osakkaalla ei ole oikeutta tutustua yhtiön kirjanpitoon ja muihin asiakirjoihin. Kyseisen momentin poistamista perusteltiin hallituksen

¹⁵⁶ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 516.

¹⁵⁷ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 135.

¹⁵⁸ Mielenkiintoinen kysymys on se, että miten sopimuksessa (esimerkiksi lainasopimus) sovittu salassapitoehto suhtautuisi osakkeenomistajan tiedonsaantioikeuteen. Tähän liittyen, kuten jäljempänä käsittelen, liittyy myös hallituksen jäsenen ja toimitusjohtajan oikeus kieltäytyä antamasta vastausta, jos tästä olisi olennaista haittaa yhtiölle. Mielestäni on mahdollista, että mahdollinen salassapitovelvollisuuden rikkomiseen liittyvä vahingonkorvaus tai sopimussakko voisi olla sellainen olennainen vahinko, joka voisi johtaa siihen, että tiedonantamisesta voitaisiin kieltäytyä. Tätä kysymystä en kuitenkaan tässä työssä kykene pohtimaan.

¹⁵⁹ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 135-136.

esityksessä sillä, että momentin säännökset ovat jääneet vähämerkityksiksi ja lisäksi se on ongelmallinen muun muassa siksi, ettei se erottele pieniä ja suuria yhtiöitä.¹⁶⁰

Hallituksen jäsenellä ja yhtiön toimitusjohtajalla¹⁶¹ on velvollisuus vastata osakkaan esittämiin kysymyksiin. Hallintoneuvoston jäsentä tai yhtiökokouksen puheenjohtajaa osakkaan oikeus ei sen sijaan sido. Kuten laista ilmenee hallituksen jäsen ja toimitusjohtaja voivat kieltäytyä antamasta vastausta, jos tästä on olennaista haittaa yhtiölle. Toimitusjohtajalla ja hallituksen jäsenellä on siis harkintavaltaa sen suhteen mitä he kertovat osakkaille. Perusteettomasti he eivät kuitenkaan voi kieltäytyä antamasta tietoja. Kyselyoikeus lisää myös toimitusjohtajan ja hallituksen toiminnan julkisuutta, jolloin täyttyy hyvän hallinnon edellytykset.¹⁶² Lisäksi on muistettava, että yhtiökokoukselta rajoittaa yhtiökokouksessa käsiteltäviä asioita. Tiedonsaantioikeuden merkitys nousee olennaisesti, kun käsiteltävänä on merkittäviä asioita.¹⁶³ Vieraan pääoman osalta asia voi tulla käsiteltäväksi lähinnä tilanteissa, joissa käsitellään yhtiön tilinpäätöstä. Yhtiökokouksen toimivaltaan ei normaalisti kuulu päättämisen vieraan pääoman ottamisesta, vaan tämä kuuluu yhtiön hallitukselle tai toimitusjohtajalle.

On havaittava, että osakkeenomistajan kyselyoikeus yhtiökokouksessa on merkittävä, mutta varsin rajoittunut tiedonsaantikeino. Osakkeenomistajan oikeus rajoittuu kokouksessa käsiteltävänä oleviin seikkoihin. Tästä johtuen on mahdollista, ettei osakkeenomistaja saa kyselyoikeuttakaan käyttämällä kaipaamaansa tietoa, koska kysymysten esittäminen riittävän spesifisti voi olla mahdotonta, koska taustalla olevat asiat eivät välttämättä ole tai voi olla osakkeenomistajan tiedossa. Osakkeenomistajalla ei myöskään ole mitään yleistä oikeutta saada tietoa muutoin kuin mitä osakeyhtiölaissa on erikseen määrätty osakkeenomistajan nähtäväksi (OYL 5:21). Arvopaperimarkkinalain määräykset täydentävät näin ollen olennaisesti osakkeenomistajan tiedonsaantioikeutta ja tietyiltä osin sitä voidaan nähdäkseni pitää keskeisempänä käsillä olevan aiheen kannalta. Lukijan on kuitenkin syytä havaita, että niiden yhtiöiden kohdalla, joilla ei ole velvollisuutta noudattaa arvopaperimarkkinalakia, voi osakkeenomistajan tiedonsaantioikeus olla erittäin rajallista. Suurten

¹⁶⁰ HE 109/2005, s. 75 ja laki osakeyhtiölain muuttamisesta (145/1997).

¹⁶¹ Corporate Governance säännöt edellyttävät hallituksen puheenjohtajan ja riittävän määrän hallituksen ja sen valiokuntien jäsenien sekä toimitusjohtajan läsnäoloa yhtiökokouksessa. Lisäksi tilintarkastajan läsnäoloa edellytetään. Tilintarkastajan läsnäoloa edellytetään, jotta osakkeenomistajat voivat kysyä tarkempia tietoja seikoista, jotka ovat vaikuttaneet tilinpäätöksen tai muun kokouksessa käsiteltävän asian arviointiin. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 9.)

¹⁶² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007, s. 289-291.

¹⁶³ af Schultén 2003, s. 71.

listaamattomien yhtiöiden kohdalla näen tämän ongelman olevan todellinen. Toisaalta on ymmärrettävä, että Suomessa suurissa listaamattomissa yhtiöissä (ja myös osassa pörssi-yhtiöitä) omistajuus ei ole hajaantunut. Tällöin osakassopimuksella kyetään turvaamaan tiedonsaantioikeus.

5.3 Tilintarkastus

Tilintarkastajien voi nähdä toimivan osakkeenomistajien agenttina välittäessään yhtiötä koskevaa relevanttia tietoa osakkeenomistajille. Tilintarkastajan rooli korostuu, jos sijoittajien ja johdon välinen informaatioepäsymmetria on suuri.¹⁶⁴ Tilintarkastajat ovat pääasiassa osakkeenomistajien luottamusmiehiä, mutta tämän ohella he valvovat muun muassa yhtiön velkojien, yhtiön osakkeita ostavien tai merkitsevien, yhtiön henkilökunnan ja sopimuskumppaneiden sekä yhteiskunnan etuja. Yhtiön ulkopuolisille on olennaista saada tietää onko yhtiön tilinpäätös laadittu voimassa olevien tilinpäätössäännösten mukaisesti.¹⁶⁵

Tilinpäätöstä koskevilla säännöillä vähennetään informaatioepäsymmetriaa, joka vallitsee yhtiön ja tämän sidosryhmien välillä¹⁶⁶. OYL 7 luvussa määrätään tilintarkastuksen suorittamisesta tilintarkastuslain (13.4.2007/459, TTL) mukaisesti. Tilintarkastusvelvollisuuden ulkopuolelle on rajattu pienet yhtiöt (TTL 4 §). Osakkeenomistajan tiedonsaantioikeuden kannalta olennaisena asiana voidaan pitää lähinnä tilintarkastuskertomuksen sisältöä, josta on määrätty TTL 15 §:ssä. Tilintarkastajan voidaan nähdä jossain määrin ajavan osakkeenomistajan etua, sillä tämä varmistaa, että tilinpäätös antaa oikean ja riittävän kuvan.

Tilintarkastajalla on olennainen rooli yrityksen osapuolten toiminnan tuloksellisuuden valvonnassa. Tilintarkastuksen merkitys on erityisesti valvontakustannusten minimoimisessa. On kustannustehokasta, että yhtiön tarkastaa riippumaton tilintarkastaja. Tällöin kunkin osapuolen ei tarvitse valita omaa tarkastajaa tai vaihtoehtoisesti luottaa ”sokeasti” yhtiön toimintaan.¹⁶⁷ Osakkeenomistajia turvataan sillä, että tilintarkastajan tulee olla riippumaton (TTL 24 §). Riippuvuussuhdetta tarkastellaan koko toimeksiannon keston ajan. Mikäli riippuvuussuhde syntyy valitsemisen jälkeen, on tilintarkastajan luovuttava toimesta. Riip-

¹⁶⁴ Mähönen 2009a, s. 22.

¹⁶⁵ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 709-710. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007, s. 404.

¹⁶⁶ Mähönen 2009a, s. 26.

¹⁶⁷ Mähönen 2009a, s. 25.

pumattomuudella on erityinen merkitys huomioitaessa päämies-agenttisuhde. TTL 24 §:ssä¹⁶⁸ on lueteltu tilanteet, joissa tilintarkastaja voidaan ainakin katsoa olevan riippuvuussuhteessa. TTL 25 §¹⁶⁹ puolestaan listaa tilanteet, joissa tilintarkastajan voidaan katsoa olevan esteellinen. Nämä listaukset eivät kuitenkaan ole tyhjentäviä. Riippumattomuuden arvioiminen on viime kädessä tilintarkastajan itsensä harteilla. Keskeistä arvioinnissa on huomioida ne olosuhteet, joissa tilintarkastaja toimii. Riippumattomuuden on normaalisti oltava kolmannen osapuolen todennettavissa. Mikäli tilintarkastajan toimintaan voi vaikuttaa tämän omat intressit tai suhteet, on tilintarkastajan mahdollisesti katsottava olevan esteellinen toimimaan yhtiön tilintarkastajana. Riippumattomuuden arvioinnissa käytetään usein tukena kansallisia ja kansainvälisiä suosituksia¹⁷⁰. Suurissa yhtiöissä riippumattomuudella voidaan katsoa olevan suurempi merkitys, koska tällä on erityinen merkitys pääomamarkkinoiden luottamuksen kannalta.¹⁷¹ Vaikka tilintarkastajan valinta on yhtiökokouksen vastuulla, on etenkin suurissa yhtiöissä käytännöksi muodostunut, että valinta on siirtynyt omistajilta yhtiön johdolle, jonka ehdotuksesta yhtiökokous valitsee tilintarkastajat.¹⁷²

¹⁶⁸ Riippumattomuutta turvaaviin toimenpiteisiin on ryhdyttävä ainakin jos: 1) tilintarkastajalla on taloudellisia tai muita etuuksia yhteisössä tai säätiössä tai tilintarkastajalla on muu kuin tavanomainen liikesuhde yhteisöön tai säätiöön; 2) tarkastettavana on tilintarkastajan oma toiminta; 3) tilintarkastaja toimii oikeudenkäynnissä tai muussa asiassa yhteisön tai säätiön puolesta tai sitä vastaan; 4) tilintarkastajalla on läheinen suhde henkilöön, joka kuuluu yhteisön tai säätiön johtoon tai joka on osallistunut toimeksiannon kohteena olevaan asiaan yhteisön tai säätiön palveluksessa; tai 5) tilintarkastajaa painostetaan.

¹⁶⁹ Tilintarkastaja ei ole 24 §:ssä tarkoitetulla tavalla riippumaton ainakaan jos: 1) tilintarkastaja on yhteisön tai säätiön taikka samaan konserniin kuuluvan yhteisön taikka kirjanpitolain 1 luvun 8 §:ssä tarkoitetun osakkuusyrityksen yhtiömies, hallituksen tai hallintoneuvoston jäsen, toimitusjohtaja tai vastaavassa asemassa oleva; 2) tilintarkastajan tehtävänä on yhteisön tai säätiön kirjanpidon tai varojen hoito taikka hoidon valvonta; 3) tilintarkastaja on palvelussuhteessa yhteisöön tai säätiöön taikka 1 tai 2 kohdassa tarkoitettuun henkilöön; 4) tilintarkastajalla on välitön tai välillinen omistus- tai muu oikeus osakkeeseen tai osuuteen voittoa tavoittelevassa yhteisössä; 5) tilintarkastajalla on rahalaina, vakuus tai muu vastaava etuus yhteisöltä tai säätiöltä tai sen johtoon kuuluvalta henkilöltä taikka tilintarkastaja on antanut mainitulle taholle tällaisen etuuden; 6) 1 tai 2 kohdassa tarkoitettu henkilö on tilintarkastajan puoliso, veli, sisar taikka tilintarkastajaan suoraan ylenevässä tai alenevässä sukulaisuussuhteessa; 7) tilintarkastajan puolisoilla taikka tilintarkastajaan suoraan alenevässä sukulaisuussuhteessa olevalla henkilöllä on 4 kohdassa tarkoitettu omistus- tai muu oikeus, eikä tämä oikeus ole merkityksetön; tai 8) julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhteisön tilintarkastajaksi valittu luonnollinen henkilö tai tilintarkastajaksi valitun tilintarkastusyhteisön päävastuullinen tilintarkastaja on ottanut vastaan 1 tai 2 kohdassa tarkoitettua tehtävää kyseisessä yhteisössä ja tällaiseen tehtävään siirtymisestä on kulunut vähemmän kuin kaksi vuotta.

¹⁷⁰ Esimerkiksi komissio on antanut suosituksen riippumattomuuden periaatteista Euroopan unionin alueella (2002/590/EY). Tämän suosituksen perusteella esimerkiksi tilintarkastusyhteisön on luotava sisäinen järjestelmä riippumattomuuden turvaamiseksi. Järjestelmän tulee sisältää kirjalliset riippumattomuusohjeet, aktiivinen ja ajantasainen tiedottaminen ohjeista ja niiden muutoksista ja kutakin tilintarkastusasiakasta koskeva dokumentaatio sekä toimenpiteiden noudattamisen sisäinen valvonta. (Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 722).

¹⁷¹ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 721, 724.

¹⁷² Toiviainen 2002, s. 24-25.

Tilintarkastuslaki pohjautuu tilintarkastusdirektiiviin, joka hyväksyttiin 2006. Tilintarkastusdirektiiviä säädettäessä huomioitiin erityisesti yhdysvaltalainen kehitys. Komission asettaman työryhmän raportissa tulee useammassa kohdassa esiin Sarbanes-Oxley Act, joka on erityisesti vahvistanut johdon monitorointia ja riippumattomuutta.¹⁷³

Tilintarkastus lisää myös agentin, eli johdon ja määräävien osakkeenomistajien, kannustinta toimia tarkoituksen mukaisesti yhtiön edun tavoittelemiseksi (voiton tuottaminen kaikille osakkeenomistajille). Tilinpäätösinformaatio on standardoitua. Julkinen valta on tällä sääntelyllä puuttunut osapuolten väliseen sopimusvapauteen ja sillä pyritään täyttämään mahdollisia päämies-agenttiongelman aukkoja. Järjestelmän tarkoituksena on tukea sitä ajatusmallia, että asiantuntija varmistaa johdon antaman informaation oikeellisuuden. Lisäksi tämä edesauttaa rahoitusmarkkinoiden toimivuutta. Informaatioepäsymmetria kasvat-
taa markkinoilla vallitsevaa epäluottamusta, joka puolestaan nostaa osakkeenomistajien riskipreemiota, eli nostaa rahoitukselle vaadittavaa tuotto-odotusta. Jos informaatio sen sijaan välittyy markkinoille tehokkaasti ja tasapuolisesti, ilmentää pörssikurssi paremmin osakkeen todellista arvoa. Järjestelmän tarkoituksena ei siis ole vain turvata osakkeenomistajaa, vaan pikemminkin tarkoituksena on turvata yleinen etu.¹⁷⁴

Tilintarkastuksella on loppujen lopuksi Suomessa varsin rajalliset mahdollisuudet puuttua varsinaisiin väärinkäytöksiin. Erityisesti talousrikollisuudessa on yleensä ennemminkin pääsääntö kuin poikkeus, että koko kirjanpito laiminlyödään tai sen perusteena olevat todisteet ovat väärennetyjä. Tilintarkastajalla on tietyissä tilanteissa aktiivinen ilmoitusvelvollisuus havaitsemistaan väärinkäytöksistä, eli kansainvälisellä termillä kutsuttuna *whistle-blowing*. Nämä ilmoitukset saatetaan tietyissä tilanteissa tehdä yhtiön sisäiselle taholle kuten hallitukselle tai tarkastusvaliokunnalle tai toisissa tilanteissa ulkopuoliselle toimijalle, kuten jollekin viranomaiselle¹⁷⁵. Komissio on antanut suosituksen ilmiantoja varten.¹⁷⁶

Tilintarkastaja antaa tilintarkastuslausunnon, joka on *vakiomuotoinen, ehdollinen tai kielteinen*. Jos tilintarkastaja ei voi antaa lausuntoa, esimerkiksi siksi, ettei tilinpäätöstä ole laadittu, tilintarkastajan on ilmoitettava tästä tilintarkastuskertomuksessa. Lisäksi kerto-

¹⁷³ Mähönen 2009a, s. 31.

¹⁷⁴ Mähönen 2009a, s. 26. Mähönen 2008, s. 584.

¹⁷⁵ Laki Finanssivalvonnasta (19.12.2008/878) 19 §:n perusteella Finanssivalvonnalla on oikeus saada tilintarkastajilta tietoja salassapitosäännösten estämättä. Lain 31 §:n perusteella tilintarkastajilla on ilmoitusvelvollisuus Finanssivalvonnalle, jos tämä havaitsee toimilupavalvottavan kohdalla tietyn asteisia rikkomuksia.

¹⁷⁶ Mähönen 2008, s. 584-585.

muksessa on annettava tarvittavat lisätiedot. Ehdollinen lausunto annetaan silloin, kun puhdasta lausuntoa ei voida antaa, mutta tilintarkastusta rajoittavat tekijät eivät ole niin merkittäviä, että ne edellyttäisivät kielteisen lausunnon antamista tai tilintarkastajan olisi ilmoitettava kertomukseen, että lausuntoa ei voida antaa. Kielteinen lausunto on puolestaan annettava silloin, jos ehdollinen lausunto ei voisi tuoda riittävällä tavalla esiin harhaanjoh-tavuutta tai puutteellisuutta. Laki ei sisällä määräyksiä tilinpäätöksen täydentämisestä, mutta tilintarkastajalla on kuitenkin mahdollisuus kehottaa tekemään korjauksia tilinpäätökseen tai toimintakertomukseen. Tilintarkastajan on myös huomautettava, jos tämä ha-vaitsee hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tai muun vastuuvollisen syyllistyneen tekoon tai laiminlyöntiin, josta saattaa seurata vahingonkorvausvastuu yhteisöä kohtaan tai yhteisöä koskevaa lakia tai yhtiöjärjestystä, yhtiösopimusta tai sääntöjä on rikottu. Tämän huomautuksen arvioiminen jää kuitenkin yhtiön johdolle ja viime kädessä yhtiökokoukselle.¹⁷⁷

Tilintarkastaja on vastuussa vahingosta, jonka tämä tehtävää suorittaessaan aiheuttaa tahal-lisesti tai huolimattomuudesta yhtiölle. Tilintarkastajan vastuuta koskevat lähtökohtaisesti samat periaatteet kuin hallituksen jäsenen vastuuta. Tilintarkastajan vastuu syntyy lähinnä silloin, jos tämä on toiminut hyvän tilintarkastustavan vastaisesti tai tämä on laiminlyönyt ilmoitusvelvollisuuttaan.¹⁷⁸ Vaikka tilintarkastajalla on tietty vastuu, on kuitenkin selvää, että ensi sijassa valvontavastuu tilinpäätöksen oikeellisuudesta on niillä henkilöillä, jotka ovat velvolliset allekirjoittamaan sen, eli hallituksella ja toimitusjohtajalla. Tämän ohella on huomattava, että tilintarkastajaa sitoo myös salassapitovelvollisuus (TTL 26 §). Tilin-tarkastaja ei voi paljastaa oikeudettomasti tietoa, jolla voisi paljastaa yhtiötä vahingoittavia tietoja tai sille haitallisia tietoja. Tilintarkastajan tietojenantamisvelvollisuus ja salassapito-velvollisuus näyttäisivätkin olevan jossain määrin keskenään ristiriitaisia.¹⁷⁹

¹⁷⁷ Mähönen 2008, s. 589-590.

¹⁷⁸ Ks. KKO 1981 II 48: Toimitusjohtaja oli syyllistynyt väärinkäyttöihin hyväksymällä samoja laskuja useaan otteeseen. Tilintarkastaja oli havainnut virheitä ja maininnut niistä johtokunnalle, mutta tämä ei kuitenkaan ollut esittänyt johtokunnalle korjaamista tapaan toimia siten, ettei samaa laskua voi hyväksyä useaan otteeseen. Tilintarkastajan katsottiin myötävaikuttaneen virheen jatkumiseen. Ks. myös KKO 1997:188, KKO 1992:98, KKO 1991:125, KKO 2001:36 ja KKO 1999:80.

¹⁷⁹ Toiviainen 2002, s. 19, 28. Ks. aiheesta tarkemmin Toiviainen 2002, s. 28-31.

5.3.1 Vähemmistötilintarkastaja ja erityinen tilintarkastus

OYL 7:5 perusteella määrävähemmistöllä on oikeus vaatia tilintarkastajan valintaa. Tämän vaatimuksen voi esittää omistajat, joilla on vähintään 1/10 kaikista osakkeista tai 1/3 kokouksessa edustetuista osakkeista. Vaatimus esitetään yhtiökokouksessa tai siinä yhtiökokouksessa, jossa asiaa kokouskutsun mukaisesti käsitellään. Jos yhtiökokous ei valitse tätä tilintarkastajaa, on aluehallintoviraston määrättävä asiasta, jos osakkeenomistaja esittää tätä kuukauden kuluessa yhtiökokouksesta. Tämä määräys suojaa vähemmistöä, eikä siitä voida poiketa yhtiöjärjestyksessä.¹⁸⁰

Osakkeenomistaja voi hakea aluehallintovirastolta erityisen tarkastuksen toimittamista yhtiön hallinnosta ja kirjanpidosta tietyltä päättäneeltä ajanjaksolta tai tietyistä toimenpiteistä tai seikoista. Ennen esitystä aluehallintovirastolle, käsitellään ehdotus varsinaisessa yhtiökokouksessa tai kokouksessa, jossa asia käsitellään yhtiökokous kutsun perusteella. Erityistä tarkastusta haetaan aluehallintovirastolta kuukauden kuluessa yhtiökokouksen pitämisestä. Hakemus tehdään, jos osakkeenomistajat, joilla on vähintään 1/10 kaikista osakkeista tai kolmasosa kokouksessa edustetuista osakkeista, ovat kannattaneet ehdotusta. Julkisessa osakeyhtiössä, jossa on erilajisia osakkeita, riittää, että ehdotusta on kannattanut vähintään 1/10 jonkin osakelajin kaikista osakkeista tai kolmasosa kokouksessa edustetuista osakelajin osakkeista. On huomattava, että vain viranomaisen voi määrätä erityisen tarkastuksen. Yhtiökokouskäsitelyllä ei lopullisen tekemisen tai hyväksymisen kannalta muuta merkitystä kuin se, että se osoittaa riittävän kannatuksen hankkeelle. Jos yhtiö päättäisi itse tehdä erityisen tarkastuksen aluehallintoviraston päätöksestä huolimatta, ei kysymys ole osakeyhtiölain mukaisesta erityisestä tarkastuksesta. Toisin sanoen osakeyhtiön enemmistönkään päätöksellä ei ole aluehallintovirastoa sitovaa vaikutusta.¹⁸¹

Erityiseen tilintarkastajaan sovelletaan pääsääntöisesti samoja vaatimuksia kuin tilintarkastajan osalta. Näistä päämies-agenttiteorian valossa voitaneen pitää erityisen merkityksellisenä esteettömyyttä.

Vähemmistötilintarkastajan valitsemisella ja erityisellä tarkastuksella on erityinen merkitys vähemmistöosakkeenomistajan kannalta, kuten niiden edellä esitetystä luonteesta voidaan

¹⁸⁰ Mähönen 2009b, s. 326.

¹⁸¹ Mähönen 2009b, s. 340-341.

havaita. Osakkeenomistaja voi saada näillä keinoilla tarpeellista informaatiota yhtiöstä ja pyrkiä varmistumaan siitä, ettei yhtiön johto tai enemmistöosakkeenomistaja ole käyttäytynyt opportunistisesti.

6 Tiedonsaantioikeus arvopaperimarkkinalain perusteella

Tiedonantovelvollisuudesta säädetään lailla, jotta osakkeenomistajia voidaan suojella. Suojeleminen perustuu pitkälti agenttiongelmien, joiden hallinnassa laki on yksi keskeisimmistä keinoista. Missään maailman valtiossa ei sallita sitä, että julkinen yhtiö voisi itse päättää mitä tietoa tämä antaa julkisuuteen, vaan tästä on säädetty laissa tai vaihtoehtoisesti on määrätty, että pörssi määrää annettavasta informaatiosta.¹⁸² Suomessa sääntely perustuu hyvin pitkälti arvopaperimarkkinalakiin, mutta pörssin säännöt täydentävät sitä.

6.1 Uusi arvopaperimarkkinalaki

Uusi arvopaperimarkkinalaki tuli Suomessa voimaan vuoden 2013 alussa (14.12.2012/746, AML). Lain muutoksen tavoitteena oli parantaa arvopaperimarkkinalainsäädännön ymmärrettävyyttä sekä selkeyttää lainsäädännön tavoitteita ja soveltamisalaa. Lisäksi laissa tarkistettiin useita Euroopan unionin sääntelyn täytäntöönpanoon perustuneita säädöksiä sekä kevennettiin hallinnollista taakkaa. Euroopan unionin sääntelyn osalta uudessa laissa huomioitiin myös se, että uusi Euroopan unionin sääntely voidaan tulevaisuudessa panna täytäntöön joustavammin kansallisen sääntelyn ymmärrettävyyttä heikentämättä.¹⁸³

Arvopaperimarkkinalaissa on huomioitu Euroopan unionin lainsäädännön mukaiset direktiivit. Tiedonantovelvollisuuden kannalta keskeisiä direktiivejä ovat niin sanottu esitedirektiivi (arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 2003/71/EY) sekä markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) annettua Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 2003/6/EY, MAD). Euroopan unionin lainsäädännön osalta on huomioitava myös komission esiteasetus (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta annettua komission asetusta (EY) N:o 809/2004). Vanhassa arvopaperimarkkinalaissa oli huomioitu jo rahoitusvälineiden markkinoista annettu direktiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista ja Euroopan parlamentin ja

¹⁸² Hertig – Kraakman – Rock 2004, s.194-197.

¹⁸³ HE 32/2012 vp, s. 1.

neuvoston direktiivin 2004/39/EY kumoamisesta, MiFID), jonka perusteella muutettiin markkinapaikkojen ja sijoituspalvelutoiminnan sääntelyä. Lakiin tuli tuolloin uusi 3 a luku, joka koski nimenomaan monenkeskistä kaupankäyntiä ja sen osalta muun muassa arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta ja kaupankäynnissä noudatettavaa menettelyä.¹⁸⁴ Euroopan unionin yhtenäinen sääntely on erittäin perusteltua, koska yhtenäiset rahoitusmarkkinat ovat yksi unionin peruskivistä¹⁸⁵.

6.2 Pörssin säännöt ja tarkoitus

Pörssin säännöt myötäilevät hyvin pitkälti arvopaperimarkkinalakia. Tästä johtuen käsittelem pörssin säännöt samassa yhteydessä kun käsittelem arvopaperimarkkinalakia.

Laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (14.12.2012/748, RahKL) määrätään siitä, että markkinapaikan tulee laatia toimintaansa koskevat säännöt, jotka valtiovarainministeriö vahvistaa. Toisin sanoen arvopaperimarkkinoiden toimintaa sääntelee itsesääntelynormisto.¹⁸⁶ RahKL 2:23 asettaa minimivaatimukset pörssin säännöille. Minimivaatimukseen luetaan määräys siitä, että pörssin säännöissä on oltava tiedot siitä millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia kaupankäyntiosapuolille. Lisäksi säännöissä on oltava kerrottu millaisia seuraamuksia arvopaperien liikkeeseenlaskijoille ja kaupankäyntiosapuolille voi seurata, jos nämä rikkovat pörssin sääntöjä. Näillä on merkitystä osakkeenomistajan ja sijoittajan tiedonsaantioikeuden osalta.

Tässä yhteydessä käsittelem NASDAQ OMX Helsinki Oy:n pörssiohjeita ja jäljempänä puhuttaessa pörssin säännöistä tarkoitetaan nimenomaan näitä NASDAQ OMX Helsinki Oy:n sääntöjä, jotka koostuvat arvopaperipörssin säännöistä sekä arvopaperien kaupankäyntiä koskevista säännöistä. Voimassaolevat arvopaperipörssin säännöt ovat olleet voimassa 1.7.2013 lukien. Osakkeita koskevat pörssisäännöt on harmonisoitu NASDAQ OMX Nordic –pörssien, eli Tukholman, Helsingin, Kööpenhaminan sekä Islannin pörssien välillä. Erityisesti tiedottamista koskevat säännöt on yhdenmukaistettu.¹⁸⁷

¹⁸⁴ Valtiovarainministeriö 2007.

¹⁸⁵ Rudanko 2009, s. 533.

¹⁸⁶ Vahtera 2011, s. 109. Häyrynen 2009, s. 20. NASDAQ OMX Helsinki Oy täyttää RahKL 2:23 vaatimuksen antamallaan pörssin säännöillä sekä arvopaperien kaupankäyntiä koskevilla säännöillä.

¹⁸⁷ NASDAQ OMX 2013(b), s. 2.

Pörssin toiminnan tarkoituksesta on määrätty pörssin sääntöjen 1.2 kohdassa. Sääntöjen perusteella pörssin tulee olla puolueeton ja riippumaton sekä toiminnallaan ylläpitää avointa, tasapuolista, informatiivista ja likvidiä markkinapaikkaa. Pörssikaupankäynnin tarkoituksena on, että arvopaperin hinta määräytyy toimivilla ja tehokkailla markkinoilla siten, että markkinaosapuolilla on käytettävissään riittävä tieto hinnanmuodostuksen perustaksi.¹⁸⁸

6.2.1 Yleissäännöt ja periaatteet

Uudessa arvopaperimarkkinalaissa selkeytettiin entisestään tiedonsaantioikeutta. Laissa on kolme keskeistä arvopaperimarkkinalainsäädännön yleissäännöstä, joita ovat 1) *hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn*, 2) *totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kiellot sekä* 3) *riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla*. Nämä säännökset sisältyivät myös vanhaan lakiin, mutta uudessa laissa pyrittiin selvempien ja kattavampien erillissäännösten avulla selkeyttämään eräiltä osin epäselvää oikeustilaa. Kuluttajan *osalta totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antaminen* on jo aikaisemmin perustunut myös kuluttajansuojalakiin (38/1978, KSL).¹⁸⁹

Sopimusoikeudellisessa suhteessa on tyypillistä, että myyjän pitää antaa ostajalle informaatiota kaupan kohteesta. Pörssikaupassa tämä ei kuitenkaan ole tarkoituksenmukaista. Tämä johtaa siihen, että pörssissä tiedonantovelvollisuus kuuluu muille osapuolille, eli käytännössä liikkeeseenlaskijalle ja arvopaperin välittäjälle. Myös tiedon epätasapainotilanteiden varalle on säädetty hallintakeinoja. Myyjälle ei toisin sanoen yleensä synny kauppalain mukaista virhevastuuta.¹⁹⁰

Arvopaperimarkkinalaki sisältää pakottavaa sääntelyä, joka määrittelee tiedonantovelvollisuuden. Sääntelyllä pyritään turvaamaan osakkeenomistajien tasapuolinen asema. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuutta on pidettävä *ex ante* -tyyppisenä sääntelyllä, jolla suojataan osakkeenomistajia ja mahdollinen opportunistinen käyttäytyminen pyritään estämään. *Ex ante* -tyyppistä sääntelyä voidaan pitää jossain määrin tehokkaampana kuin *ex post* -tyyppistä, koska *ex ante* -sääntely pyrkii ennakoitua estämään väärinkäytökset. *Ex ante* -

¹⁸⁸ NASDAQ OMX 2013(a), s. 8-9.

¹⁸⁹ HE 32/2012 vp, s. 1, 11.

¹⁹⁰ Annola 2005, s. 55-56.

tyyppisen sääntelyn heikkoutena voidaan pitää sitä, että se voi tietyissä tilanteissa rajoittaa osapuolten mahdollisuuksia päästä tehokkaaseen sopimukseen. Ex post -sääntelyllä ei vastaavasti rajoita sopimusvapautta, mutta sen ongelma piilee jälkikäteisessä reagoinnissa, joka edelleen edellyttää tehokkaita oikeussuojakeinoja. Ex post -tyyppisenä keinona voidaan pitää rikosoikeudellisia keinoja.¹⁹¹

Arvopaperimarkkinoihin liittyy *tasavertaisen kohtelun periaate*, joka on hyvin samankaltainen kuin osakeyhtiölain yhdenvertainen kohtelu. Arvopaperimarkkinalain tasavertainen kohtelu eroaa osakeyhtiölain yhdenvertaisesta kohtelusta siinä, että arvopaperimarkkinalaissa tällä tarkoitetaan sijoittajien yhdenvertaisuutta. Tämä kohtelu koskee kaikkea arvopaperimarkkinalainsäädäntöä. Yhdenvertaisuudella tavoitellaan markkinaluottamusta ja riskipremion pienentämistä.¹⁹²

Suuri osa yhtiöiden tiedonannosta ei kuulu säännellyn tiedonannon alaisuuteen, jota valvottaisiin. Tällöin yhtiö voi käyttää harkintavaltaa ja päättää itsenäisesti mitä se julkaisee. Useissa tilanteissa tämä vapaaehtoinen julkaiseminen on muodostunut pakollista tiedonantoa tärkeämmäksi. Kun yhtiöt voivat itse vetää linjan sen suhteen mitä tietoa nämä julkaisevat, on sääntelyn merkitys ongelmallinen. Lisäksi markkinoiden valvonta ei ole riittävä.¹⁹³ Tämän kritiikin Huovinen kirjoitti väitöskirjassaan vuonna 2004. Vuoden 2013 alussa voimaantullut uusi arvopaperimarkkinalaki olisi voinut kehittää tiedonantovelvollisuutta tiukempaan suuntaan, mutta käytännössä laki ei tiedonantovelvollisuuden osalta juurikaan muuttunut ja tästä johtuen Huovisen kritiikki on edelleen ajankohtainen.

On myös havaittava, että sijoittajan sijoitusvarmuus ei parannu pelkällä tiedon lisäämisellä, sillä sijoittaja ei voi saada kokonaiskuvaa yksittäisten pörssitiedotteiden kautta. Liiketoiminnan kokonaisuus ja ymmärrettävyys on mahdollista saavuttaa vain jalostamalla tietoa. Tämä jalostusarvo ei ole yhtäläisesti kaikkien saatavilla. Mitä alhaisempi tiedon jalostusarvo on, sitä eriarvoisemmin se hyödyttää sijoittajia.¹⁹⁴ Tätä eriarvoisuutta ei ilmeisimmin kuitenkaan voida poistaa arvopaperimarkkinoilta millään lainsäädännöllä, koska sijoittajilla on käytössään erilaiset resurssit ja mahdollisuudet tiedon jalostamiseen. On myös syytä kysyä, onko tämän eriarvoisuuden poistaminen järkevää tai tarkoituksenmukaista.

¹⁹¹ Vahtera 2011, s. 94-95.

¹⁹² Vahtera 2011, s. 163-165.

¹⁹³ Huovinen 2004, s. 58.

¹⁹⁴ Huovinen 2004, s. 76.

Arvopaperimarkkinalakia on pidettävä eräänlaisena *puitelakina*, joka koostuu ensisijaisesti periaatteista ja sen normit ovat tulkinnanvaraisia. Pörssin säännöt ja Finanssivalvonnan kannanotot tarkentavat lain auki jättämiä asioita osaltaan.¹⁹⁵ Tästä johtuen käsittelen tässä samassa kappaleessa arvopaperimarkkinalain ohella myös pörssisääntöjä, Finanssivalvonnan ohjeita ja kannanottoja sekä otan huomioon itsesääntelyn Corporate Governancen muodossa.

6.3 Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja

AML 1:4 määrää kiellosta antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Lisäksi lain mukaan tieto on oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla, jos käy ilmi, että tieto on ollut totuudenvastainen tai harhaanjohtava. Arvopaperimarkkinoilla on katsottu, että harhaanjohtavana tietoa voidaan pitää myös silloin, kun epäolennaisia asioita korostetaan tai olennaisista asioista vaietaan. Harhaanjohtavuutta on myös markkinoiden kohderyhmän harhaanjohtaminen muodostamaan väärä kuva tietyn asian merkityksestä.¹⁹⁶

Pörssin sääntöjen määräyksessä 2.3.1.2 määrätään siitä, että pörssiyhtiön julkistamien tietojen tulee olla *oikeita, merkityksellisiä sekä selkeitä*, eivätkä nämä saa olla harhaanjohtavia. Tiedon merkityksellisyydellä tarkoitetaan ohjeen perusteella sitä, että tiedon on sisällettävä ne seikat, joiden perusteella voidaan riittävässä määrin arvioida vaikutus yhtiöön, sen tulokseen ja taloudelliseen asemaan sekä arvopaperin arvoon.¹⁹⁷ Tämä on hyvin linjassa AML määräysten kanssa. AML ja pörssin säännöt eivät kuitenkaan ole täysin vastaavat säännökset, vaan pörssin säännön voi katsoa täydentävän AML:a. Pörssin säännön selostustekstissä on esimerkiksi otettu huomioon se, että joidenkin yksittäisten seikkojen poissjättäminen tiedotteesta voi tehdä tiedotteesta epätasällisen tai harhaanjohtavan¹⁹⁸.

Totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kiellon voidaan nähdä linkittyvän virheellisten tietojen leviämisen estämistavoitteeseen. Tiedonantovelvollisuuden keskeinen tavoite on vähentää virheellisten tietojen leviämistä ja erehdyttämisen mahdollisuuksien vähentämistä markkinoilla. Ajatuksen taustalla on, että sijoittajien on kyettävä

¹⁹⁵ Huovinen 2004, s. 57.

¹⁹⁶ HE 254/1998, s. 28-29.

¹⁹⁷ NASDAQ OMX 2013(a), s. 34.

¹⁹⁸ NASDAQ OMX 2013(a), s. 34.

luottamaan yhtiön antamiin tietoihin. Mikäli tätä sääntelyä ei olisi, muodostuisi yhtiöille helposti kilpailulla markkinalla insentiivi pyrkiä ajamaan omaa etuaan.¹⁹⁹

Oikeuskäytännöstä esimerkkinä tiedottamisen selkeydestä voidaan pitää Helsingin hovioikeuden ratkaisua Stonesoft Oyj:tä koskeneessa ratkaisussa (31.10.2008). Ratkaisussa tuotiin esiin, että toisen osavuositarkastuksen epämääräinen ilmaisu ”alle 10 prosenttia loi mielikuvan siitä, että liikevoitto jää vain muutaman prosenttiyksikön alle 10 %:n. Näin ollen, kun sisäisessä raportoinnissa käytettiin 5 % tietoa, oli tiedottamista pidettävä virheellisenä.

Rahoitustarkastuksen antamaa julkista varoitusta Cencorp Oyj:lle voidaan myös pitää esimerkkinä tiedonantovelvollisuuden laiminlyönneistä. Rahoitustarkastus katsoi, että yhtiö toistuvasti vuoden 2006 aikana antoi perusteetta arvioita yhtiön tulevaisuudennäkymistä ja viivytti perustellun tiedon antamista. Rata antoi tästä tiedottamisesta julkisen varoituksen.

6.4 Esitteessä annettavat tiedot

Uudessa arvopaperimarkkinalaissa pantiin täytäntöön esitteitä koskeva direktiivi muutos²⁰⁰. Esitteitä koskeva sääntely perustuu esitedirektiiviin eli Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviin 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta. Velvollisuutta julkistaa esite ei ole silloin, jos muun kuin oman pääoman ehtoisen arvopaperin liikkeeseenlaskija on julkisoikeudellinen taho (esimerkiksi Suomen valtio)²⁰¹. Esitteen sisältöön sovelletaan arvopaperimarkkinalain ohella Euroopan komission asetusta (EY) N:o 809/2004 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta (komission esiteasetus).²⁰²

Esitteestä on säädetty AML:n II osassa. Esitteessä tulee antaa sijoittajalle riittävät tiedot, jotta tämä voi tehdä perustellun arvion arvopapereista, niiden liikkeellelaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteessä pitää olla olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan *varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tule-*

¹⁹⁹ Huovinen 2004, s. 8.

²⁰⁰ HE 32/2012 vp, s.2.

²⁰¹ AML 4:2, ks. julkaisemispoikkeuksista myös AML 4:3-5.

²⁰² HE 32/2012 vp, s. 11.

vaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tiedot tulee esittää johdonmukaisessa ja helpposti ymmärrettävässä muodossa ja se on julkaistava yhdessä tai kolmessa osassa. Kolmiosaisena julkaistavan esitteen osat ovat rekisteröintiäsiakirja²⁰³, arvopaperiliite²⁰⁴ sekä tiivistelmä^{205 206}.

Esitteen saa julkaista, kun Finanssivalvonta (tai muun ETA-valtion toimivaltainen viranomaisena) on hyväksynyt esitteen. AML 4:13 perusteella Finanssivalvonta voi esitteen hyväksymisen yhteydessä antaa suostumuksensa sille, että jokin AML 4 luvun määrittämistä tiedoista tai komission esiteasetuksen mukainen tieto jätetään esitteestä pois. Finanssivalvonta voi antaa suostumuksensa kuitenkin vain, jos tieto on merkitykseltään vähäinen eikä se ole omiaan *olennaisesti vaikuttamaan* liikkeeseenlaskijan varojen, vastuiden, taloudellisen aseman, tuloksen tai tulevaisuudennäkymien arviointiin. Lisäksi poikkeusta ei voida antaa, jos tiedon ilmaiseminen olisi vastoin yleistä etua tai aiheuttaisi vakavaa haittaa liikkeeseenlaskijalle. Tiedon poisjättäminen ei saa myöskään johtaa yleisön harhaan johtamiseen. Suostumuksen antamisessa otetaan huomioon myös se ovatko tiedot epätarkoituksenmukaisia ottaen huomioon liikkeeseenlaskijan toimiala, sen oikeudellinen muoto tai esitteessä tarkoitettut arvopaperit (AML 4:13 2 mom.).

Yhtiön listautuessa, ei tämä saa muussa tiedottamisessa antaa markkinoille sellaista informaatiota joka poikkeaa esitteessä annettusta tiedosta. Eräs kansainvälisesti paljon julkisuutta saanut tapaus tähän liittyen oli Googlen listautuminen. Ennen kuin Googlen listautuminen tapahtui, antoi yhtiön johto haastattelun Playboy-lehdelle. Google pelkäsi, että haastattelu olisi saattanut johtaa SEC:n määräämään ”cooling off” jaksoon ja näin viivyttää yhtiön listautumista. Tästä johtuen Google päätti täydentää esitettään liittämällä tähän Playboyn artikkelin. SEC kieltäytyi kommentoimasta tapausta.²⁰⁷ Tämä yhdysvaltalainen esimerkki

²⁰³ Rekisteröintiäsiakirjasta on säädetty AML 4:7:ssä. Tämän mukaan rekisteröintiäsiakirja sisältää tiedot liikkeeseenlaskijasta.

²⁰⁴ Arvopaperiliitteestä on säädetty AML 4:8:ssä. Tämän mukaan arvopaperiliitteen on sisällettävä tiedot arvopapereista, joita tarjotaan yleisölle ja joita haetaan kaupankäynnin kohteeksi säänneltylle markkinalle. Arvopaperiliitteessä on myös tarvittaessa annettava tiedot rekisteröintiäsiakirjan tiedoissa tapahtuneista muutoksista, joilla saattaa olla *olennaista merkitystä* sijoittajalle.

²⁰⁵ Tiivistelmästä on säädetty AML 4:9:ssä. Tämän mukaan tiivistelmässä on esitettävä ytimekkäästi ja *yleisellä* keskeiset tiedot, jotka yhdessä muun esitteen kanssa auttavat *perustellun arvion* tekemistä kyseisistä arvopapereista. Tiivistelmän tarkoituksena on lain mukaan auttaa sijoittajaa samankaltaisten arvopapereiden vertailua.

²⁰⁶ AML 4:6.

²⁰⁷ Kawamoto 2004.

pätee myös Euroopassa, vaikkakin suhtautuminen markkina-alueilla eroaa jonkin verran toisistaan.

6.5 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Erityisesti pörssiyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden merkitys on kasvanut. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistetut tiedot ovat usein tärkeämpiä kuin yhtiöiden osavuosikatsauksesta ja tilinpäätöksestä saatavat tiedot. Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta johtuen osavuosikatsausten ja tilinpäätöstietojen julkaiseminen eivät aiheuta niin voimakkaita kurssimuutoksia.²⁰⁸

Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta on säädetty AML 6 luvussa. Jatkovaa tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely perustuu avoimuusdirektiiviin eli Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta. AML 6:4 mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on *ilman aiheutonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon*. Myös pörssille asetetaan lain toisessa momentissa julkaisuvelvollisuus, sillä pörssin edellytetään julkaisevan viivytystä sellaiset tiedot, joita liikkeeseen laskija ei julkaissut ja jotka ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti arvopaperin arvoon.

Finanssivalvonnan ohjeen ja hallituksen esityksen 137/2004 perusteella yhtiöiden tulee ylläpitää johdonmukaista ja selkeää tiedotuspolitiikkaa. Toisin sanoen, jos yhtiöllä on ollut tapana julkaista tietyn suuruiset yrityskaupat, tulee yhtiön pitää tästä tavasta kiinni ja tiedottaa niistä myös jatkossa. Mikäli yhtiö päättää muuttaa tiedotuspolitiikkaa, on suositeltavaa, että yhtiö tiedottaa tästä asiasta. Näin yhtiö voi hakea tasapainon toiminnan tarkoituksenmukaisuudelle ja tiedon olennaisuudelle. Esimerkiksi, jos yhtiö on kasvanut runsaasti useiden vuosien ajan, ei esimerkiksi yhtä pienet yrityskaupat ole yhtiön kannalta yhtä merkityksellisiä kasvun jälkeen kuin ennen tätä. Johdonmukaisuuden tavoitteena on, että sijoittajan on mahdollista seurata arvopaperin liikkeeseenlaskijaa ja sen kehitystä luotettavalla

²⁰⁸ Häyrynen 2006, s. 232.

tavalla. Tiedottamisella edellytetään jatkuvaa ajantasaisuutta ja kattavuutta ja myös sitä, että tiedot ovat vertailukelpoisia keskenään.²⁰⁹

Pörssiyhtiön on ilmoitettava yhtiössä tapahtuvista muutoksista. Pörssin säännön 2.3.3.8 mukaan muutoksena pidetään sellaista muutosta, joiden perusteella yhtiötä voidaan pitää uutena yhtiönä. Selostustekstissä muutoksena on kuitenkin pidetty myös tätä pienempiä asioita. Selostustekstissä kerrotaan, että julkaistaviin tietoihin lukeutuu muutokset, kuten omistusrakenteen, johdon tai *varojen muutos*.²¹⁰ Näkemykseni mukaan varojen muutokseksi voidaan katsoa vieraan pääoman lisääntymistä tai vähenemistä. Lähtökohtana on tällöin kuitenkin pidettävä sitä, että vieraan pääoman määrän muutoksella tulee tällöin olla yleissäännön mukainen olennainen vaikutus arvopaperin arvoon tai pörssin sääntöjen mukaan tätä muutosta voidaan pitää 2.3.3.8 säännön mukaisena merkittävänä muutoksena. Vaikutuksen olennaisuuden arvioiminen jää kuitenkin yhtiön johdon arvion varaan, joten ei liene itsestään selvää, että sijoittajat ja osakkeenomistajat saavat yhtiön vieraan pääoman lisääntymisestä tiedon yhtiön tilikauden aikana.

Tiedonantovelvollisuus edellyttää, että tiedot on annettava arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Arvioitaessa mikä on olennaisesti vaikuttava seikka, huomioidaan *ns. valistuneen sijoittajan käsitys*. Tiedon riittävyttä ja olennaisuutta määriteltäessä on siten pyrittävä arvioimaan sitä, olisiko kyseisellä tiedolla voinut olettaa olevan vaikutusta arvopaperimarkkinoita tuntevan huolellisen sijoittajan sijoituspäätökseen.²¹¹ Finanssivalvonnan standardi 5.2a kappaleen 7.2 kohdan 19 mukaan *huolelliselle sijoittajalle* voidaan asettaa kaksi perusedellytystä 1) hänellä on kohtuullinen ymmärrys liiketoiminnasta ja yleisestä taloudellisesta toiminnasta ja 2) hän on halukas tutustumaan asianmukaisella huolellisuudella annettuihin tietoihin.²¹² Sen ohella, että yhtiön tulee arvioida sitä miten järkevä sijoittaja toimisi, voi arviointiperusteena käyttää myös sitä miten sijoittajat ja markkina-toimijat ovat aikaisemmin reagoineet liikkeeseenlaskijan tai jonkun toisen liikkeeseenlaskijan julkistamiin vastaavanlaisiin tietoihin taikka tietoihin, jotka ovat muutoin tulleet julkiksi. Myös liikkeeseenlaskijan aikaisemmin julkaisema tieto voi vaikuttaa siihen tuleeko

²⁰⁹ Huovinen 2004, s. 90. HE 137/2004 vp. s. 52. Katso myös ratkaisu KKO 2013:53, jossa mainitaan, että osakekohtaisen tuloksen muuttuminen julkaistava, jos sillä on olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon, vaikka yhtiön käytäntönä olisi ollut, ettei pienten muutosten osalta anneta tulosvaroitusta.

²¹⁰ NASDAQ OMX 2013(a), s. 45-46.

²¹¹ Häyrynen 2006, s.259-260.

²¹² Rahoitustarkastuksen (nykyään Finanssivalvonta) standardi 5.2a: Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto, määräykset ja ohjeet, s. 36.

tieto julkaista.²¹³ Kuten edeltä havaitaan, tieto on julkaistava, jos sillä arvioidaan olevan olennainen merkitys. Vähäinen vaikutus ei näin ollen laukaise tiedonantovelvollisuutta.²¹⁴

Pörssin sääntöjen mukaan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia seikkoja ovat muun muassa osingonjakoehdotus, tilintarkastuskertomus, esitykset yhtiökokoukselle sekä yhtiökokouksen päätökset, yhtiöjärjestyksen muutokset, yhtiön johdon henkilöstömuutokset, osakepääoman muutokset, merkintäsitoumukset, osakkeiden merkinnästä annettavat tiedot, omien osakkeiden hankkiminen ja luovuttaminen sekä lunastaminen, *joukkovelkakirjojen liikkeellelasku tai pääomalainan ottaminen*, markkinatakaussopimukset, muutokset tuloskehityksessä sekä *tase- ja rahoitusasemassa*, yhteistoimintasopimukset, yrityskaupat, liiketoiminnan uudelleensuuntaamiset, sulautumiset, jakautumiset, saneeraukset, selvitystilat ja konkurssit, osakassopimukset, viranomaispäätökset ja muut viranomaistoimenpiteet.²¹⁵ Pörssin säännöissä annettua esimerkkiluetteloa ei voida pitää tyhjentävänä. Yhtiö voi AML:n nojalla olla velvollinen julkaisemaan myös muita tietoja, joilla on merkitystä. Listasta voi havaita, että se sisältää muutokset tase- ja varallisuuserissä. Tämä pitää lähtökohtaisesti sisällään myös tiedonantovelvoitteen yhtiön vieraan pääoman lisääntymisestä. On kuitenkin edelleen pidettävä mielessä, että AML rajaa tiedonantovelvoitteen tietoihin, jotka ovat omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Pörssin säännöissä lista on lähinnä ohjeellinen, eikä nähdäkseen yksin sen pohjalta synny velvollisuutta antaa tietoja yhtiön velkarahoituksesta.

Mikäli liikkeenlaskija ilmaisee jollekin henkilölle julkistamattoman ja olennaisena pidettävän tiedon, on tieto julkaistava välittömästi tai ilman aiheetonta viivytystä myös markkinoille. Säädös perustuu MAD:n, joka puolestaan pohjautuu Yhdysvalloissa SEC:n vuonna 2000 säätämään tiedonantovelvollisuussääntöön (Regulation Fair Disclosure, FD). Sääntöksen mukaan listayhtiöiden on julkistettava olennainen informaatio kaikille sijoittajille samanaikaisesti. Toisin sanoen, jos yhtiö esimerkiksi järjestää sijoittajille tai analyytikoille tiedonantotilaisuuden, on kyseistä tilaisuudesta informoitava etukäteen koko markkinoita. Lisäksi tilaisuuden tulee olla avoin kaikille halukkaille ja yhtiö tulee pääsääntö-

²¹³ HE 137/2004 vp., s. 52.

²¹⁴ Häyrynen 2006, s. 270. Tiedon olennaisuutta käsiteltiin ratkaisussa KKO 2013:53. Siinä nostettiin esiin, että hallituksen esityksen HE 245/1998 perusteella olennaisena muutoksena voidaan pitää muutaman prosentin äkillistä kurssimuutosta. Päivittäisen kurssimuutoksen katsotaan tyypillisesti olevan alle kolme prosenttia.

²¹⁵ Häyrynen 2006, s. 268. Häyrysen kirjassa esiin tuotu pörssin ohjeiden mukainen lista perustuu aikaisemmin voimassa olleisiin pörssin ohjeisiin. Kesällä 2013 voimaan tulleissa pörssiyhtiön ohjeissa luettelo ei ole aivan sama. Esimerkiksi uusissa ohjeissa mainitaan myös markkinahuhut ja taloudelliset vaikeudet.

sesti julkaista materiaali Internetissä. Jos tieto ilmaistaan sen sijaan tahattomasti valikoidulle yleisölle, on tieto julkaistava lehdistötiedotteena 24 tunnin kuluessa tai ennen seuraavan kaupankäynnin alkua.²¹⁶

Lähtökohtaisesti tieto on julkaistava heti kun liikkeeseenlaskijalle tulee tietoon tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluva seikka. Liikkeeseenlaskijan tietoon asia katsotaan tulleen silloin kun toimitusjohtaja tai yksikin hallituksen jäsen on saanut asiasta tiedon. Ilman aiheetonta viivästystä tapahtuva julkaiseminen edellyttää, että tiedon saanut henkilö ryhtyy välittömästi toimenpiteisiin asian käsittelemiseksi mahdollisimman nopeasti yhtiön hallituksessa. Tiedon julkaisemista saa kuitenkin tietyin kriteerien lykätä MAD:n perusteella. Nämä kriteerit ovat *1) hyväksyttävä syy, 2) julkistamatta jättäminen ei saa vaarantaa sijoittajien asemaa ja 3) liikkeeseenlaskijan on kyettävä varmistamaan julkistamatta jätetyn tiedon luottamuksellisuus.*²¹⁷ On kuitenkin havaittava, että nopealtakin tiedottamiselta edellytetään, että tieto perustuu luotettaviin tietoihin. Olennaiset tiedot on kuitenkin julkaistava ilman aiheetonta viivytystä, vaikka liikkeeseenlaskija ei sillä hetkellä kykenisi vielä antamaan tarkkaa analysoitua tai muuten täydellistä tietoa.²¹⁸

Tieto tulee julkaista, jos tällä voidaan katsoa olevan olennaista vaikutusta. Pörssi ohjeistaa, että tältä voi epäselvissä tilanteissa pyytää neuvoa.²¹⁹ Pörssin antamat ohjeet eivät kuitenkaan poista yhtiön vastuuta tiedonantovelvollisuudesta. Pörssin ohjeissa tuodaan esiin, että arviointikriteereinä tiedon olennaisuuden osalta voidaan pitää: *1) päätöksen, seikan tai olosuhteen oletettavissa oleva laajuus tai tärkeys verrattuna pörssiyhtiön toimintaan kokonaisuudessaan, 2) tiedon merkityksellisyys pörssiyhtiön arvopapereiden arvoon keskeisimmän vaikuttavien tekijöiden kannalta sekä 3) muut markkinamuuttujat, jotka voivat vaikuttaa arvopaperin arvoon.*²²⁰

Pörssiyhtiöt voivat antaa toimintaansa koskevan ennusteen. Ennusteella tarkoitetaan selkeää numerotietoa, joka koskee kuluvaan katsauskauteen tai tulevia kausia. Mikäli pörssiyhtiö julkaisee tällaisen ennusteen, on sen annettava tieto esitetyn ennusteen taustaoletuksista ja edellytyksistä. Ennusteen tulee olla yksiselitteinen ja johdonmukainen. Jos yhtiö havaitsee

²¹⁶ Häyrynen 2006, s. 130.

²¹⁷ Häyrynen 2006, s. 275, 279. Huovinen 2004, s. 50. Katso aiheesta tarkemmin Häyrynen 2006, s. 279-284.

²¹⁸ Häyrynen 2006, s. 414. Katso tarkemmin kappale 6.5.2.

²¹⁹ NASDAQ OMX 2013(a), s. 30.

²²⁰ NASDAQ OMX 2013(a), s. 30.

tai olettaa, että tulos tai taloudellinen asema tulee poikkeamaan olennaisesti julkaistusta ennusteesta ja tämä vaikuttaa arvopaperina arvoon, tulee pörssiyhtiön julkaista tieto poikkeamasta.²²¹ Tulevaisuudennäkymiä koskevat arviot tekee pörssiyhtiö itse ja se myös itse päättää mitä se julkaisee. Annettujen tulevaisuudennäkymien on oltava kuitenkin perustelutuja ja tämän tiedon on selkeästi oltava erotettavissa muusta informaatiosta, kuten liiketoimintastrategioista, yleisistä tavoitteista tai toimialan yleisiä näkymiä koskevasta tiedosta.²²² Uusi arvopaperimarkkinalaki muutti tilannetta siinä, ettei yhtiöiden ole pakko antaa ennustetta tulevaisuuden näkymistä. Uusi laki ei kuitenkaan estä ennusteiden antamista.

Kotimaisesta oikeuskäytännöstä löytyy useampia ratkaisuja, joissa yhtiöiden on katsottu rikkoneen tiedonantovelvoitettaan, kun nämä eivät ole ajoissa antaneet markkinoille tulosvaroitusta. Esimerkiksi Helsingin hovioikeuden tuomio 5.7.2007 mukaan yhtiön johdon oli sisäisen laskennan raportin valmistumisen jälkeen täytynyt tietää, että kulumassa olleen tilikauden kolmen ensimmäisen kvartaalin tulos tulee olennaisesti poikkeamaan yhtiön aiemmin tiedottamasta tuloksen pysymisestä positiivisena.²²³ Tämä määräys koskee myös positiivisen tulosvaroituksen antamista. Rahoitustarkastus antoi Nokia Oyj:lle 24.5.2005 huomautuksen, kun tämä ei julkaissut tietoa odotettua paremmista liikevaihto- ja tuloskerlymistä ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen, kun tämä tuli yhtiön tietoon.

Jatkuva tiedonantovelvollisuus perustuu tiedonantovelvollisuuden tavoitteeseen antaa riittävät ja oikeat tiedot. Sijoittajien oikeat ja riittävät tiedot ovat olennaisia markkinoiden toimivuuden kannalta. Mikäli jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ei olisi, joutuisivat sijoittajat perustamaan sijoituspäätöksensä puhtaasti spekulatiivisiin havaintoihin toimintaympäristöstä. Jatkuva tiedonantovelvollisuus pyrkii ohjaamaan sijoittajien tietoisuutta siten, että nämä todellisuudessa ymmärtävät mihin heidän kannattaa sijoittaa. Sijoittajien nähdään tekevän perusteltuja sijoituspäätöksiä, kun he kykenevät yhdistämään julkaistun tiedon omaan taloudelliseen tilanteeseensa.²²⁴

²²¹ NASDAQ OMX Helsinki Oy 2013, s. 39-40(ei sitova selostusteksti). Pörssin sääntö 2.3.3.1.

²²² Huovinen 2004, s. 49.

²²³ Katso myös KKO 2013:53.

²²⁴ Huovinen 2004, s. 8.

6.5.1 Huolehtimistapa

Pörssin sääntöjen kohdassa 2.2.4.3 määrätään siitä kuinka tiedonantovelvollisuudesta ja raportoinnista tulee huolehtia. Määräyksen mukaan yhtiön tulee järjestää hallintonsa, taloudellinen raportointi sekä seuranta siten, että tämä pystyy täyttämään pörssi-yhtiöltä vaadittavat velvollisuudet ja toimittamaan markkinoille luotettavaa, täsmällistä ja ajantasaista informaatiota. Pörssi ohjeiden selostustekstissä selvennetään, että tällä voidaan katsoa tarkoitettavan esimerkiksi sitä, että yhtiö on julkaissut vähintään yhden osavuosikatsauksen, vaikkei tällä olisikaan lain mukaan tähän velvoitetta. Lisäksi taloushallinto tulee järjestää siten, että johto ja hallitus saavat tarpeelliset tiedot päätöksentekoa varten. Tiedonsaannin tulee olla *nopeaa ja toistuvaa*.²²⁵

Listalleottamisen edellytyksiin liittyen on hyvä havaita, että sijoittajia pyritään suojaamaan muun muassa sillä, että sellaisilta yhtiöiltä joilta uupuu toimintahistoriaa (normaali listautumisedellytys edellyttää vähintään kolmen tilikauden tietoja) vaaditaan esitteen osalta enemmän. Näiden yhtiöiden osalta pörssi voi vaatia, että esitteessä ja listautumishakemuksessa annettavan tiedon tulee olla laajuudeltaan ja laadultaan parempaa kuin pidempään toimineilla yhtiöillä.²²⁶

Pörssin ohjeissa mainitaan, että pörssi kannustaa yhtiöitä ottamaan käyttöön tiedottamista koskevat toimintaperiaatteet (”information and disclosure policy”), jotta voidaan varmistaa, että yhtiö antaa markkinoille ajantasaista, täsmällistä ja luotettavaa tietoa. Kyseiset toimintaperiaatteet tekee yhtiö itse ja näillä yhtiö pyrkii jatkuvasti tarjoamaan markkinoille korkealaatuista sisäistä ja ulkoista informaatiota, joka ei ole riippuvainen yhdestä henkilöstä. Toimintaperiaatteet käsittävät normaalisti useita aihealueita, kuten kuka toimii tiedottajana, minkä tyyppistä informaatiota annetaan markkinoille, miten ja milloin julkistaminen tapahtuu sekä miten tätä tietoa käsitellään kriisihetkinä.²²⁷

²²⁵ NASDAQ OMX 2013(a), s. 18-19. Yhtiön johdon huolehtimisvelvollisuutta on arvioitu eri jäsenten kohdalla eri tavoin. Helsingin hovioikeuden ratkaisusta 11.6.2010 selviää, että puheenjohtajalla voi olla suurempi vastuu tiedottamisesta huolehtimisesta kuin rivijäsenillä.

²²⁶ NASDAQ OMX 2013(a), s. 14.

²²⁷ NASDAQ OMX 2013(a), s. 19.

6.5.2 Julkaisemisajankohta ja -tapa

AML 6:4 ja pörssin säännön 2.3.1.3 perusteella annettava tieto tulee julkistaa ilman aiheutonta viivytystä, ellei asiasta ole toisin määrätty. Tieto, jolla voi olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikutusta, tulee julkaista samanaikaisesti, jos tämä tieto on annettu tarkoituksella kolmannelle osapuolelle, jolla ei ole salassapitovelvollisuutta. Tiedon julkaisemisen lykkääminen on mahdollista AML 6:5 perusteella. Lykkääminen on sallittua, jos tiedon julkaisematta jättäminen ei vaaranna sijoittajien asemaa ja liikkeeseenlaskija pystyy varmistamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena. Lykkäämisestä tulee antaa tieto Finanssivalvonnalle ja pörssille.

Kuten AML:ssä (6:4) myös pörssin säännöissä määrätään, että pörssiyhtiön on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava tieto päätöksistä ja muista sekoista tai olosuhteista, jotka ovat arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia. Pörssin ohjeen selostustekstin mukaan, tätä kohtaa ei tule tulkita siten, että sen olisi tarkoitus laajentaa lain mukaista julkaisuvelvoitetta. Pörssin ohje myötäilee hyvin pitkälti lakia ja siihen liittyvää hallituksen esitystä. Kyseisen ohjeen selostustekstissä tuodaan esiin, että olennaista on että tieto julkaistaan samanaikaisesti kaikille osapuolille. Tietoa ei saa luovuttaa kolmansille osapuolille ennakoon ilman asiallista syytä. Tietoa ei saa esimerkiksi luovuttaa analyytikoille, toimittajille tai muille osapuolille, mikäli tietoa ei samanaikaisesti julkaista markkinoille.²²⁸

Aiheeton viivytys on tulkinnan varainen. Aiheellisena viivytyksenä voidaan pitää esimerkiksi sitä, että tiedon luotettavuus tarkistetaan ennen julkistamista, tai sitä että yrityskaupan yksityiskohdat varmennetaan. Yritys voi myös erikseen pyytää lupaa Finanssivalvonnalta, ettei yrityksen tarvitse julkaista tietoa, jos tästä on olennaista haittaa yhtiölle. Tällainen seikka voi olla esimerkiksi yrityskaupan vaarantuminen. Sen sijaan pelkkä tiedon vahingollisuus yhtiölle ei ole sellainen syy, että tiedon voisi jättää julkaisematta. Esimerkiksi negatiivinen yrityskuva ei ole syy sille, että tiedon voisi jättää julkaisematta. Myöskään valmisteluvaiheessa tietoa ei tarvitse julkaista, vaan vasta sitten kun yhtiö on tehnyt lopullisen päätöksen. Sisäpiirin väärinkäytösten ehkäisemiseksi on kuitenkin suotavaa, että tiedottaminen tapahtuu mahdollisimman varhaisessa vaiheessa.²²⁹

²²⁸ NASDAQ OMX 2013(a), s. 30.

²²⁹ Huovinen 2004, s. 40-41.

Tuoreessa oikeustapauksessa KKO 2013:53 pohdittiin sitä pitääkö tiedon olla lopullisesti varmistunut, jotta tieto tulee julkaista, vai riittääkö se, että johto voi perustellusti arvioida, että tilanne on muuttunut. Asiassa käräjäoikeus ratkaisi asian eri tavoin kuin hovi- ja korkein oikeus. Käräjäoikeus katsoi, että tieto tuli julkaista, kun lopullinen ja varma tieto asiasta saatiin. Hovioikeus, jonka ratkaisuun korkein oikeus yhtyi, erosi käräjäoikeuden ratkaisusta siinä, että tiedottamisen perusteena olevan tiedon tulee olla riittävän luotettavaa, koska myöhemmin virheelliseksi osoittautuvan tulosvaroituksen antaminen voi olla vahingollista ja johtaa sijoittajia harhaan. Tapauksessa tieto olisi tullut kuitenkin julkaista, koska johdon tekemän etukäteisarvioinnin perusteella olisi pitänyt ymmärtää, että kyse oli tiedosta, joka oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon ja joka oli julkistettava heti sen tultua yhtiön tietoon. Tapauksessa yhtiön katsottiin olleen riittävän varma siitä, ettei tulosennuste tule todennäköisesti toteutumaan ja tällä oli asiasta riittävän luotettava tieto. Kyseisessä tapauksessa arvioitiin rikosoikeudellista vastuuta, joten rikoslain (19.12.1889/39, RL) tunnusmerkistön tuli täytyä. Määrittely rikoslaissa on kuitenkin tiedonantovelvoitteen osalta määritelty siten, että siinä viitataan AML:n määrittelyyn²³⁰. HE 254/1998 mukaan rikokset tulkitaan arvopaperimarkkinalain sisältö huomioiden. Hallituksen esitys korostaa sitä, että markkinoille tulee antaa riittävät tiedot arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista. Kyse on nimenomaan riittävien tietojen antaminen.²³¹ Rikosoikeudellisen vastuun syntyminen kuitenkin edellyttää sitä, että on toimitettu tahallisesti tai törkeästä huolimattomuudesta. Ratkaisussa otettiin vahvasti kantaa myös siihen miten tiedon olennaisuutta arvioidaan.

Helsingin hovioikeuden ratkaisussa, joka on annettu 5.1.2007 (Satama Oyj), poikettiin jonkin verran edellä esitellystä korkeimman oikeuden ratkaisusta. Tässä tapauksessa katsottiin, että yhtiöllä oli aiheellinen syy viivästyä tiedottamisesta, koska tietoja piti tarkistaa ja analysoida. Sen sijaan Helsingin hovioikeuden ratkaisussa 18.6.2009 (Scanfil Oyj) katsottiin, ettei tiedottamista ollut perusteltua viivyttää sen vuoksi, että Belgian tehtaantalon uudelleen järjestelyistä ja vuoden 2006 ensimmäisen vuosipuoliskon talousnäköymistä olisi voitu kertoa samalla kertaa. Edelleen ratkaisussa KKO 2006:110 arvioitiin sitä koska tieto on riittä-

²³⁰ RL 51:5: Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta 1) rahoitusvälineen markkinoinnissa tai vaihdannassa elinkeinotoiminnassa antaa rahoitusvälineeseen liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai 2) jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki (746/2012) velvoittaa antamaan ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon, tai arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antaa sellaisen, arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon, on tuomittava arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

²³¹ HE 254/1998 vp s. 32

vän täsmällistä. Ratkaisussa sanotaan: ”[...] täsmällisyyttä koskevan vaatimuksen voidaan katsoa täyttyvän jo silloin, kun kyseisten *olosuhteiden tai tapahtuman ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus*. Tiedon täsmällisyydeltä edellytetään myös sitä, että tieto on riittävän tarkka, jotta sen perusteella voidaan tehdä *johtopäätös tällaisten olosuhteiden tai tapahtumien mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai näihin liittyvien johdannaisrahoitusvälineiden arvoihin*.” Toisin sanoen todennäköisyyden ei tarvitse olla 100 %:n suuruinen, vaan on riittävää, että mahdollisuus on olemassa.

Kuten edellä olevista oikeustapauksista voidaan havaita tiedon julkistaminen ilman aiheutonta viivytystä tarkoittaa sitä, että tieto tulee julkistaa mahdollisimman nopeasti päätöksen tekemisen tai tapahtuman jälkeen. Lähtökohtana pidetään sitä, että julkistamiseen ei saa mennä enempää aikaa kuin mitä tarvitaan tietojen kokoamiseen ja välittämiseen. Yhtiön on kuitenkin huolehdittava siitä, että tieto on valmista julkistettavaksi, eli tiedon tulee olla riittävän kattavaa ja oikeaa. Säännöllä ei kuitenkaan edellytetä tiedon julkistamista ennen aikaisesti. Vaikka yhtiössä tiedettäisiin, että jostakin asiasta päätetään hallituksen kokouksessa, ei tietoa tarvitse julkistaa ennen kuin kokous on päättynyt ja asiasta on lopullisesti päätetty. Tieto voidaan julkistaa myös seuraavana päivänä, jos päätös tehdään esimerkiksi myöhään illalla, eikä yhtiön osakkeilla käydä kauppaa millään markkinapaikalla ennen seuraavaa pörssipäivää. Tiedon julkistaminen voi siis tällaisissa tilanteissa odottaa myös esimerkiksi viikonlopun ylitse.²³²

Julkaisemisajankohtaan liittyy läheisesti myös pörssin sääntöjen määräys 2.3.1.4 koskien tiedon vuotamista. Tiedon vuotamisella tarkoitetaan tilanteita, joissa tieto on tullut julkisuuteen ennen sen julkistamista. Mikäli näin tapahtuu, tulee pörssiyhtiön julkaista asiasta erikseen tiedote. Tämä tiedote tulee julkaista ilman aiheutonta viivytystä. Tämä vastaa AML 6:6 määräystä. Selostustekstissä tarkennetaan, että julkaisemista edellytetään, vaikkei tieto olisi peräisin yhtiöltä itseltään. Pörssiyhtiön tulee tällöin itse arvioida onko tiedolla olla olennainen vaikutus arvopaperin arvoon.²³³ Julkaisemisvelvollisuus perustuu pohjimmiltaan yleissääntöön. Pörssiyhtiön tulee myös huomioida se pitääkö tieto olennaisilta osiltaan paikkansa ja varmistaa tiedon luottamuksellisuus sekä mahdollinen tietovuoto. On kuitenkin havaittava, ettei pörssiyhtiöllä ole velvollisuutta seurata markkinahuhuja ja rea-

²³² NASDAQ OMX 2013(a), s. 34-35.

²³³ HE 137/2004 vp., s. 52.

goida niihin. Reagoimista edellytetään ainoastaan, jos tämä johtuu yhtiön lukuun tai sen puolesta toimivan henkilön aiheuttamasta tietovuodosta. Jos huhulla on olennainen vaikutus pörssi-yhtiön arvopaperin arvoon, pörssi-yhtiö voi harkita tiedotteen julkistamista antaakseen markkinoille oikean tiedon ja edistää markkinoiden luotettavuutta.²³⁴ On ristiriitaista, että yhtiö voisi vaikenemisella saada hyötyä siitä, että tämä ei korjaa markkinahuhua. Passiivisuudella yhtiö antaa totuudenvastaisen tiedon kehittyä tai se signaloi asioita markkinoille käyttäytymisellään olla julkistamatta tosiasiallista seikkaa tai asiantilaa.²³⁵ Nähdäkseni pörssin ja AML:n välillä on ristiriitaa. Mikäli markkinoilla liikkuu sellainen huhu, joka ei ole paikkaansa pitävä ja se vaikuttaa arvopaperin arvoon, ei yhtiöllä ole pörssin sääntöjen perusteella velvollisuutta korjata tietoa. Etenkin tilanteessa, jossa huhu on pörssi-yhtiön kannalta positiivinen, ei yhtiöllä ole ohjeen perusteella intressiä lähteä korjaamaan tietoa. Yhtiön kannalta negatiivisiin huhuihin yhtiö luultavasti reagoi. Tässä voidaan havaita päämies-agenttiteorian mukainen ristiriita.

Pörssin ohjeissa määritellään, että tieto tulee julkaista sillä tavalla, että tieto on yhtä aikaa kaikkien saatavilla. Tiedon julkaisemisessa käytettävän keinon tulee olla nopea ja tasapuolinen.²³⁶ Pörssi-yhtiöllä on oltava verkkosivut, joilla tieto tulee julkaista. Tieto tulee säilyttää vähintään viisi vuotta.²³⁷ Pelkkä tiedon julkaiseminen ei riitä, vaan tieto tulee myös toimittaa pörssin markkina-avalvonnalle viimeistään tiedon julkistamisen yhteydessä.²³⁸

6.6 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden suhde vieraasta pääomasta annettaviin tietoihin

Pörssin säännöissä määrätään, että yhtiön varallisuuden muutokseen liittyvät seikat kuuluvat jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin. Pörssin säännöt eivät kuitenkaan tarkemmin määrää sitä mitä tietoa tästä varallisuuden muutoksesta, esimerkiksi vieraan pääoman liisäntymisestä tulee antaa.

Pörssin säännöissä mainitaan kovenanttiehdot vain yhdessä kohdassa. Säännöissä mainitaan, että rahoitusta koskevilla sopimuksilla on usein erilaisia kovenanttiehtoja, jotka liit-

²³⁴ NASDAQ OMX 2013(a), s. 35.

²³⁵ Huovinen 2004, 96-97.

²³⁶ Pörssin ohje 2.3.1.5

²³⁷ Pörssin ohje 2.3.1.6

²³⁸ Pörssin ohje 2.3.1.5

tyvät esimerkiksi yhtiön rahoitukseen ja luottoluokitukseen. Mikäli kyseiset kovenantit rikkoutuvat voi lainan antaja irtisanoa lainasopimuksen tai vaatia lainanehtojen muuttamista. Tällainen ehtojen rikkoutuminen voi ohjeen mukaan olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tekijä.²³⁹ Tästä ohjeen kohdasta voisi päätellä, että tietoja on annettava erityisesti silloin kun kovenanttiehdot rikkoutuvat, mutta tässä ei kuitenkaan mainita mitään siitä, tuleeko kyseisistä ehdoista informoida sijoittajaa ja osakkeenomistajaa siinä vaiheessa kun varsinainen lainasopimus tehdään. On kuitenkin selvää, että osakkeenomistajia ja sijoittajia on informoitava siitä, kun yhtiön tase- ja rahoitusasema muuttuu ja tämä on omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Pörssin sääntöjen tiukan tulkinnan mukaan tietoa tulisi antaa, jos vieraan pääoman määrä lisääntyy. Myöskään tässä kohdin ei kuitenkaan oteta kantaa siihen tuleeko lainanehdoista antaa joitain erityisiä tietoja. Tästä johtuen lainan ehtojen osalta tietojen antaminen pörssin sääntöjen osalta on täysin riippuvainen yleislausekkeesta, eli tiedot on annettava, jos tällä voidaan katsoa olevan olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon. Kyseiseen asiaan palaan jäljempänä kappaleessa 9.

Kuten edellä on pyritty esittämään, vieraasta pääomasta ei tarvitse antaa kovinkaan paljon informaatiota. Kovenanttiehtojen, joita käsittelen erikseen kappaleessa 9, lisäksi vieraaseen pääomaan liittyy myös muita olennaisia ehtoja, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa osakkeen arvoon. Näkisin, että keskeisimmät näistä ovat velan takaisinmaksuaika, korkoa koskevat ehdot ja rahoituksen antaja. Kävin lävitse 1.10.-1.11.2013 välillä julkaistuja Helsingin pörssin pörssitiedotteita ja näiden perusteella saattoi havaita, että yhtiöt harvoin tiedottavat hyvin harvakseltaan vieraan pääoman muutoksista ja lainoista annetaan tiedotteissa hyvin vähän informaatiota. Yhtiöt kertoivat tiedotteissa enemmän esimerkiksi uusien joukkovelkakirjojen tai vaihtovelkakirjojen liikkeelle laskemisesta, jotka poikkeuksetta olivat yhtiöille oman pääoman ehtoisia instrumentteja ja niiden katsottiin parantavan yhtiöiden vakavaraisuutta. Tiedotteiden perusteella velkapääoman muutoksista kerrottiin lähinnä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden yhteydessä, eli osavuosisikatsauksissa sekä tilinpäätöstiedotteissa. Näissäkin annettiin kuitenkin hyvin vähän informaatiota vieraasta pääomasta, eikä esimerkiksi korkotasoa paljastettu. Nähdäkseni tämä pitäisi katsoa puutteelliseksi tiedottamiseksi. Sen sijaan yhtiöt lähes poikkeuksetta kertovat osavuosisikatsauksissaan muun muassa nettovelkaantumisaste %:n, velkaantumisaste %:n ja vieraan pääoman kokonaismäärän. Läpikäytyjen pörssitiedotteiden otos oli varsin pieni, joten sen perusteella ei

²³⁹ NASDAQ OMX 2013(a), s. 31 (ei sitova selostusteksti).

voi tehdä kovin pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Tässä muutamia poimintoja tiedotteista, joissa annettiin tietoja uudesta vieraasta pääomasta:

Yhtiö on katsauskauden aikana nostanut 2,5 miljoonan euron suuruisen lyhytaikaisen lainan suurimmalta omistajaltaan Oy Turret Ab:lta. Laina erääntyy maksettavaksi 31.12.2013 mennessä. Velan vakuudeksi yhtiö on pantannut yrityskiinnitysvelkakirjoja. (Ixonos Oyj pörssitiedote: Ixonos Oyj täydentää 25.10.2013 julkaistua osavuosikatsausta. 1.11.2013).

Ixonos on varmistanut lainasopimuksen lyhytaikaisesta vieraan pääoman ehtoisestä lisärahoituksesta Oy Turret Ab:n kanssa. Lainasopimus mahdollistaa tarvittaessa enintään 1,0 miljoonan euron lisärahoituksen 30.11.2013 asti. (Ixonos Oyj pörssitiedote: Ixonos järjestää rahoitustaan. 24.10.2013).

Korollinen nettovelka ja velkaantumisaste vuonna 2012 eivät ole vertailukelpoisia vuoden 2013 lukuihin, sillä Caverion Oyj:lle siirtyi uusi pankkirahoitussopimus osittaisjakautumisen yhteydessä 30.6.2013. (Caverion Oyj pörssitiedote: Osavuosikatsaus. 1.11.2013).

Aspo Oyj on allekirjoittanut valmiusluottolimiittisopimuksen, jonka määrä on 20 miljoonaa euroa. Luotonantaja on Danske Bank. Sopimuksen laina-aika on kolme vuotta ja se korvaa vuonna 2014 erääntyvän vastaavan suuruisen valmiusluottolimiittisopimuksen. (ASPO Oyj pörssitiedote: Pörssitiedote. 25.10.2013).

Kuten tiedotteista voi havaita, annetaan uudesta vieraasta pääomasta erittäin marginaalisesti tietoja. Näissä missään ei kerrota tarkemmin lainan ehdoista, eikä esimerkiksi paljasteta vieraan pääoman kustannusta. Nähdäkseni ei ole itsestään selvää, että käytäntö täyttää AML 6:4 määräyksen, jonka mukaan arvopaperin liikkeelle laskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Nykyinen käytäntö on kuitenkin käytännössä muodostunut sellaiseksi, että vieraan pääoman ehtoisestä rahoituksesta annetaan hyvin rajoitetusti tietoa. Voimassaoleva laki (AML 6:4) sallisi kuitenkin sen, että tietoa voitaisiin vaatia enemmänkin. Tästä johtuen en näe tarvetta sille, että lakia muutetaan, vaan riittäisi, että pörssi antaisi asiasta

ohjeen. Nähdäkseni laajempi vieraan pääoman ehtoisestä rahoituksesta tiedottaminen olisi valistuneen sijoittajan käsityksen valossa, arvopaperimarkkinoiden toimivuuden sekä sijoittajan suojan kannalta suositeltavaa.

On myös syytä kysyä miksi käytäntö on muodostunut sellaiseksi, ettei vieraasta pääomasta anneta tarkempia ehtoja, vaan yhtiöt katsovat, että vähempi tiedonanto riittää. Tähän asiaan ei liene yksiselitteistä vastausta. Käytäntö on varmastikin muotoutunut ajan saatossa tällaiseksi ja pörssiyrityksille on muodostunut vakiintunut tapa tiedottaa vieraasta pääomasta. Tätä, nähdäkseni huonoa perinnettä, voidaan muuttaa ainoastaan antamalla tarkempi ohjeistus. Muutos voisi tapahtua muuttamalla itsesääntely ohjeistusta (Corporate Governance tai pörssin säännöt), koska tällöin yhtiöiden tulisi noudattaa tätä *Comply or Explain* -säännön perusteella. On myös mahdollista, että tiedonsaantia ei ole pidetty tärkeänä ja tätä on voitu perustella sijoittajien rajoittuneella rationaalisuudella ja sillä, etteivät sijoittajat todellisuudessa kykene perehtymään kaikkeen informaatioon.

6.7 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta on säädetty AML 7 luvussa. Näihin annettaviin tietoihin lukeutuvat tilinpäätös, toimintakertomus, tilintarkastuskertomus, tilinpäätöstiedote osavuositarkastukset sekä johdon osavuotinen selvitys (AML 7 luku).

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on laadittava osavuositarkastus (AML 7:1). Osavuositarkastuksen julkistamisvelvollisuus ei kuitenkaan koske AML 7:4 mukaista julkisoikeudellista liikkeeseenlaskijaa. Osavuositarkastuksessa on kuvattava liikkeeseenlaskijan taloudellista asemaa ja tulosta sekä niiden kehitystä tarkastuskaudella. Lisäksi on kuvattava tarkastuskauden merkittäviä tapahtumia ja liiketoimia sekä niiden vaikutuksia liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulokseen. Osavuositarkastukseen on sisällytettävä myös kuvaus lähiaikojen riskeistä. Lisäksi osavuositarkastuksessa on arvioitava liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista ja esitettävä selvitys seikoista, joihin arvio perustuu.²⁴⁰

²⁴⁰ AML 7:11 ja HE 32/2012 vp, s. 12.

Tässä yhteydessä käyn lävitse ainoastaan osavuositarkastukseen liittyvää tiedonantovelvollisuutta, sillä tilinpäätöstä käsitellään erikseen luvussa 7.

6.7.1 Osavuositarkastus

Osakkeen, osakkeeseen oikeuttavan arvopaperin tai näihin rinnastettavan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava osavuositarkastus tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta. (AML 7:10 1 momentti).

Arvopaperin liikkeeseenlaskija voi kuitenkin päättää, ettei se julkista osavuositarkastusta tilikauden kolmelta eikä yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta, jos se yhtiön koko, toimiala tai muu vastaava syy huomioon ottaen on perusteltua. Liikkeeseenlaskijan on tällöin julkistettava tilikauden ensimmäisen ja toisen kuuden kuukauden aikana AML 7:14 tarkoitettu johdon osavuotinen selvitys.²⁴¹

Muun kuin osakkeen, osakkeeseen oikeuttavan arvopaperin tai näihin rinnastettavan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava osavuositarkastus tilikauden kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta. Osavuositarkastuksen julkaisuvelvollisuutta ei ole lainkaan, jos liikkeelle on laskettu muita kuin osakkeita, osakkeeseen oikeuttavia arvopapereita tai näihin rinnastettavia arvopapereita, joiden yksikkökohtainen arvo on vähintään 100 000 euroa tai tätä liikkeeseenlaskupäivänä vastaava määrä muussa valuutassa.²⁴²

Osavuositarkastus on julkistettava ilman aiheutonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kahden kuukauden kuluessa katsauskauden päättymisestä. Osavuositarkastuksen julkistamisajankohdasta on julkistettava heti, kun siitä on päätetty.²⁴³

Osavuositarkastuksen on annettava *oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta*. Osavuositarkastus on laadittava noudattaen samoja kirjaamis- ja arvostusperiaatteita kuin mitä käytetään tilinpäätöksessä. Osavuositarkastuksessa esitettävien tietojen on oltava vertailukelpoisia edellisen tilikauden vastaavan katsauskau-

²⁴¹ Johdon osavuotisesta tarkastuksesta on säädetty AML 7:14-15. Tämän sisältöä ei kuitenkaan selvitetä tässä yhteydessä tarkemmin. Tässä tulee kuitenkin noudattaa samoja perusperiaatteita kuin muussakin tiedonannossa. Johdon osavuositarkastuksen osalta ei kuitenkaan edellytetä tilintarkastusta koskevia mainintoja, kuten muiden taloudellisten raporttien kohdalla.

²⁴² AML 7:10 3. momentti.

²⁴³ AML 7:10 4. momentti.

den tietoihin. Jos liikkeeseenlaskijan on laadittava konsernitilinpäätös, osavuosikatsaus annetaan konsernin tietoina.²⁴⁴

Osavuosikatsauksen selostusosassa on annettava *yleiskuvaus* liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta sekä niiden kehityksestä katsauskaudella. Siinä on selostettava katsauskauden merkittäviä tapahtumia ja liiketoimia sekä niiden vaikutuksia liikkeeseenlaskijan toiminnan tulokseen ja taloudelliseen asemaan ja annettava kuvaus liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä lähiajan riskeistä ja epävarmuustekijöistä.²⁴⁵

Osavuosikatsauksen taulukko-osa on laadittava noudattaen kirjanpitolaisissa tarkoitettuja kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja osavuosikatsauksista. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin laatia tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta suppean taulukko-osan.²⁴⁶

6.7.2 Säännöllisesti annettavien tietojen julkaisemisajankohta

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheetonta viivytystä viimeistään viikkoa ennen sitä kokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Liikkeeseenlaskijan on lisäksi esitettävä toimintakertomuksessa tai erillisessä kertomuksessa selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä.²⁴⁷ Vastaavasti kuin tilinpäätös, myös osavuosikatsaus on julkaistava ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kahden kuukauden kuluttua katsauskauden päättymisestä.²⁴⁸

²⁴⁴ AML 7:11 1. momentti.

²⁴⁵ AML 7:11 2. momentti. Säännölliseen tiedonantovelvoitteeseen sisältyy monipuolinen tiedonantaminen. Mikäli tätä rikotaan, voi yhtiölle seurata sanktio. Esimerkiksi Finanssivalvonta antoi 2.9.2010 julkisen huomautuksen Honkarakenne Oyj:lle, kun tämä ei ollut kertonut toimintakertomuksessa tai tilinpäätöksessä solmitusta osakassopimuksesta.

²⁴⁶ AML 7:11 3. momentti. AML 7:12, Pörssin säännöt 2.3.2.2.

²⁴⁷ AML 7:5-7.

²⁴⁸ AML 7:10.

Pörssin sääntöjen selostustekstissä ohjeistetaan, että taloudellinen raportti tulee julkaista ennen ilmoitettua päivää, jos laatiminen tapahtuu arvioitua nopeammin²⁴⁹. Tämä ohje on nähdäkseni jossain määrin ongelmallinen. On toki selvää, että tieto tulee yhtä aikaa kaikille tiedoksi, mutta toisaalta sijoittajille on syntynyt mielikuva tietystä ajankohdasta, jolloin julkaiseminen tapahtuu. Jos julkaiseminen on tapahtunut jo aikaisemmin, on osa sijoittajista voinut saada tiedon ennen muita, mikäli nämä ovat olleet valppaina ja he ovat tarkistaneet julkaisut. Toisaalta tieto on joka tapauksessa kaikkien saatavilla samaan aikaan, joten yhdenvertaisuutta tämä ei kuitenkaan riko. Raportin myöhästyessä suunnitellusta, tulee liikkeeseenlaskijan julkaista tiedote, jossa tämä ilmoittaa uuden julkaisemispäivän²⁵⁰.

6.8 Corporate Governance

Corporate governance -suosituksia pidetään lähes aina itsesääntelynä. Koodi on syntynyt itsesääntelyä tuottavan toimielimen Arvopaperimarkkinayhdistyksen toimesta. Koodin kuvaamista itsesääntelynä voidaan kuitenkin pitää hankalana, koska sääntelyä pidetään sisällöllisesti velvoittavana. AML ei muutoin ota kantaa Corporate Governanceen kuin, että liikkeeseenlaskijan on säännöllisen tiedonantovelvollisuuden puitteissa selvitettävä yhtiön hallinto- ja ohjausjärjestelmänsä. Tässä kohtaa suuri osa yhtiöistä viittaa johonkin yhtenäiseen corporate governance malliin, joka Suomessa on usein Arvopaperimarkkinayhdistyksen ohjeistus tai pörssin Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi. Liikkeeseenlaskija voi AML:n puitteissa valita jonkin muunkin corporate governance mallin.²⁵¹ Corporate governance -järjestelmällä pyritään osaltaan turvaamaan sijoittajaa ja osakkeenomistajaa. Järjestelmän avulla pyritään tukemaan rahoitusmarkkinoiden kasvua ja taloudellista kehitystä.²⁵² Tässä lopputyössä käsittelen jäljempänä ainoastaan Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia.

Pohjoismainen corporate governance -järjestelmä sijoittuu perinteisen manner-eurooppalaisen ja angloamerikkalaisen järjestelmän väliin²⁵³. Corporate governancen voi ymmärtää pelkäksi parhaaksi toimintamalliksi (best practice), jolla *turvaudutaan kolmea päämies-agenttiongelmia vastaan* (enemmistö versus vähemmistö, osakkeenomistajat ver-

²⁴⁹ NASDAQ OMX 2013(a), s. 37.

²⁵⁰ NASDAQ OMX Helsinki Oy 2013, s. 37 (ei sitova selostusteksti).

²⁵¹ Nyström 2010, s. 31

²⁵² Vahtera 2011, s. 35.

²⁵³ Hansen 2006, s. 70.

sus johto ja yhtiö versus velkojat). Itsesääntelyn ongelma on sen vaikeassa valvonnassa ja sen todellisessa merkityksessä yhtiön toiminnalle. Yhtiöt noudattavat Corporate Governancen osalta niin sanottua *comply or explain* -sääntöä. Tämän perusteella yhtiön on kyettävä selvittämään miksi se ei jossain tilanteessa noudata corporate governancen määräyksiä.²⁵⁴

Pörssin ohjeiden 2.2.5 määräyksen mukaan yhtiön tulee ilmoittaa, miten tämä noudattaa hyvästä hallinnointitavasta (corporate governance) sen kotivaltiossa annettuja suosituksia. Jos kotivaltiossa ei tällaisia ole julkaistu, tulee soveltaa pörssissä käyttöönottettua suositusta. Suomalaiset yhtiöt voivat tämän perusteella noudattaa pörssin Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia (Corporate Governance 2010).²⁵⁵ Hallinnointikoodin avulla pyritään siihen, että listayhtiöiden toimintatavat ovat yhtenevät sekä osakkeenomistajille ja muille sijoittajille annettavat tiedot ovat yhtäläisiä ja hallintoelinten toiminta on avointa. Hallinnointikoodin osalta on syytä havaita, että omistajarakenteet, toimialat ja toiminnan laajuus eroavat suuresti myös eri pörssi-yhtiöiden välillä. Tästä huolimatta hallinnointikoodissa ei ole eroteltu sääntöjä erikokoisille yhtiöille eri tavoin, vaan kaikki pörssi-yhtiöt noudattavat samaa koodistoa.²⁵⁶

Suomen hallinnointikoodiin sisältyy määräykset hallituksen valiokunnista. Yhtiön ei ole pakko perustaa valiokunta muutoin, kuin tarkastusvaliokunta, jonka perustamista hallinnointikoodi edellyttää. Tarkastusvaliokunta on perustettava yhtiössä, jonka liiketoiminnan laajuus edellyttää taloudellista raportointia ja valvontaa koskevien asioiden valmistelua hallitusta pienemmässä kokoonpanossa. Tarkastusvaliokunnan tehtäviksi on määritelty ainakin tilinpäätösraportointiprosessin seuraaminen, taloudellisen raportointiprosessin seuranta, yhtiön sisäisen valvonnan, mahdollisen sisäisen tarkastuksen ja riskienhallintajärjestelmien tehokkuuden valvonta, tilinpäätöksen ja konsernitilinpäätöksen lakisääteinen tilintarkastuksen seuranta sekä tilintarkastajan valinnan valmistelu.²⁵⁷

Hallinnointikoodiin liittyy läheisesti sisäinen valvonta ja tarkastus. Tällä pyritään yhtiön tehokkaaseen ja tulokselliseen toimintaan sekä siihen, että yhtiöstä annetaan sijoittajille luotettavaa tietoa. Tavoitteena on myös riskien tunnistaminen, arviointi ja seuranta. Hallin-

²⁵⁴ Mähönen 2010, s. 9, 11.

²⁵⁵ NASDAQ OMX 2013(a), s. 19. Jäljempänä puhuessani Suomen hallinnointikoodista, tarkoitan nimenomaan tätä pörssin antamaa listayhtiöiden hallinnointikoodia.

²⁵⁶ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s 6

²⁵⁷ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 14.

nointikoodi ei itsessään anna ohjeita sisäisen valvonnan ja tarkastuksen toimintaperiaatteista, vaan se määrää, että yhtiön on itse asetettava toiminnalle periaatteet.²⁵⁸

Hallinnointikoodi sisältää suosituksia tiedonantovelvoitteen täyttämiseksi. Tämän mukaan listayhtiön hyvään hallinnointiin kuuluu luotettavan ja ajantasaisen tiedon tuottaminen. Tällä yhtiö tukee oikeaa hinnanmuodostusta ja edistää luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan. Olennaisin seikka näistä aiheen kannalta on suositus 55, jossa puhutaan sijoittajainformaation tuottamisesta Internet-sivuilla. Tämä ei kuitenkaan nähdäkseni laajenna tiedonantovelvoitteita, jotka määräytyvät pörssin sääntöjen ja arvopaperimarkkinalain perusteella.²⁵⁹

6.9 Rikoslaki vahvistaa arvopaperimarkkinalakia

Rikoslaisissa (51 luku) säädetään arvopaperimarkkinarikoksista. Yksi näistä rikoslain mukaisista rikoksista on tiedottamisrikos. RL 51:5 (14.12.2012/753) mukaan totuudenvastaisen tai harhaanjohtavien tietojen antaminen tai asianmukaisen tiedon antamatta jättäminen tahallisesti tai törkeästä huolimattomuudesta, on katsottava tiedottamisrikokseksi. Asianmukaisena tietona pidetään tietoa, joka tulee AML mukaan antaa. Tiedottamisrikoksesta voidaan tuomita sakkoon tai enintään kaksi vuotta vankeutta.

Tiedottamisrikoksen suojeluobjektina voidaan pitää sijoittajien tiedollista tasavertaisuutta suhteessa toisiin sijoittajiin ja liikkeeseenlaskijaan. Tavoite edellyttää sijoittajien luottavan pörssiyhtiön täyttävän sille asetetut tiedonantovelvollisuudet siten, että markkinoilla on saatavilla luotettavaa tietoa. Tiedottamisrikokset voidaan rinnastaa niin sanottuihin vaaran-
tamisrikoksiin, joissa rangaistavuus on yleisesti sidottu siihen, oliko kyseinen menettely omiaan (ex ante) aiheuttamaan sellaisen vaaran, jota rikosoikeudellisilla säännöksillä pyritään suojaamaan.²⁶⁰

²⁵⁸ Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 20

²⁵⁹ Internetin merkitys informaation jakamisessa on noussut erityiseen merkitykseen, koska sen kautta kyettään varmistamaan, että tieto on yhtäläisesti sijoittajien saatavilla samaan aikaan. On kuitenkin syytä huomata, että Internet on nostanut Chiun mukaan myös ongelman. Internetin kautta tiedonjakamisesta on tullut liiankin helppoa ja informaatiota jaetaan runsaasti. Tiedon runsaus voi helposti johtaa siihen, ettei sijoittaja kykene erottamaan olennaista tietoa epäolennaisesta ja sijoittaja ei välttämättä edes jaksaa ottaa selkoa kaikesta saatavilla olevasta tiedosta, koska tätä on tarjolla liian paljon. (Chiu 2007, s. 40-41).

²⁶⁰ Häyrynen 2006, s. 67 ja 234.

Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen syyksiluettavuus edellyttää joko tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Tiedottamisrikoksissa teon huolimattomuus perustuu AML:ssa asetettuihin velvoitteisiin. Tekotapaa koskevat tunnusmerkistökijät saavat sisältönsä nimenomaan AML:n normeista.²⁶¹

Myös pörssin säännöissä on omat kurinpitoseuraamukset. Näistä on säädetty sääntöjen 8. luvussa. Pörssin tehtäviin kuuluu huolehtia riittävästä ja luotettavasta markkinatoiminnasta. Tämän toteuttamiseksi pörssi valvoo sääntöjen ja hyvän arvopaperimarkkinatavan toteutumista. Valvonnan suorittamiseksi pörssi voi vaatia yhtiöltä tarkentavia tietoja ja lisäksi tämä voi suorittaa KHT-tilintarkastajan tai muun asiantuntijan avulla tarkastuksen yhtiössä.

Pörssillä on kurinpitolautakunta, jonka tehtävänä on määrätä kurinpitotoimenpiteistä. Jos pörssi-yhtiö, tai konserniin kuuluva muu yhtiö, rikkoo määräyksiä voi kurinpitolautakunta määrätä seurauksen. Rikkoneelle lautakunta voi määrätä varoituksen ja tämän lisäksi kurinpitomaksun. Pörssille maksettavan kurinpitomaksun määrä on vähintään 10 000 euroa ja enintään 500 000 euroa. Sanktion suuruudessa huomioidaan rikkomuksen vakavuus, osapuolen koko sekä muut olosuhteet. Jos rikkomusta voidaan pitää erityisen vakavana, voi lautakunta esittää arvopaperin poistamista pörssilistalta.²⁶²

Edellä mainittujen ohella Finanssivalvonnalla on valvontatehtäviä ja valtuuksia asettaa rangaistuksia. Finanssivalvonnalla on oikeus saada tietoja sekä tehdä tarkastuksia.²⁶³ Finanssivalvonnalla on myös oikeustoimia käytössään, jos tämä havaitsee, että finanssimarkkinoita koskevia säännöksiä tai niiden nojalla annettuja määräyksiä laiminlyödään. Finanssivalvonnan keinoihin lukeutuvat toimeenpanokielto, oikaisukehotus ja tämä voi vahvistaa niitä uhkasakolla.²⁶⁴ Lisäksi Finanssivalvonta voi määrätä rikesakon sille, joka tahallaan tai huolimattomuudestaan laiminlyö tai rikkoo tiedonantovelvollisuuttaan tai tietyin muin tavoin rikkoo lain asettamia määräyksiä. Tämä rikemaksu voi olla suuruudeltaan luonnolliselle henkilölle vähintään 500 euroa ja enintään 10 000 euroa ja oikeushenkilölle vastaavasti vähintään 5 000 euroa ja enintään 100 000 euroa.²⁶⁵ Finanssivalvonta on ollut suhteel-

²⁶¹ Häyrynen 2006, s. 81 ja 77.

²⁶² NASDAQ OMX Helsinki Oy 2013, s. 82-83. Pörssin säännöt 8.2.1-8.2.5

²⁶³ Laki Finanssivalvonnasta 18-20 §, 24 §.

²⁶⁴ Laki Finanssivalvonnasta 33 §, 33a §.

²⁶⁵ Laki Finanssivalvonnasta 38 §. Finanssivalvonnan ja pörssin antamien rangaistusten ja rikoslain välisissä rangaistuksissa on syytä huomioida ne bis in idem kielto. Ks. aiheesta tarkemmin Häyrynen 2006, s- 377-382.

lisen aktiivinen käyttämään tällä olevia keinoja. Ohessa olevien tilastojen perusteella voidaan havaita, että Finanssivalvonnan käyttämien keinojen välillä on vuosittain runsaasti vaihtelua. Esimerkiksi joinakin vuosina rikemaksuja on määrätty useita, kun taas toisina niitä ei ole määrätty lainkaan. Myös tiedonantovelvoitteen rikkomuksien osalta suoritettujen tutkimusten määrissä näyttäisi olevan suurta vaihtelua.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	30.6.2013
Tutkintapyyntö poliisille	6	7	5	1	3	2	5	-	3	4	5	2
Julkinen huomautus	-	-	-	2	-	1	1	5	3	3	3	-
Julkinen varoitus	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	3	1
Rikemaksu	-	-	-	-	-	-	14	-	1	5	14	2

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	30.6.2013
Tutkittu yhteensä	65	57	61	41	62	65	62	74	70	80	85	70
Sisäpiirintiedon väärinkäyttö	24	28	24	18	29	45	27	37	27	34	23	32
Kurssimanipulaatio	11	11	12	6	10	5	11	17	11	23	35	26
Tiedonantovelvollisuus; säännöllinen, jatkuva, liputus ja ensimarkkinat	30	18	21	13	21	12	12	16	25	16	23	10
Muut	0	0	4	4	2	3	12	4	7	7	4	2

(Lähde: Finanssivalvonta 2013)

7 Yhtiön tilinpäätös informaation lähteenä

Manner-eurooppalaista kirjanpitokäytäntöä on kritisoitu siitä, ettei kirjanpitonormisto tuota yhtä kattavaa aineistoa kuin mitä yhdysvaltalainen ja isobritannialainen kirjanpitokäytäntö. Toisaalta tämä kritiikki koskee lähinnä yhtiöitä, jotka eivät noudata IAS/IFRS²⁶⁶-normistoa.²⁶⁷ Koska Suomessa kirjanpitolain (30.12.1997/1336, KPL) 7a:2 mukaan pörssi-yhtiöiden tulee noudattaa IFRS-standardeja, ei kritiikki koske niitä. On kuitenkin ymmärrettävä, että IFRS ja US GAAP sisältävät eroavaisuuksia²⁶⁸.

Tilinpäätös tulee osakkeenomistajien ja sijoittajien tietoisuuteen usean eri lain kautta. Tilinpäätöksestä tulee tiedottaa muun muassa edellä käsitellyn arvopaperimarkkinalain perusteella. Tilinpäätöksen julkistaminen perustuu myös kirjanpitolakiin (KPL 3:9) ja yhtiöoikeuteen (OYL 11:14). Rekisteröintivelvollisuus perustuu julkistamisdirektiivin (68/151/ETY) määräyksiin²⁶⁹. Pörssi-yhtiön tulee julkaista tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen ohessa tilintarkastuskertomus. Tilintarkastuskertomus on pörssin sääntöjen perusteella julkaistava jo tätä ennen, jos kertomukseen sisältyy huomautuksia ja lisätietoja.²⁷⁰

Tässä jaksossa en käsittele enää tilinpäätöstietojen julkaisua tai tilintarkastusta, koska aiheita on käsitelty jo edellä. Tämä jakso keskittyy pohtimaan sitä mitä tilinpäätös kertoo yhtiön vieraasta pääomasta. Tässä tullaan erityisesti pohtimaan sitä, miten välipääomahoito voidaan havaita tilinpäätösinformaatiosta. Tämän tiedon saannilla on erityisen suuri merkitys osakkeenomistajalle ja sijoittajalle, kuten edellä luvussa 4 on esitetty.

7.1 Oikeat ja riittävät tiedot

Oikean ja riittävän kuvan antaminen on tilinpäätöksen laatimisen ohjaava periaate, jolle muut tilinpäätösperiaatteet ovat alisteisia. Oikean ja riittävän kuvan antamisen periaate tuli Suomeen Euroopan unionin sääntelyn kautta vuonna 1997. Tämän periaatteen ongelmana on, että yhtiöiden on itse arvioitava periaatteen soveltaminen. Lähtökohtana on, että oikea

²⁶⁶ Jäljempänä käytän terminä pelkästään IFRS-standardia tarkoittaessani IAS/IFRS-standardeja.

²⁶⁷ Hertig – Kraakman – Rock 2004, s. 201-202.

²⁶⁸ Pääasiallinen ero on se, että U.S GAAP on IFRS-standardeja yksityiskohtaisempi. (Leppiniemi 2003, s. 28).

²⁶⁹ Mähönen 2005, s. 307-308.

²⁷⁰ Pörssin sääntö 2.3.2.5. NASDAQ OMX 2013(a), s. 38-39.

kuva annetaan liitetiedoissa.²⁷¹ Liitetiedoista on määrätty sekä kirjanpitolain ja kirjanpitoasetuksen säännöksissä, mutta nämä eivät ole tyhjentäviä, vaan yhtiöllä on oikeus ja velvollisuus esittää liitetietoina sellaiset asiat, jotka ovat tarpeen oikean ja riittävän kuvan antamiseksi. On myös syytä havaita, että tietoja voidaan esittää myös toimintakertomuksessa oikean ja riittävän kuvan saamiseksi. Tämän pitäisi olla ensisijainen tapa tietojen täydentämiseen.²⁷²

Yhdysvalloissa ei ole käytössä *a true and fair view* -periaatetta. Yhdysvalloissa tilintarkastajan tehtävänä on varmistaa, että tilinpäätös on ”*present fairly in all material respects, the financial position ... in accordance with accounting principles generally accepted in the United States.*” Joissakin tapauksissa tuomioistuimet ovat kuitenkin menneet pidemmälle ja vaatineet, että tilinpäätös antaa oikean kuvan. Sarbanes-Oxley Act vei näkemystä osaltaan tähän suuntaan.²⁷³

Periaate on merkityksellinen tilintarkastajan arvioinnissa. Tilintarkastajan tulee ottaa TTL 15.2 § 1. kohdan mukaan kantaa siihen onko tilinpäätöksestä saatavilla oikea ja riittävä kuva.²⁷⁴ Lisäksi oikea ja riittävä kuva linkittyy rikosoikeudelliseen määräykseen kirjanpitorikoksista (RL 30:9 ja 30:9a)²⁷⁵.

Periaatteeseen liittyy myös keskeisesti *sisältöpainotteisuuden periaate*²⁷⁶. Sisältöpainotteisuuden periaate rantautui Suomeen Euroopan unionin sääntelyn kautta. Komission perustelujen mukaan uudelle säännöksellä haluttiin lisätä tilinpäätösdirektiiviin ”*asia ennen muotoa*” -periaate. Tämä periaate ottaa huomioon liiketoimen tai sopimuksen oikeudellisen muodon lisäksi sen tosiasiallisen vaikutuksen. Sisältöpainotteisuuden periaatteen perusteella ei kuitenkaan voida poiketa lain pakottavasta kirjaussäännöstä tai lain esitöissä nimenomaan kielletystä kirjaamistavasta.²⁷⁷

²⁷¹ Mähönen 2009a, s.73, 107.

²⁷² Kaisanlahti – Jänkälä – Björklund 2009, s. 89, 92.

²⁷³ Mähönen 2009a, s. 75.

²⁷⁴ Toiviainen 2002, s. 16.

²⁷⁵ Kaisanlahti – Jänkälä – Björklund 2009, s. 88.

²⁷⁶ KPL 3:3 kohdan 2 a mukaan huomio tulee kiinnittää liiketapahtumien tosiasialliseen sisältöön eikä yksinomaan niiden oikeudelliseen muotoon.

²⁷⁷ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden sekä vakuutusyriyten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annettujen neuvoston direktiivien 78/660/ETY, 83/349/ETY ja 91/674/ETY muuttamisesta, s. 4. Mähönen 2009a, s. 115. Esimerkiksi rahoitusleasingiin kirjaamistavan ongelma, sillä kotimainen sääntely ei salli sen kirjaamista tosiasiallisen luonteen

7.2 IFRS-standardit parantavat informaation tasoa

IFRS poikkeaa vahvasti perinteisestä mannermaisesta kirjanpidosta. Osakeyhtiöiden taseet ovat suurissa mannermaisissa yhtiölaeissa muotoutuneet jo 1600-luvulla ja säilyneet tällaisessa muodossa nykypäivään saakka. Paine muutokselle on ollut kova, koska perinteinen malli on korostanut jakokelpoisten varojen tuottamista omistajille, kolmansille olevien sitoumusten täyttämistä sekä *going concern -periaatetta*. Tälle ajattelumallille syntyi aikanaan kilpaileva malli Yhdysvaltoihin ja Englantiin, josta tämä levittäytyi anglosaksisiin valtioihin. Tämä malli korostaa pääomamarkkinoiden merkitystä. Tässä halutaan synnyttää sijoittajille informaatiota taloudellista päätöksentekoa varten. Yksi tämän kehityksen pääteipisteistä on ollut IFRS-standardit, sillä niiden tärkein peruste ja tulkintanäkökulma on sijoittajan ja pörssimarkkinoiden tiedontarve.²⁷⁸ On myös hyvä havaita, että IFRS-standardit ja US GAAP ovat osittain lähellä toisiaan. US GAAP:in ja IFRS:n tavoitteeksi on asetettu yhdenmukaistaminen ja uusien standardien antaminen yhteistyössä. Pitkällä aikavälillä voidaan olettaa, että standardit lähestyvät entisestään toisiaan.²⁷⁹ Tavoitteena on myös se, että IFRS-standardit tulisivat hyväksytyiksi maailman kaikissa pörseissä²⁸⁰.

Osakkeenomistajat joutuvat luottamaan siihen, että informaatio, jota he saavat on oikeaa. Julkaistun taloudellisen informaation oikeellisuus ei ole riittävä ehto sijoittajien suojan kannalta, vaan se on välttämätön ehto. Kirjanpitoa ja tilinpäätöstä koskevat säännöt ovat olennainen osa sijoittajansuojaa, jota IFRS-standardien on katsottu tehostavan. Tehokas informaatiovelvollisuus *vähentää kätketyn tiedon määrää* ja tämä vähentää määräävien osakkeenomistajien ja johdon mahdollisuuksia toimia opportunistisesti.²⁸¹

Tilinpäätösinformaatiota on voitu pitää Suomessa suhteellisen heikkona ja horjuvana. Tästä yhtenä piirteenä on voitu pitää myös kirjanpidon ja verotuksen jossain määrin ongelmallista suhdetta, koska ne tarkastelevat joitakin kirjanpidollisia eriä eri tavoin²⁸². Tämä horjuvuus on vaikuttanut siihen, että sijoittajat uskaltavat sijoittaa yhtiöihin vähemmän varoja. Suomessa trendi on kuitenkin mennyt positiiviseen suuntaan siten, että pankkikeskeinen

mukaan, kun taas IFRS-standardit puolestaan pakottavat tähän. (Katso aiheesta esimerkiksi Oravainen 2013, ilmestyy myöhemmin).

²⁷⁸ Mähönen 2005, s 130-131. Leppiniemi 2003, s. 10.

²⁷⁹ Mähönen 2009a, s. 85-86. Leppiniemi 2003, s. 27-28.

²⁸⁰ Leppiniemi 2003, s. 27.

²⁸¹ Mähönen 2009a, s. 27.

²⁸² Tikka 1998, s. 1161.

rahoitusjärjestelmä on jossain määrin siirtynyt arvopaperimarkkinakeskeiseen. Tämä on osaltaan asettanut paineita kirjanpito- ja tilinpäätösinformaatiolle, johon IFRS standardeihin siirtyminen on osaltaan tuonut ratkaisun.²⁸³ IFRS-standardien olennaisena piirteenä voidaan pitää sitoutumista osakkeenomistajakeskeiseen yhtiökäsitteeseen. Tämä käy ilmi standardien yleisistä periaatteista. Standardien mukaan informaatio palvelee kaikkien yrityksen sidosryhmien tarpeita riippumatta siitä mikä on asetettu etusijalle. Kuitenkin standardien yleisissä periaatteissa mainitaan myös, että sijoittajia pyritään erityisesti turvaamaan, koska sijoittajat antavat yritykselle riskipääomaa. IFRS Frameworkin yleisten periaatteiden mukaan, jos eri sidosryhmien välille muodostuu ristiriitaa tarkoituksenmukaisimmasta tilinpäätösratkaisusta, *tärkeimmäksi informaation käyttäjäksi katsotaan sijoittaja ja ristiriidat ratkaistaan sijoittajan näkökulmasta*. Sijoittajat tarvitsevat tiedon siitä tulisiko heidän sijoittaa yhtiöön lisää, pitää sijoituksensa vai myydä se.²⁸⁴ On hyvä havaita, että koska tilinpäätös informaation on tarkoitus palvella useita osapuolia, ei tilinpäätös ja toimintakertomus voi kaikissa tilanteissa vastata yksittäisen käyttäjän tiedonsaantitarpeita²⁸⁵.

IAS-asetuksen 4. artikla asettaa IFRS-standardit pakollisiksi vain konsernitilinpäätösten osalta²⁸⁶. Muissa tapauksissa jäsenvaltiot saavat päättää missä määrin standardeja saa tai pitää noudattaa.²⁸⁷ Suomessa standardien noudattamisesta on säädetty kirjanpitolain 7 a luvussa. KPL 7a:2 mukaan kirjanpitovelvollisen, jonka liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueeseen kuuluvan valtion lainsäädännön alaisessa arvopaperipörssissä, tulee laatia konsernitilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen. KPL 7a:3 mukaan kirjanpitovelvollinen voi halutessaan noudattaa IFRS-standardeja.

Olennaisimmat erot suomalaisen kirjanpitoikäytännön ja IFRS-standardien välillä liittyvät jaksotukseen ja arvostukseen. Suomalaisen käytännön taustalla on pitkälti meno-tuloteoria ja arvostus, joka perustuu pitkälti historialliseen hankintamenuon. Standardit sen sijaan perustuvat uudelleenarvostukseen. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi käyt-

²⁸³ Leppiniemi 2003, s.37-38.

²⁸⁴ Mähönen 2009a, s. 81. Leppiniemi 2003, s. 42.

²⁸⁵ Kaisanlahti – Jänkälä – Björklund 2009, s.88.

²⁸⁶ Suomessa määräys konsernitilinpäätöksen laatimisesta IFRS-standardia noudattaen on säädetty KPL 7a:2 2. momentissa.

²⁸⁷ Mähönen 2009a, s. 77.

töomaisuus voidaan hankintamenon sijaan arvostaa uudelleen käypään arvoon. IFRS korostaa tasetta ja omaisuuserien todellisen arvon mittaamista.²⁸⁸

7.3 Oman ja vieraan pääoman välinen rajanveto kirjanpidossa

IFRS sisältää paljon erilaisia sääntöjä oman ja vieraan pääoman mukaisesta kirjaamisesta. Tästä johtuen tässä yhteydessä on mahdollista käydä lävitse vain osa säännöistä. Olen pyrkinyt nostamaan esiin pääasialliset säännöt.

Sopimusvapauden perusteella velkoja ja velallinen voivat monipuolisesti sopia erilaisista sopimusehdoista. He voivat esimerkiksi sopia siitä, että velka on koroton, velkoja saa saatavansa viimesijaisesti konkurssissa tai vaikka siitä, että velka on vakuudeton. Sen sijaan osapuolet eivät kuitenkaan voi sopia siitä, että velka kirjataan velallisyhtiössä oman pääoman eräksi, koska velka on taloudellisen luonteensa ja kirjanpitosääntelyn perusteella kirjattava vieraan pääoman eräksi ellei kirjapitolaista muuta johdu. IFRS sen sijaan katsoo tilannetta taloudellisen luonteen mukaan ja kirjaaminen tapahtuu sen perusteella. Toisin sanoen, jos osapuolet räätälöivät instrumentin oman pääoman luonteiseksi, se kirjataan myös tämän mukaan.²⁸⁹

Oman ja vieraan pääoman rajanvedosta määrätään IAS 32 -standardissa (rahoitusinstrumentteihin liittyvä tilinpäätösinformaatio). Standardi sisältää muun muassa rahoitusinstrumenttien ja näiden alalajien, rahoitusvarojen ja rahoitusvelan sekä oman pääoman ehtoisen instrumentin määritelmät, määräykset rahoitusinstrumenttien esittämisestä tilinpäätöksessä ja niistä annettavat tiedot, säännökset netottamisesta, määräykset riskienhallinta- ja tilinpäätöksen laatimisperiaatteiden esittämisestä ja määräykset käyvästä arvosta annettavasta informaatiosta. Standardin mukaan rahoitusvelka on *mikä tahansa velka, joka on sopimukseen perustuva velvollisuus luovuttaa toiselle käteisvaroja tai muita rahoitusvaroja tai vaihtaa rahoitusinstrumentteja toisen yrityksen kanssa ehdoilla, jotka mahdollisesti osoittautuvat epäedullisiksi*. Oman pääoman ehtoinen instrumentti on puolestaan mikä tahansa sopimus, joka osoittaa oikeuden yrityksen varoihin sen kaikkien velkojen vähentämisen

²⁸⁸ Mähönen 2009a, s. 83-84.

²⁸⁹ Villa 2007, s. 457.

jälkeen. Kuten määrittelytavasta ilmenee, määritetään oma pääoma velkojen kautta, joten on järkevää ratkaista ensin onko kyseessä rahoitusvelka.²⁹⁰

Rahoituksen luonteen ratkaisee siis se onko yhtiöllä velvollisuus luovuttaa käteisvaroja tai muuta varallisuutta tai vaihtaa instrumentti toiseen. Jos tällaista velvoitetta ei ole, on kysymyksessä oma pääoma. Sillä ei ole ratkaistaessa merkitystä, millä tavalla raha tai toinen instrumentti annetaan. Vaikka oman pääoman ehtoisen instrumentin haltijalla on oikeus saada osuus varoja jaettaessa, niin liikkeeseenlaskijalle ei kuitenkaan ole sopimukseen perustuvaa oikeutta jakaa näitä varoja. Sen sijaan esimerkiksi etuosake katsotaan vieraaksi pääomaksi, jos tähän liittyy liikkeeseenlaskijan velvollisuus lunastaa osake tiettyä hetkenä tai määrätyn ajan kulumisen jälkeen tai ennalta sovittuun hintaan. Etuosakkeet voivat määrittyä joko velaksi tai omaksi pääomaksi ehdoista riippuen. Jos lunastaminen on liikkeeseenlaskijan oikeus, mutta ei velvollisuus, ei etuosake ole enää vierasta pääomaa vaan omaa pääomaa. Lunastusehtoiset osakkeet eivät siis aina ole IFRS-tilinpäätöksessä velkaa. Näin on ainoastaan, mikäli yhtiön lunastusvelvollisuuden tai haltijan lunastusvaatimuksen teko-oikeuden ajankohta ja lunastushinta ovat määrätty liikkeellelasku tilanteessa.²⁹¹ IFRS-standardien merkitys korostuu erityisesti rajat ylittävissä transaktioissa²⁹².

Kun instrumenttiin liittyy oikeus ja velvollisuus maksuun tai vaihtoon ja tämä riippuu sellaisesta tulevasta tapahtumasta tai olosuhteesta, joihin osapuolet eivät voi vaikuttaa, instrumentti luokitellaan velaksi. Tällaisista voidaan mainita esimerkkinä maksun riippuminen yrityksen liikevaihdosta tai bruttovaroista tiettyä tilikautena. Kuitenkin, jos maksu tai vaihto tapahtuu todennäköisesti *pitkän ajan päästä* instrumentin liikkeelle laskemisesta, katsotaan instrumentti omaksi pääomaksi.²⁹³

IFRS-standardit toivat suomalaiselle osakeyhtiölle liikkeeseenlaskijana kirjanpidollisesti joustavamman mahdollisuuden strukturoida välipääomarahoitusinstrumentteja joko omaan tai vieraaseen pääomaan luettavaksi. Kotimainen kirjanpitosääntely ei kuitenkaan ole kehittynyt tähän suuntaan ja myös verolainsäädäntö laahaa kehityksestä perässä. Suomalais-

²⁹⁰ Mähönen 2005, s. 184-185, 188.

²⁹¹ Mähönen 2005, s. 185-186. IAS 32.22.

²⁹² Mähönen 2009a, s. 66.

²⁹³ Mähönen 2005, s. 188-189.

ten yhtiöiden olisi syytä saada mahdollisuus hyödyntää uusia rahoitusinstrumentteja myös verotuksessa.²⁹⁴

7.3.1 Pääomalainan kirjaaminen

Pääomalainan kirjaamisesta taseen omaan pääomaan erilliseksi eräksi määrätään osakeyhtiölaissa, kuten edellä luvussa 4.2.1 on esitetty. Pääomalainan ehtoihin sisältyy palautusvelvollisuus, joskin se on viimesijainen verrattuna muihin velkoihin, eikä siihen liity residuaali-intressiä yhtiön varoihin kaikkien velkojen jälkeen. Tämän tiedon perusteella tulisi pääomalaina IFRS-standardeja tarkasteltaessa merkitä vieraaksi pääomaksi. Tässä on siis IFRS-standardien ja osakeyhtiölain välillä ristiriita. IFRS-myönteisen tulkinnan periaatteen mukaisesti tämä OYL säännös ei sido IFRS-yhtiötä. Myös tietyissä tilanteissa IFRS:n mukaan pääomalaina tulee katsoa omaksi pääomaksi. Näin tulee toimia, jos pääomalainan takaisinmaksu on liikkeeseenlaskun hetkellä hyvin kaukana tulevaisuudessa. Tästä esimerkkinä on mainittu tilanteet, joissa pääomalainalle maksettava korko tai muu hyvitys kirjataan vain vastuina taseen ulkopuolelle liitetietoihin.²⁹⁵

Jaettaessa pääomia omaan ja vieraaseen pääomaan, ratkaisevaa on myös se miten maksettava tuotto kirjataan. Vieraan pääoman instrumenttien osalta tuotto kirjataan tulosvaikutteisesti liikkeeseenlaskijan kuluksi ja haltijan tuotoksi. Oman pääoman osalta kirjaaminen tapahtuu oman pääoman muutoksena. Kuten kuvauksesta voidaan havaita, ei jaottelu omaan ja vieraaseen pääoman ole kaikissa tilanteissa helppoa. IFRS-periaatteet kuitenkin takaavat nähdäkseni sijoittajalle turvan sen suhteen, että rahoitus merkitään parhaan asiantuntemuksen mukaan joko omaan tai vieraaseen pääomaan. Lisäksi sijoittaja saa turvaa liitetiedoissa annettavien lisätietojen avulla. Tästä johtuen osakkeenomistaja ja sijoittaja saavat tiedon siitä millaista rahoitusta yhtiö on syönyt yhtiön tilinpäätöstietojen perusteella, jos ne on tehty IFRS-periaatteita noudattaen. Kuitenkaan myöskään IFRS-periaatteet eivät välttämättä takaa sitä, että osakkeenomistaja ja sijoittaja saavat tarpeeksi tietoa oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen ehdoista, kuten maksunsaantijärjestyksestä tai mahdollisista kovenanttiehdoista.

²⁹⁴ Lautjärvi 2009, s. 79.

²⁹⁵ Mähönen 2005, s. 189-190.

On nähdäkseni mielenkiintoista, että pääomalaina on erotettu OYL:ssa omanlaiseksi rahoitusvälineeksi ja siitä on annettu määräyksiä, mutta muista välipääomarahoituksen muodoista ei sen sijaan ole annettu minkäänlaisia kirjaamisohjeita. Mielestäni tämä ero on syytä kyseenalaistaa. IFRS on kuitenkin parantanut osaltaan tilannetta, sillä IFRS -tilinpäätöksen liitetiedoissa tulee antaa tarkempia tietoja erilaisten rahoitusvälineiden osalta. Myös KPL:n oikeiden ja riittävien tietojen vaatimuksen voidaan katsoa edellyttävän näiden lisätietojen antamista. OYL mukainen vaatimus pääomalainan ehtojen kertomisesta toimintakertomuksessa (OYL 8:5) olisi nähdäkseni syytä ulottaa koskemaan myös muita välipääomarahoituksen muotoja, koska ne voivat olla hyvinkin kriittisiä sijoittajan (sekä muiden osapuolten, kuten velkojan) näkökulmasta, eikä niillä välttämättä ole juurikaan eroa perinteiseen pääomalainaan. Pääomalainoja koskeva tiedonantovelvollisuus säilyi uudessa osakeyhtiölaissa samanlaisena kuin tämä oli vanhassa laissa²⁹⁶.

Pääomalainat halutaan kirjata näkyviin useista eri syistä. Yksi perustavanlaatuinen syy on pääoman pysyvyyden kuvaaminen. Pääomalainan kirjaaminen erikseen kuvastaa erityisesti muille velkojille pääoman pysyvyyttä sekä maksunsaantijärjestystä. Velkoja voi luottaa siihen, että tämän riskipositio säilyy parempana suhteessa pääomalanavelkojaan. Olennaisista on esimerkiksi havaita, että pääomalainalla on merkitystä kun arvioidaan sitä onko yhtiön tehtävä ilmoitus kaupparekisteriin oman pääoman negatiivisuudesta.²⁹⁷ Lisäksi erillisellä kirjaamisella voidaan muutoinkin kuvata sitä mikä on yhtiön varallisuustilanne. Alun perin, kun pääomalainasta säädettiin vanhassa osakeyhtiölaissa vuoden 1997 uudistuksen yhteydessä, pyrittiin kehittämään yhtiöiden varainhankintaa. Ajatus taustalla oli, että yritykset tarvitsivat käyttöönsä instrumentin, joka vahvistaisi velallisyhtiön omavaraisuutta kuvaavia tunnuslukuja, joka otettiin huomioon oman pääoman eränä niin sanottua pakkoselvitystilatassetta laadittaessa (VOYL 13:2).²⁹⁸ Koska erikseen kirjaamisen taustalla ovat vallinneet nämä periaatteelliset syyt, ei nähdäkseni ole mitään syytä sille, ettei myös muita välipääomarahoituksen välineitä pitäisi kuvata toimintakertomuksessa.

²⁹⁶ HE 109/2005 vp, s. 95. On kuitenkin syytä havaita, että pääomalainaa koskien uudessa OYL:ssä on vanhaan lakiin verrattuna myös olennaisia eroja. Esimerkiksi muutos maksuedellytysten osalta on olennaisesti erilainen, koska koron maksamiseen voidaan käyttää uuden lain perusteella niin voitonjakokelpoisia varoja kuin pääomalainan pääomaa. Pääomalainan pääoman palautuksen ja koron maksun edellytyksiä ei myöskään enää arvioida konsernitalinpäätöksen perusteella niiden pääomalainojen osalta, joihin sovelletaan osakeyhtiölakia. (Villa 2006, s. 18).

²⁹⁷ Villa 2006, s. 20. Villa 2007, s. 467.

²⁹⁸ Villa 2007, s. 458.

8 Oikeusvertailua

Osakeyhtiöiden sääntelyn tavoitteita voidaan pitää hyvin pitkälti yhtäläisinä riippumatta siitä mistä valtiosta on kysymys. Tavoitteena on erityisesti kilpailukyvyn turvaaminen, mutta silti riittävän sijoittajansuojan antaminen.²⁹⁹ Yhteiskunnat ovat omaksuneet kansainvälisten markkinoiden myötä samankaltaisia piirteitä ja sääntelyn voidaan katsoa konvergoituneen kohti angloamerikkalaista corporate governance -järjestelmää.³⁰⁰

Angloamerikkalaisen rahoitusjärjestelmän ytimenä on ollut oman pääoman ehtoinen rahoitus vieraan pääoman sijaan. Manner-Euroopassa on puolestaan ollut perinteisesti päinvastoin.³⁰¹ Tähän vaikuttaa erityisesti se miten päämies-agenttisuhteesta on säädetty. Suurempi osakkeenomistajilta hankittava rahoituksen määrä edellyttää parempaa osakkeenomistajan suojaa erityisesti johdon opportunistista käyttäytymistä vastaan. Tyypillisesti ulkopuolisten rahoittajien (osakkeenomistajat ja velkojat) suoja on ollut Common law -maissa korkeampaa kuin muissa maissa. Erityisesti angloamerikkalaiset rahoitusmarkkinat ovat kehittyneempiä ja niissä on myös rakentunut sijoittajille vahvempi suoja. Ranskalaiseen civil law -perinteeseen pohjautuvat valtiot sisältävät heikoimman suojan. Saksalainen civil law sekä skandinaavisten valtioiden suoja sijoittuu näiden kahden väliin. Saksassa ja Skandinaviassa korostuu kuitenkin erityisesti velkojien suojaaminen.³⁰² Viimeaikaisessa kehityksessä on kuitenkin havaittu, että muu maailma on omaksunut yhdysvaltalaisesta corporate governance mallista ja lähentynyt tätä³⁰³. Law and finance -kirjallisuudessa on esitetty useita erilaisia kvantitatiivisia indeksejä, joiden avulla lainsäädännön määrittämää sijoittajan ja toisaalta velkojan suojan tasoa on eri maissa on pyritty arvioimaan. Nämä indeksit muodostavat rahoitusmarkkinoilla lähtökohdan lainsäädännön vaikutusten tutkimukselle. Erityisesti niin sanottua LLSV-indeksiä³⁰⁴ on pidetty luotettavana mittarina. Näiden indeksien yhteydessä on kyetty havaitsemaan, että lainsäädännöllä ja rahoitusmarkkinoiden tehokkuuden ja talouden kasvun välillä on yhteys.³⁰⁵ Tässä työssä en kuitenkaan ota esille erilaisia indeksejä, vaan tuon esiin asioita, jotka ovat olleet näiden indeksien taustalla. Tä-

²⁹⁹ Vahtera 2011, s. 111.

³⁰⁰ Hanksman – Kraakman 2001, s- 439-468.

³⁰¹ Cahn – Donald 2010, s. 193.

³⁰² La Porta – Lopez-de-Silanes – Shleifer – Vishny 2000, s.8. Hertig – Kraakman – Rock 2004, s. 213.

³⁰³ Holmstrom – Kaplan 2003, s. 18.

³⁰⁴ LLSV tulee sen kehittäjien nimistä La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ja Vishny. Indeksien avulla on todettu erityisesti se, että kehittyneimmillä pääomamarkkinoilla sijoittajan suoja on myös kaikkein kehittynein. (Spamann 2010, s. 467-468).

³⁰⁵ Rainio 2006, 7.

mä johtuu siitä, että indeksin ymmärtäminen itsessään edellyttää sitä, että ymmärtää mistä indeksi muodostuu ja mitä tämä mittaa, enkä halua tässä työssä lähteä esittämään kvantitatiivisia laskentamalleja.

Yhdysvalloissa julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden omistus on ollut perinteisesti hajaantuneempaa kuin Manner-Euroopassa. Mitä suurempi hajaantuminen on, sitä vahvemmin valta siirtyy yhtiön johdolle. Yksittäisen osakkeenomistajan vaikutusmahdollisuudet ovat tällöin erittäin rajalliset. Tällöin johdolle voi myös syntyä helpommin haluja ajaa omaa etuaan. Tämä asettaa haasteita corporate governance -järjestelmälle, koska intressiristiiriitä pitäisi pyrkiä poistamaan tai vähintäänkin se tulisi minimoida.³⁰⁶

Toisaalta maissa joissa omistus ei ole hajaantunut, on tyypillinen tilanne se, että jollakin osakkeenomistajalla on yhtiössä kontrolli. Tällaisissa maissa, joissa yhtiöissä on yleensä kontrolliomistaja, on myös yhtiön ulkoinen rahoitus yleisempää.³⁰⁷ Tällainen järjestelmä edellyttää usein sitä, että velkojaa tulee suojata enemmän kuin osakkeenomistajaa.³⁰⁸ Näin on perinteisesti ollut myös Suomessa. Suomessa lainsäädäntö on kuitenkin jonkin verran kehittynyt siihen suuntaan, että osakkeenomistajien suojan taso on parantunut ja velkojien suoja on puolestaan heikentynyt.³⁰⁹

Maailmanlaajuisesti on hahmotettu kolme erilaista mallia arvopaperimarkkinasääntelyssä. Nämä ovat 1) *valtionhallinnon johtama malli*, jossa keskeistä on pörssin säänteleminen, 2) *joustava malli*, jossa markkinaosapuolille itselleen annetaan enemmän määräysvaltaa toimintatapojen suhteen, mutta jossa valtiolla on kuitenkin jonkinlaista valtaa, 3) *yhteistyömalli*, jossa suurin osa toiminnasta perustuu markkinaosapuolten omaan hallinnointimalliin ja tämän täytäntöönpanoa ainoastaan valvotaan valtionhallinnon toimesta. Ensimmäistä mallia noudatetaan esimerkiksi Ranskassa, Saksassa ja Japanissa. Joustavaa mallia käytetään Isossa-Britanniassa, Hong Kongissa sekä Australiassa ja yhteistyömallia puolestaan Yhdysvalloissa sekä Kanadassa. Lähtökohtana jaottelussa on se, että niin sanotuissa civil law-valtioissa käytössä on pitkälti valtionhallinnon johtama malli.³¹⁰

³⁰⁶ Vahtera 2011, s. 120-121, 301.

³⁰⁷ Berglöf 1990, s. 247.

³⁰⁸ Vahtera 2011, s. 122.

³⁰⁹ Rainio 2006, s. 14. Todettakoon kuitenkin, että Rainio ei ole huomioinut uutta huomioon vuoden 2006 uutta osakeyhtiölakia tai tätä myöhempää sääntelyä.

³¹⁰ Coffee 2007, s. 256.

La Porta, Lopez-de-Silanes ja Shleifer ovat hahmottaneet empiirisessä tutkimuksessaan tiedonantovelvoitteelle tietyt luokat. He näkivät, että tiedonantovelvoite voidaan jakaa 1) *yhtiön johdon palkkiosta annettavaan tietoon*, 2) *suurten osakkeenomistajien omistuksesta annettavaan tietoon*, 3) *johdon omistuksesta annettavaan tietoon*, 4) *normaalin liiketoiminnan ulkopuolisista sopimuksista annettavaan tietoon* sekä 5) *lähipiirin kanssa tehdyistä oikeustoimista annettavaan tietoon*. Tutkimuksen lopputuloksena oli, että tiedonantovelvoitteen laajuudella (edellä mainitut luokat huomioiden) on positiivinen korrelaatio rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kanssa.³¹¹

8.1 Tiedonsaantioikeus Yhdysvalloissa

Kuten edellä on osoitettu, Yhdysvalloissa sijoittajan suoja on erityisen korkealla tasolla. Korkea taso on osaltaan edes auttanut rahoitusmarkkinoiden toimivuutta ja kehitystä. Tästä johtuen on perusteltua tutustua yhdysvaltalaiseen tiedonsaantioikeuteen ja verrata sitä kotimaiseen. Ajatuksena on, että toimivilta markkinoilta kannattaa omaksua toimivia käytäntöjä. On kuitenkin selvää, ettei lainsäädäntöä voida sellaisenaan omaksua Suomeen, koska valtioiden oikeusjärjestelmät eroavat toisistaan ja toisaalta suuri osa Suomeen tulleesta arvopaperimarkkinasääntelystä perustuu Euroopan unionin tasoiseen sääntelyyn. Lisäksi on syytä havaita, että Suomen ja Yhdysvaltojen sääntely on jossain määrin jo lähestynyt toisiaan.

Yhdysvalloissa Corporate governance on muuttunut erittäin paljon 1980-luvulta lähtien. Tähän on vaikuttanut erittäin paljon tunnettujen yhtiöiden (muun muassa Enron, WorldCom, Adelphia, Tyco) romahdukset, jotka ovat horjuttaneet sijoittajien luottamusta markkinoiden toimivuuteen. Vielä 1980-luvulla yhtiön johto ajatteli joko omaa tai ”yhtiön etua”, ei osakkeenomistajiaan.³¹² Toisaalta on kuitenkin todettava, että Yhdysvaltojen markkinat ovat toimineet ennen skandaaleja että skandaalien jälkeen kansainvälisesti ver-

³¹¹ La Porta –Lopez-de-Silanes – Shleifer 2006, s. 5-11.

³¹² Holmstrom – Kaplan 2003, s. 1,3,5. On kuitenkin hyvä havaita, että esimerkiksi WorldComin tapauksessa oikeudenkäynti, jossa pyrittiin hakemaan korvauksia, koski lähinnä sitä oliko yhtiön tilintarkastaja antanut virheellisen lausunnon yhtiön tilintarkastetusta tilanteesta ja saattoivatko tilinpäätöksen oikeaksi vakuuttaneet henkilöt luottaa tähän lausuntoon vai oliko heillä suurempi selonottovelvollisuus. Kantajat esittivät, että tilinpäätöksen allekirjoittajat olivat rikkoneet Securities Actin 11 lukua antamalla väärän lausunnon yhtiön tilasta. Toisaalta allekirjoittajat edelleen katsoivat, että he olivat luottaneet Arthur Andersenin tekemään tilinpäätökseen. (Budlong 2005, s. 25-26).

rattuna hyvin³¹³. Yhdysvalloissa tiedonantovelvollisuus on paljon kattavampi kuin muissa valtioissa. Tähän on luultavimmin vaikuttanut nimenomaan suurissa yhtiöissä paljastuneet väärinkäytökset. Erityisesti tulevaisuuden ennusteet, joita yhtiöiden tulee antaa toiminnastaan, ovat huomattavasti kattavampia kuin esimerkiksi Euroopassa.³¹⁴ Yhdysvaltoja voidaan eittämättä pitää tiedonantovelvollisuuden pioneerina maailmassa. Euroopan unioni on seurannut tässä kehityksessä Yhdysvaltoja ja myös Euroopassa tiedonantovelvoitetta on laajennettu.³¹⁵

Yhdysvalloissa yksityiset rahoitusmarkkinat ovat keskeisemmässä roolissa kuin Euroopassa. Tästä johtuen siellä on myös kehittynyt laajempi kulttuuri sijoittajansuojaamiseksi. Esimerkiksi Saksassa ja Suomessa rahoitusmarkkinat ovat hyvin paljon heikommassa asemassa ja tämä johtuu osittain myös siitä, että sijoittajat eivät ole yhtä vahvoja kuin Yhdysvalloissa.³¹⁶

Yhdysvalloissa ei ole vain yhtä voimassaolevaa lakia, vaan jokaisessa osavaltiossa on omansa. Yhtiöt voivat valita näistä itselleen sopivimman, koska lain valintaa ei ole sidottu siihen missä osavaltiossa yhtiö harjoittaa liiketoimintaansa.³¹⁷ Yhdysvalloissa, kuten monissa muissakin maissa, asymmetrisen informaation ongelma on pyritty estämään useiden eri lakien avulla sekä instituutioiden antamalla turvalla. Eräinä olennaisimpina keinoina on pidetty luotettavia kirjanpitoyrityksiä, investointipankkeja, asianajotoimistoja sekä pörssiä. Näiden osapuolten oma maine kärsii, jos ne sallivat yritysten vääristää toimintaansa.³¹⁸

Yhdysvalloissa markkinalainsäädäntö kehittyi varhaisessa vaiheessa. Erityinen sysäys sääntelylle syntyi vuoden 1929 markkinaromahduksen seurauksena. Tämä synnytti merkittävät lait *Securities Act* vuodelta 1933 sekä *Securities Exchange Act* vuodelta 1934.³¹⁹ Yhdysvalloissa markkinoita valvoo ja suosituksia toiminnalle antaa *Securities Exchange Commission* (SEC). SEC valvoo arvopapereita ja sen toimialaan kuuluu rekisteröinti, sääntely sekä valvonta. Valvonnan alaisuuteen kuuluu arvopapereiden välittäjät, arvopapereiden selvitystoimintaa harjoittavat, niin sanotun itsesääntelyn alaisuuteen kuuluvat institu-

³¹³ Holmstrom – Kaplan 2003, s. 1.

³¹⁴ Hertig – Kraakman – Rock 2004, s. 212-213.

³¹⁵ Burke 2009, s. 12.

³¹⁶ Hertig – Kraakman – Rock 2004, s. 214.

³¹⁷ Hansmann – Kraakman 2004(b), s. 31.

³¹⁸ Black 2001, s. 781, 786.

³¹⁹ Burke 2009, s. 16-18.

tiot, kuten New Yorkin Pörssi (NYSE), NASDAQ sekä Chicago Board of Options.³²⁰ Kuitenkin vasta vuonna 2000 SEC julkaisi ensimmäisen ohjeensa tiedonantovelvoitetta koskien ("Fair Disclosure").³²¹ Yhdysvaltalaiseen corporate governanceen on vaikuttanut olennaisesti vuonna 2002 säädetty Sarbanes-Oxley Act (SOX). Myös New Yorkin Pörssin (NYSE) ja NASDAQn säännöt ovat osaltaan vaikuttaneet listautuneiden yhtiöiden corporate governanceen Yhdysvalloissa.³²² Kuten Suomessa myös Yhdysvalloissa tiedonsaanti liittyy edellä mainittujen lakien ja sääntöjen ohella myös olennaisesti kirjanpitoa koskevaan sääntelyyn sekä yhtiöoikeuteen. Tässä opinnäytteessä ei kuitenkaan ole mahdollista käsitellä näitä, vaan oikeusdogmaattinen puoli keskittyy ainoastaan lainsäädännön takamaan tiedonantovelvoitteeseen (Securities Act, Securities Exchange Act ja SOX).

8.1.1 Securities Act

Securities Actin 7. luku määrää tiedoista, jotka on annettava kun yhtiö rekisteröityy, eli se rupeaa tarjoamaan arvopapereitaan julkisesti. Tällä tarkoitetaan tilanteita, joissa yhtiö esimerkiksi listautuu. Rekisteröityminen tapahtuu EDGAR³²³-järjestelmän kautta. Tiedonantovelvoitteen perusteena on sijoittajien suojaaminen. Lain liitteenä olevissa listoissa (schedule A ja schedule B) on lueteltu tiedot, jotka on listautumisen yhteydessä annettava. Listat eivät kuitenkaan ole tyhjentäviä, koska lain perusteella sijoittajille on tämän lisäksi annettava kaikki muu sellainen tieto, jotka yhtiö voi katsoa sijoittajan tarvitsevan. Kyseiset listat ovat varsin yksityiskohtaisia ja ne pitävät sisällään esimerkiksi taloudellista informaatiota kuin myös corporate governancea koskevaa tietoa.

Yhdysvalloissa tiedonantovelvollisuus riippuu siitä millaisesta annista tai julkisesta kaupankäynnistä on kysymys. Mikäli osakkeita tarjotaan ei-ammattimaisille sijoittajille, on tiedonantovelvollisuus tiukempi, kuin jos osakkeita tarjotaan ainoastaan ammattimaisille sijoittajille. Tiedonantovelvollisuus ei myöskään koske tilanteita, joissa arvopaperi tarjotaan alle 35 sijoittajalle. Euroopan unionissa on vastaava määräys, mutta sijoittajien luku-

³²⁰ Securities Exchange Commission 2013. SEC:n toimivallasta ja toiminnasta on säädetty Securities Exchange Actin 4 luvussa.

³²¹ Burke 2009, s. 16-18.

³²² Holmstrom – Kaplan 2003, s. 19-20.

³²³ EDGAR, eli Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval system, on järjestelmä johon kerätään niiden yhtiöiden toimittamat tiedot, jotka laki tähän velvoittaa. Järjestelmän tavoitteena on hyödyntää sijoittajia, yhtiöitä sekä taloutta tarjoamalla ajantasaista informaatiota yhdestä paikasta. (Securities Exchange Commission 2010).

määrä on 100 per unionin jäsenvaltio edellyttäen, että sijoittajat ovat ammattimaisia ja kunkin tekemä sijoitus on vähintään 100 000 euroa.³²⁴ Yhdysvalloissa myös kasvuyritysten (emerging growth companies) osalta rekisteröintiä koskeva tiedonantovelvoite on vähäisempi. Esimerkiksi rekisteröityessään tämän ei tarvitse luovuttaa yhtä monen vuoden osalta tilintarkastettuja tilinpäätöksiään. Kyseisten yhtiöiden osalta riittää kahden vuoden tilintarkastettu tilinpäätös.³²⁵

Käytännössä Securities Actin mukainen rekisteröityminen on verrattavissa kotimaiseen sääntelyyn esitteen julkaisemisesta. Sekä Securities Act että AML:n mukainen esitteen julkaisemisvelvoite käsittävät pitkälti samat asiat. Esitystapa eroaa kuitenkin olennaisesti. Kotimaisessa oikeudessa asia ilmaistaan hyvin löyhästi. Liikkeeseen laskijan edellytetään julkaisevan olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopapereiden arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Securities Act sen sijaan listaa julkaistavat asiat hyvin yksityiskohtaisena listana. Nähdäkseni yksityiskohtainen listaus turvaa osakkeenomistajien tiedonsaantioikeutta paremmin, kuin kotimainen tapa säätelee asiasta, koska tämä jättää hyvin paljon asioita liikkeeseen laskijan oman arvion varaan. On toki hyvä pitää mielessä, että pörssin säännöillä tätä yhtiön päätösvaltaa on rajattu huomattavasti.

8.1.2 Securities Exchange Act

Securities Exchange Act suojaa osakkeenomistajien tiedonsaantioikeutta. Laki asettaa tavoitteeksi tasapuolisen ja rehellisen kaupankäynnin sekä sijoittajien oikeuksien suojaamisen jotta nämä voivat saatavan tiedon perusteella tehdä perustellun sijoituksen. Sääntelyssä pyritään siihen, että hinnan muodostuminen tapahtuu aidosti ja mahdolliset kurssimanipuloinnit kyetään estämään.³²⁶ Lain toimivuutta valvoo SEC. Yhtiöiden³²⁷ velvollisuutena on toimittaa osavuositain annettava informaatio SEC:n tarkastettavaksi, joka edelleen toimittaa tiedon sijoittajien saataville EDGAR järjestelmän kautta³²⁸. SEC:lle on lailla annettu erilaisia täytäntöönpanokeinoja, jos yhtiö on rikkonut velvoitteitaan tai toimittanut virheell-

³²⁴ Hertig – Kraakman – Rock 2004, s. 197-198.

³²⁵ Securities Act 3. luku, 3. kohta.

³²⁶ Securities Exchange Act 2. luku.

³²⁷ Tämä koskee yhtiöitä joilla on varoja yli 10 miljoonan dollarin verran ja joiden arvopapereita omistaa yli 500 omistajaa.

³²⁸ EDGAR järjestelmästä on säädetty Securities Exchange Act luvussa 35A.

listä tietoa. Tiedonantovelvollisuus käsittää vuosikertomuksen, osavuosikatsauksen (neljännesvuosittain) sekä jatkuvan tiedonantovelvoitteen erikseen määritellyistä tapahtumista³²⁹. Tiedonantovelvoitteen ohella Securities Exchange Act sisältää määräykset sisäpiiritiedon väärinkäytöstä.³³⁰ Securities Exchange Act on erittäin kattava laki, jossa on hyvin monipuolinen ja yksityiskohtainen.

Liputusvelvollisuudesta on määrätty William Act:ssa. Se osaltaan suojaa osakkeenomistajia ja sijoittajia. Tämän perusteella, jos joku pyrkii ostamaan enemmän kuin 5 %:a yhtiön osakkeista, tulee ostajan tehdä tästä ilmoitus SEC:lle. Tällä ilmoituksella avulla on tarkoitus, että osakkeenomistajat pystyvät arvioimaan sitä onko heidän tarkoituksenmukaista myydä osakkeitaan vai ei.³³¹

8.1.3 Sarbanes-Oxley Act

Sarbanes-Oxley Actia voidaan pitää Yhdysvaltojen tärkeimpänä arvopaperimarkkinaoikeudellisena säännöksenä vuoden 1933 Securities Actin ja vuoden 1934 Securities Exchange Act ja näihin myöhemmin tehtyjen muutosten jälkeen. SOX sisältää runsaasti säännöksiä, jotka vaikuttavat yhtiöiden julkistamisvelvollisuuteen sekä yhtiön johdon ja tilintarkastajan vastuuseen informaation oikeudellisuudesta. SOX:lla on pyritty parantamaan luottamusta markkinainformaatioon kiristämällä yhtiöitä koskevia sääntöjä.³³²

SOX toi mukanaan muutoksia erityisesti *johdon palkitsemisjärjestelmään, osakkeenomistajien valvontajärjestelmiin* sekä *johdon valvontaan*. Yksi muutos koski johdon luopumista omistamistaan osakkeista sekä mahdollisten bonusten maksamista. Tämän määräyksen perusteella johto ei voi luopua omistamistaan osakkeista tai optioista vuoden sisällä tilikauden päättymisestä, koska tänä aikana voidaan esittää mahdollisia väitteitä epäasianmukaisesta toiminnasta. Tämä johtaa monesti siihen, että johto luopuu omistusosuuksistaan vasta sitten, kun heidän toiminta yhtiössä päättyy. Tämä on positiivinen kehitys, koska se

³²⁹ Tämä on jaettu yhdeksään eri luokkaan, jotka ovat 1) business and operations, 2) financial information, 3) securities and trading markets, 4) matters related to accountants and financial statements, 5) corporate governance and management, 6) asset-backed securities, 7) regulation FD, 8) other events sekä 9) Financial statements and exhibits. (Securities Exchange Commission 2012).

³³⁰ Sarkar 2013.

³³¹ Sarkar 2013.

³³² Mähönen - Villa 2006a, s. 90.

johtaa tavoittelemaan pitkän tähtäimen kurssikehitystä lyhyen tähtäimen sijaan. SOX käsittelee myös sisäpiirintiedon väärinkäyttämistä koskevia määräyksiä.³³³

SOX sisältää määräyksiä johdon monitoroinnista. Tämä kasvattaa tilintarkastus toimikunnan valtuuksia, vastuuta ja itsenäisyyttä. SOX edellyttää, että tilintarkastustoimikunta palkkaa ulkopuolisen tilintarkastajan ja että toimikunta koostuu johtajista, joilla ei ole taloudellisia sitoumuksia yhtiön suuntaan.³³⁴ Myös kotimaisessa oikeudessa on vastaavanlaisia määräyksiä. Suomessa laki ei kuitenkaan edellytä erilaisten toimikuntien perustamista, vaan tämä sääntely tulee pörssiyhtiöihin vain pörssin sääntöjen kautta. Tätä voidaan mielestäni pitää kotimaisen sääntelyn puutteena.

Edelleen SOX lisäsi johdon ja hallituksen vastuuta taloudellisesta raportoinnista sekä rikosoikeudellisia sanktioita taloudellisen raportoinnin vääristämisestä. Tämä on lisännyt panostusta taloudelliseen raportointiin. SOX lisäsi ulkopuolisten tilintarkastajien ja lakimiespalveluiden käyttöä. Vaikka SOX lisäsi yhtiöiden tilintarkastus kuluja, se samalla myös on johtanut siihen, että yhtiöiden johto saa arvokasta tietoa enemmän.³³⁵

8.1.4 The Conference Board of Recommendations

Yhdysvaltaisten skandaalien jälkeen perustettiin komissio, joka antaa *suosituksia parhaiksi käytänteiksi*. Ensimmäinen komission suositus annettiin syyskuussa 2002 ja se koski hallinnon palkitsemista. Näissä ohjeissa huomioitiin erityisesti pitkän tähtäimen tavoitteet, eli esimerkiksi pitkän aikavälin osakekurssin kehittyminen. Suosituksessa nousee esiin myös se, että johdon tulisi omistaa sopiva määrä yhtiön osakkeista. Suosituksen tavoitteena on se, että yhtiön johdolla ei ole intressiä yrittää manipuloida osakekurssia lyhyen aikavälin tavoitteista johtuen. Palkitsemisen tulisi myös olla läpinäkyvää.³³⁶

³³³ Holmstrom – Kaplan 2003, s. 20.

³³⁴ Holmstrom – Kaplan 2003, s-21.

³³⁵ Holmstrom – Kaplan 2003, s. 21.

³³⁶ Holmstrom – Kaplan 2003, s. 26-27.

9 Tiedonantovelvollisuus osingonjakamista rajoittavista kovenanttiehdoista

Tämän viimeisen varsinaisen luvun tarkoituksena on käsitellä kovenanttiehtoihin liittyviä ehtoja ja sitä saako osakkeenomistaja niistä tietoja. Kovenanttiehdoilla on esimerkiksi alettu rajoittaa osingonmaksua. Olen nostanut tämän erityiseksi esimerkiksi, koska kovenanttiehdoilla voidaan rajoittaa osakkeenomistajan oikeuksia olennaisesti. Kappaleen ajatuksena on vetää yhteen edellä käsiteltyjä kappaleita esimerkinomaisesti ja osaltaan yhdistellä aiheita käytännön läheisesti. Varsinaisina uusina asioina kappaleessa esitellään lyhyesti asian valottamiseksi mitä kovenanttiehdot ovat ja miksi niitä on alettu käyttämään rahoitussopimuksissa. Lisäksi kuvataan hieman sitä miten varojen jakamisesta yhtiössä normaalisti päätetään ja miksi se on merkityksellinen osakkeenomistajalle.

9.1 Kovenanttiehdoista lyhyesti

Kovenantteja voidaan pitää eräänlaisina velkojen vakuuselementteinä, jotka täydentävät perinteistä panttausjärjestelmää. Erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille lainansaaminen voi olla hankalaa, koska niillä ei välttämättä ole mahdollisuuksia asettaa riittävän suurta reaalivakuutta. Tämä voi johtaa useiden maksukykyisten ja innovatiivisten yritysten ongelmiin.³³⁷ Kovenanttiehdoilla on osaltaan pyritty vastaamaan tähän ongelmaan.

Kovenanttiehdot ovat toisin sanoen erityisluontoisia sopimusehtoja, jotka antavat velkojalle suojaa takaisinmaksun suhteen³³⁸. Velkoja pyrkii kovenanttien avulla 1) *varmistamaan velallisen maksukykyisyyden säilymisen*, 2) *saamaan tiedon velallisen mahdollisuuksista selviytyä sopimusvelvoitteistaan ja mahdollisesti estämään epäsuotuinen kehitys*, 3) *saamaan mahdollisimman paljon informaatiota velallisesta, jotta tämä voi seurata riskiään ja* 4) *tarvittaessa nostamaan luotonkustannuksia vastaamaan riskitasoa*.³³⁹

Kovenantteja on useita erityyppisiä. Rahoitussopimuksissa käytetään usein toimintakovenantteja. Kansainvälisiin sopimuksiin sisällytetään tavallisimmin erityinen tiedonantokovenantti, vakuuden asettamiskielto (*Negative Pledge*), rahoittajien tasapuolista kohtelua edellyttävä lauseke (*Pari Passu*) sekä merkittävien varallisuusarvojen siirtorajoituksia

³³⁷ Välimäki 2010, 464, 469.

³³⁸ Hemmo 2001, 325.

³³⁹ Villa 2003, s. 145.

(*Restriction on Disposals*). Yksi yleisimmin Suomessa käytetyistä kovenanteista on vakuuden asettamiskieltoehto. Kaikkia mahdollisia kovenanteja ei luonnollisestikaan ole tarkoituksenmukaista käyttää kaikissa sopimuksissa, vaan tarpeet on selvitettävä tilannekohtaisesti.³⁴⁰ Osingonjaon estävän kovenantin kohdalla voidaan puhua kontrollikovenantista. Kontrollikovenanti antaa velkojalle valtaa joko velkojan edellyttämänä erillisenä suostumuksena yrityksen tiettyihin toimiin ryhtymiselle tai velkojan edustajan edustusta velallisyhtiön hallituksessa. Yhtiöoikeudellisesti kovenanti ei ole yhtiötä sitova, mutta kovenanti sitoo sopimusoikeudellisesti yhtiötä.³⁴¹

Kovenanttiehtojen avulla velkoja pyrkii suojautumaan osaltaan päämies-agenttiongelmalta. Sijoittajan ja osakkeenomistajan suojaa tarkasteltaessa havaitaan, että velkojan etu on usein osakkeenomistajan ja sijoittajan edun kanssa ristiriidassa. Velkoja pyrkii vähentämään kovenanttiehdoillaan tätä riskiään.

9.2 Osingonjakamisen periaatteista

Osingonjakaminen on yksi varojen jakamisen muoto. Osingonjaolla tarkoitetaan pääasiassa voiton jakamista. Tässä yhteydessä rinnastan kysymykseen kuitenkin myös muutoin varojen jakamisen omistajille, sillä vastaavasti myös muuta vapaan oman pääoman jakamista voidaan rajoittaa kovenanttiehdoilla.

Yhtiö voi jakaa varoja, jos tällä on vapaata omaa pääomaa eikä tämän maksukyky (OYL 13:2) aseta jakamiselle rajoitteita. Myös yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä varojen jakamisesta. Varojen jakaminen tapahtuu viimeksi vahvistetun tilinpäätöksen perusteella. Jos yhtiössä tulee lain tai yhtiöjärjestyksen perusteella valita tilintarkastaja, tulee tilinpäätöksen olla tilintarkastettu. Varojen jakaminen on mahdollista myös tilintarkastetun ja vahvistetun välitilinpäätöksen perusteella.³⁴²

Varojen jakaminen ei saa aiheuttaa yhtiölle maksukyvyttömyyttä. Tämä on ehdoton edellytys ja se syrjäyttää myös mahdolliset yhtiöjärjestyksen määräykset. Toisin sanoen vapaan oman pääoman olemassa olo ei yksinään riitä. Varojen jakaminen ei kuitenkaan edellytä

³⁴⁰ Saarnilehto – Annola – Hemmo – Karhu – Kartio – Tammi – Salminen – Tolonen – Tuomisto – Viljanen 2012: Negative Pledge.

³⁴¹ Villa 2003, s. 149-153.

³⁴² Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 1108-1109.

sitä, että yhtiöllä olisi käteisvaroja, vaan yhtiö voi realisoida jotain omaisuutta, jotta tämä voi jakaa varoja tai ottaa tätä varten uutta lainaa. Varojen jakamisen arviointi kuuluu yhtiön yleisen huolellisuusvelvollisuuden piiriin.³⁴³

Vaikka osakeyhtiölaissa on asetettu rajoituksia sille, ettei yhtiö saa jakaa varoja enempää kuin mitä tase- ja maksukykyisyystestit sallivat, on velkojilla usein intressi pyrkiä rajoittamaan osingonjakamista. Tällaisia rajoituksia voidaan antaa esimerkiksi määräämällä varojen jaolle määrällisiä rajoituksia tai vaihtoehtoisesti sallia varojen käyttäminen vain tiettyihin tarkoituksiin. Myös tunnuslukukovenantilla voidaan rajoittaa varojen jakoa.³⁴⁴

9.3 Voitonjaosta päättäminen

Voiton jaosta päättäminen kuuluu normaalisti yhtiökokoukselle. Voiton jakamisesta voi päättää myös hallitus, jos yhtiökokous on valtuuttanut tämän tekemään päätöksen. Yhtiökokouskutsussa voidaan mainita, että aiheena on voitonjaosta tai osingonjaosta päättäminen. Tätä enempää asiasta ei edellytetä kutsussa kerrottavan. Jos kutsu sisältää tätä yksityiskohtaisempaa tietoa voitonjakoa koskevasta päätösehdotuksesta, yhtiökokous ei ole velvollinen vain joko hyväksymään tai hylkäämään kokouskutsussa mainittua ehdotusta, vaan yhtiökokous voi päättää osakkeenomistajien parhaaksi katsoman mukaisesti voitonjakopäätöksen sisällöstä. Suuruuden määräämistä rajoittaa kuitenkin *voitonjakoon käytettävien varojen enimmäismäärä, yhtiöjärjestyksen mahdolliset rajoitukset, hallituksen esitys ja varojen jakoon liittyvä maksukyvyttömyysarviointi*.³⁴⁵

Lähtökohtana on, ettei yhtiökokous voi päättää jakavansa enempää voittoa kuin mitä hallitus on esittänyt tai muuten hyväksynyt. Yhtiökokous ei kuitenkaan ole sidottu hallituksen esitykseen, jos voiton jaosta on määrätty toisin yhtiöjärjestyksessä tai jos yhtiö on velvollinen jakamaan vähemmistöosinkoa. Hallituksen mahdollisuutta määrätä voitonjaosta näin ollen ei ole rajoitettu kovinkaan paljoa.³⁴⁶

³⁴³ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 1109-1110.

³⁴⁴ Ahtola 2002, s. 34-35

³⁴⁵ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 1113-1114.

³⁴⁶ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008, s. 1114.

9.3.1 Vähemmistöosinko

OYL 13:7 mukaan osinkona on jaettava vähintään puolet tilikauden voitosta, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät määrät, jos sitä varsinaisessa yhtiökokouksessa ennen voiton käyttämistä koskevan päätöksen tekemistä vaativat osakkeenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista osakkeista. Osakkeenomistaja ei kuitenkaan voi vaatia voittona jaettavaksi enempää kuin mitä voidaan ilman velkojien suostumusta³⁴⁷ eikä enempää kuin kahdeksan prosenttia yhtiön omasta pääomasta. Jaettavasta määrästä vähennetään tilikaudelta ennen varsinaista yhtiökokousta mahdollisesti jaetut osingot. Vähemmistöosingosta voidaan määrätä toisin yhtiöjärjestyksessä. Oikeutta vähemmistöosinkoon voidaan rajoittaa vain kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella.

Osingonjaolla on usein suurempi merkitys vähemmistöosakkeenomistajalle kuin enemmistöosakkeenomistajalle. Näin on erityisesti niissä tilanteissa, joissa enemmistö kykenee hyödyntämään yhtiön tuottamaa taloudellista tuottoa muilla keinoilla, esimerkiksi nostamalla yhtiöstä palkkaa tai asettamalla yhtiön johtoon itsensä ja nostamalla tästä toimesta palkkiota. Enemmistöllä voi myös olla intressejä olla jakamatta osinkoa painostaakseen vähemmistöomistajaa. Enemmistöllä voi olla tarkoituksena pyrkiä hankkimaan vähemmistöomistajan osakkeet edullisella hinnalla. Vähemmistöomistajat voivat olla valmiita myymään osakkeensa halvalla, jos heille ei näytä olevan mitään hyötyä osakkeenomistuksesta.³⁴⁸ Tähän liittyy erityisen vahvasti myös päämies-agenttiongelmia, koska usein vastaavissa tilanteissa yhtiön enemmistöomistajalla on yhtiön tilasta parempaa tietoa kuin vähemmistöomistajalla.

Kuten edellä olevasta voidaan havaita, ei vähemmistöosingon jakamista voida kuitenkaan rajoittaa jollain muulla tavalla kuin mitä edellä mainittu. Jos yhtiö on sitoutunut velkojan kanssa tehdyn mukaisesti kovenanttiehtoihin, ei yksin näillä voida rajoittaa vähemmistöosingon maksamista. Toisin sanoen syntyy ristiriita sopimuksen ja osakeyhtiölain mukaisen vähemmistöosingon maksamisen välille ja jompaakumpaa joudutaan väkisin rikkomaan, mikäli yhtiökokouksessa päätetään vähemmistöosingon maksamisesta ja kovenanttiehdot olisivat estäneet osingonmaksamisen kokonaisuudessaan. Tästä voi seurata velko-

³⁴⁷ Tällä tarkoitetaan OYL 14:2-5 mukaista velkojiensuojamenettelyä. Tämän mukaan, jos osakepääomaa on alennettu tappion kattamiseksi, alentamisen rekisteröimistä seuraavan kolmen vuoden aikana yhtiön vapaata omaa pääomaa voidaan jakaa osakkeenomistajille vain noudattaen velkojiensuojamenettelyä.

³⁴⁸ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2008, s. 1123.

jaa tai osakkeenomistajaa kohtaan vahingonkorvaus vastuu. Jos yhtiökokous päättää olla jakamatta vähemmistöosinkoa tai päättää jakaa sitä vähemmän, kuin mihin yhtiö on velvollinen, päätös on pätemätön ja sitä voidaan moittia OYL 21:1 perusteella. Toisin sanoen osakkeenomistajan on nostettava kanne yhtiötä vastaan. Kanne on nostettava kolmen kuukauden sisällä päätöksen tekemisestä. Samassa yhteydessä voidaan ajaa myös suorituskannetta osinkosaamisen osalta. Velkoja voi puolestaan katsoa tapahtuneen sopimusrikkomuksen. Sopimuksessa itsessään on myös voitu sopia siitä mitä rikkomuksesta seuraa. Tyypillisesti kovenanttiehdon rikkoutuminen johtaa lainan erääntymiseen.

Kovenanttiehto voi olla kokonaisuutena arvioiden yhtiön lojaliteettivelvollisuuden (OYL 1:8) vastainen. Yhtiön hallituksella on velvollisuus edistää yhtiön etua siitä huolimatta, että tämä olisi kovenanttiehdon vastaista. Toisaalta yhtiön johto voi joutua puntaroimaan sitä, voiko kovenanttiehdon rikkominen johtaa yhtiön edun kannalta suurempaan haittaan, kuin se, että yhtiö ei jaa varoja.

9.4 Tiedonantovelvollisuus kovenanttiehdoista

Arvopaperimarkkinalaki, osakeyhtiölaki tai muukaan laki ei sisällä vaatimusta siitä, että kovenanttiehdoista tulisi antaa tietoa osakkeenomistajalle. Tiedonsaaminen voi nähdäkseni tulla kyseeseen ainoastaan osakeyhtiölain mukaisen kyselyoikeuden kautta tai arvopaperimarkkinalain yleisen tiedonantovelvoitteen kautta.

OYL mukaan osakkeenomistajalla on kyselyoikeus, jota on käsitelty edellä. Kyselyoikeus on kuitenkin rajoitettu koskemaan ainoastaan sellaisia asioita, jotka ovat yhtiökokouksen käsiteltävinä. Normaalisti velkasopimukset eivät itsessään kuulu yhtiökokouksen toimivaltaan, vaan tästä päättää lähtökohtaisesti yhtiön hallitus. Yhtiön vieraasta pääomasta saa kuitenkin esittää kysymyksiä yhtiökokouksessa, jos tämä on käsiteltävänä aiheena. Kun yhtiökokouksessa käsitellään tilinpäätöksen vahvistamista, tulee vieras pääoma tätä kautta aiheeksi. Nähdäkseni tilaisuudessa voi samassa yhteydessä esittää kysymyksiä vieraaseen pääomaan liittyvistä ehdoista. On kuitenkin epäselvää kuinka syvälle näihin tase-eriin voi paneutua yhtiökokouksessa kyselyoikeuteen vedoten. Lisäksi ongelmana on se, että tieto kyseisestä erästä jää vain yhtiökokouksen tietoisuuteen, eikä tiedosta tule välttämättä siinä määrin julkista, että tietoa saisi esimerkiksi potentiaaliset uudet osakkeenomistajat.

Sijoittajat voivat saada turvaa arvopaperimarkkinalain kautta. Kuten edellä on kerrottu AML 6:4 ja pörssin säännöissä määrätään, että yhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava tieto päätöksistä ja muista sekoista tai olosuhteista, jotka ovat arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia. Toisin sanoen, jos kovenanttiehtojen voidaan katsoa vaikuttavan olennaisesti arvopaperin arvoon, tulee tästä julkaista tieto markkinoille. Lopullinen harkinta asian osalta jää yhtiön hallitukselle. Yhtiön hallituksen on puntaroitava sitä voiko tiedolla olla tällainen olennainen vaikutus. On myös mahdollista, että tiedolla ei juuri sillä hetkellä, kun velkasopimus tehdään, ole vaikutusta arvopaperin arvoon. Näin on esimerkiksi silloin, kun yhtiön tuloskehitys on ollut siinä määrin positiivinen, ettei kovenanttiehto sillä hetkellä tosiasiallisesti rajoita yhtiön kykyä jakaa osinkoa. Tyypillistä osingonjakoa rajoittavien kovenanttiehtojen suhteen on se, että ne rajoittavat yhtiön osingonjako mahdollisuuksia vain silloin, kun yhtiön tilikauden voitto jäänyt alhaiseksi tai yhtiö on muutoin menettänyt siinä määrin varojaan, että tämän maksukyky on heikentynyt. Tällöin hallitus voi mahdollisesti perustella julkaisemattomuutta näkemyksellään siitä, ettei kovenanttiehdot rajoita osingonmaksamista todellisuudessa ja tieto julkaistaan vain siinä tapauksessa, jos yhtiön tilanne muuttuu. Mikään ei tosin estä sopimasta kovenanttiehdoissa myös ehdotonta osingonmaksurajoitusta esimerkiksi siten, että yhtiö voi jakaa osinkona enintään tietyn määrän tilikauden voitosta. Tällaisella ehdolla näkisin olevan kaikissa tilanteissa vaikutusta osakkeen arvoon ja tätä myöten tieto tulisi julkaista aina. Tämä ei kuitenkaan ole aina yksiselitteistä.

10 Yhteenveto

Sijoittajan ja yhtiön välillä vallitsee päämies-agenttiongelma. Yksi keskeisimmistä suojautumiskeinoista ongelmaa vastaan on tiedonsaantioikeus. Osakkeenomistaja ja sijoittaja tekevät lähtökohtaisesti sijoituspäätöksensä sen perusteella mitä he tietävät liikkeeseenlaskijasta. Tiedon perusteella sijoittajat tekevät rationaalisen oletuksen arvopaperin arvon kehityksestä. Tällainen yksinkertaistettu ajatusmalli kuvastaa sitä, että arvopaperimarkkinat eivät voi toimia luotettavasti ilman oikean ja riittävän tiedon tuottamista markkinoille. Mikäli tietoa ei olisi, toimisivat osapuolet markkinoilla täysin arvaamattomasti.

Tiedonsaantioikeus käsittää yhtiön vieraasta pääomasta saatavan informaation. Sijoittajille on erityisen tärkeää saada tietoa tästä tase-erästä siksi, että se vaikuttaa yhtiön kykyyn jakaa varoja osakkeenomistajilleen. Varojen jakamisessa yhtiön velat tulee huomioida tase- ja maksukykyisyydesteistä johtuen. Varojen jakamisen ohella vieraan pääoman määrä vaikuttaa myös arvopaperin arvoon. Mikäli markkinat katsovat esimerkiksi, että yhtiö on yli-velkaantunut, heijastuu tämä yhtiön arvopaperin arvoon, eli sijoittajat ovat valmiita maksamaan yhtiön osakkeesta vähemmän. Toisaalta markkinat voivat myös nähdä, että yhtiö ei investoi tulevaisuuteen, mikäli tämän velkaantumisaste on varsin pieni tai vierasta pääomaa ei ole lainkaan. Tällöin markkinat voivat nähdä, ettei yhtiö tule tulevaisuudessa kasvamaan tai kehittymään. Toisin sanoen myös vähäinen vieraan pääoman määrä voi olla signaali markkinoille.

Näistä seikoista johtuen sijoittajan ja osakkeenomistajan oikeutta saada informaatiota on suojattava. Kotimaisessa sääntelyssä tiedonsaantioikeutta turvataan erityisesti arvopaperimarkkinalailla, mutta myös osakeyhtiölailla ja kirjanpitolaille. Tämän ohella turvaa antavat myös pörssin säännöt, corporate governance, tilintarkastuslaki sekä IFRS.

Osakeyhtiölaki

Osakkeenomistajaa suojataan osakeyhtiölaissa yleisten periaatteiden kautta. Tiedonsaantioikeuteen liittyvät läheisesti periaatteet *yhtiön toiminnan tarkoituksesta, yhdenvertaisuusperiaatteesta ja johdon tehtävästä*.

Yhtiön tulee toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti. Yhtiön tarkoituksesta voidaan säätää yhtiöjärjestyksessä. Mikäli yhtiöjärjestyksessä ei toisin ole määrätty, on yhtiön tarkoituksen *tuottaa voittoa osakkeenomistajille*. Lisäksi yhtiön johdon tulee toimia huolellisesti edistäen yhtiön etua. Nämä periaatteet rajoittavat yhtiön johdon toimintaa. Tämä rajoitus suojaa osakkeenomistajaa, koska tämä voi luottaa siihen, ettei yhtiön johto saa edistää opportunistisesti omaa etuaan osakkeenomistajien etuja polkemalla. Nämä *fidusiaarivelvoitteet edellyttävät sitä, että yhtiön johdon on toimittava yleistä etua edistäen*. Tätä edellyttää myös yhdenvertaisuusperiaate, jonka perusteella esimerkiksi enemmistöosakkeenomistajat eivät voi toimia siten, että he ajavat vain omaa etuaan. Periaatteet itsessään eivät anna osakkeenomistajalle oikeutta saada informaatiota yhtiöstä, mutta ne turvaavat sen, että osakkeenomistaja saa paremmin suojaa päämies-agenttiongelmaa vastaan ja pienentävät osakkeenomistajan ja sijoittajan selonottokustannuksia.

Osakeyhtiölain perusteella osakkeenomistajalla on oikeus osallistua yhtiökokoukseen ja käyttää kokouksessa kyselyoikeuttaan. *Kyselyoikeus* on rajattu koskemaan vain niitä asioita, jotka ovat yhtiökokouksessa käsiteltävänä. Tästä johtuen osakkeenomistaja voi yhtiökokouksessa vaatia tietoja yhtiön vieraasta pääomasta vain jos asia on kokouksessa käsiteltävänä. Lähtökohtaisesti velkarahoituksen ottamisesta päättää yhtiön hallitus. Tästä johtuen uuden velan ottaminen ei normaalisti tule yhtiökokouksen ratkaistavaksi. Yhtiökokous päättää kuitenkin yhtiön tilinpäätöksen vahvistamisesta. Tilinpäätöksessä on tietoja yhtiön vieraan pääoman määrästä ja korkokuluista. Tätä kautta osakkeenomistaja voi kyselyoikeuttaan hyödyntämällä saada jonkin verran lisäinformaatiota vieraasta pääomasta. On kuitenkin epäselvää kuinka pitkälle kyselyoikeus ulottuu tällaisessa tilanteessa. On luultavaa, että yhtiö on valmis antamaan tietoja yksittäisten lainojen määristä ja rahoittajista, mutta tämän syvemmillä velkarahoituksen ehtoihin on luultavasti vaikea päästä.

Tilintarkastuksella vähennetään informaatioepäsymmetriaa. Tilinpäätös on osakkeenomistajalle ja sijoittajalle yksi keskeisimmistä informaation lähteistä ja tämän informaation oikeellisuus pyritään varmistamaan tilintarkastuksen avulla. *Tilintarkastajan voi katsoa toimivan osakkeenomistajan agenttina*, sillä tilintarkastajan tulee varmistaa, että yhtiön tilinpäätös antaa oikean ja riittävän kuvan. Tilintarkastus lisää myös agentin, eli johdon ja määrävien osakkeenomistajien, kannustinta toimia tarkoituksen mukaisesti yhtiön edun tavoitteleiseksi. Lisäksi tilintarkastus vähentää yksittäisen osakkeenomistajan informaatiokustannusten määrää.

Arvopaperimarkkinalaki, pörssin säännöt ja corporate governance

Arvopaperimarkkinalaki on keskeisin sijoittajan tiedonsaantioikeutta turvaava laki, kun puhutaan pörssiyhtiöistä. Arvopaperimarkkinalaissa määrätään säännöllisesti tiedonantovelvoitteesta, jatkuvasta tiedonantovelvoitteesta sekä listauduttaessa annettavasta informaatiosta (muun muassa esite).

Säännöllinen tiedonantovelvoite käsittää tilinpäätösinformaation sekä osavuositarkastuksen. Nämä sisältävät luonnollisesti informaatiota yhtiön vieraasta pääomasta. Informaation kuuluu usein tätä koskevat tunnusluvut sekä tase-erien suuruudet. Lisäksi tuloslaskelmasta voi havaita korkokulujen määrän.

Jatkuva tiedonantovelvoite puolestaan tarkoittaa sitä, että liikkeeseenlaskijan on *ilman aiheutonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon*. Pörssin sääntöjen perusteella yhtiön on annettava informaatiota rahoituksessa tapahtuvista muutoksista. Käytännössä jatkuvan tiedonantovelvoitteen perusteella yhtiöt antavat hyvin marginaalisesti tietoja yhtiön vieraan pääoman muutoksista. Yhtiöiden informoidessa uudesta velkarahoituksesta, nämä kertovat niistä hyvin ylimalkaisesti. Osakkeenomistajat ja sijoittajat eivät kotimaisen sääntelyn perusteella saa juurikaan informaatiota velkarahoituksen ehdoista.

Velkarahoituksen ehtoihin voi lukeutua sellaisia seikkoja, jotka voivat hyvinkin konkreettisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon. Tällaisia voivat olla esimerkiksi osingonjakoa rajoittavat kovenanttiehdot. Arvopaperimarkkinalain perusteella katsoisin, että tällaisista ehdoista tulisi antaa tietoja markkinoille. Tästä johtuen en näe tarvetta sille, että lakia muutettaisiin. Kuitenkin käytännössä tällaisista ehdoista ei anneta tietoja ja siksi tilannetta tulisi korjata. Näkemykseni mukaan esimerkiksi itsesääntelyn avulla muutos olisi mahdollinen. Pörssin säännöissä voitaisiin asettaa selkeitä vaatimuksia lainaehdoista kertomiselle. Pörssi voisi esimerkiksi edellyttää, että yhtiöiden on kerrottava jatkuvan tiedonantovelvoitteen nojalla velkarahoituksen pääasialliset ehdot sekä mahdolliset osakkeenomistajien oikeuksia rajoittavista ehdoista. Tällainen muutos veisi lähemmäs yhdysvaltalaista informointivelvollisuutta. Pörssin sääntöjen ohella tai sijaan tilanne voitaisiin korjata corporate governancen avulla. Corporate Governancen kohdalla ongelma tosin on se, ettei sääntely välttämättä tällöin

tavoittaisi kaikkia pörssiin listautuneita yhtiöitä, jos nämä eivät noudattaisi hallinnointikoodia, jossa tällainen määräys olisi asetettu. Käytännössä kotimaiset yhtiöt noudattavat Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodia, joten edellä mainittu ongelma olisi todennäköisesti varsin pieneksi. Hallinnointikoodin määräyksellä yhtiöiden tulisi antaa markkinoille asiasta informaatio tai mikäli tätä ei annettaisi, tulisi antaa selvitys siitä, miksei tätä anneta (*comply or explain sääntö*).

Tämän hetkinen tilanne on se, että sijoittajat saavat *normaalisti tietoa vain velkarahoituksen kokonaisuudesta ja korkokuluista*. Sen sijaan tarkempien rahoitusehtojen saaminen voi olla mahdotonta. Tiedonsaantioikeutta tulisi tästä johtuen tehostaa, jotta sijoittajat saisivat riittävän suojan.

IFRS

IFRS on parantanut olennaisesti sijoittajien tiedonsaantioikeutta. IFRS perustuu siihen, että erät tulee kirjata niiden tosiasiallisen luonteen mukaisesti. Kansalliseen kirjanpitosääntelyyn on myös otettu tätä koskeva periaate, mutta tosiasiallisesti sen merkitys ei ole kovinkaan vahva. Tästä johtuen IFRS-standardien mukaan laadittavaa tilinpäätöstä voidaan pitää olennaisesti luotettavampana. IFRS-standardit huomioivat erityisesti sijoittajien erityisen aseman, sillä standardien yleisissä periaatteissa mainitaan, että sijoittajia pyritään erityisesti turvaamaan, koska sijoittajat antavat yritykselle riskipääomaa.

Eryteisesti IFRS-standardien etuna on välipääomarahoituksen kirjaaminen mahdollisimman oikein. IFRS-standardit huomioivat rahoitusvälineen tosiasiallisen luonteen, eli ne huomioivat sopimuksen kokonaisuutena. Kotimainen sääntely puolestaan pidättäytyy hyvin pitkälti muodollisessa katsantotavassa. IFRS-standardien joustavuudesta kertoo esimerkiksi se, että pääomalaina voidaan kokonaisuuden perusteella katsoa joko omaksi tai vieraaksi pääomaksi, kun taas kansallisen kirjanpitosääntelyn mukaan tämä tulee kirjata vieraaksi pääomaksi.

Kirjanpidossa tulee huomioida myös oikean ja riittävän kuvan antaminen. Tämä oikea ja riittävä kuva tulee turvata vähintäänkin niin, että liitetiedoissa annetaan riittävät lisätiedot. Edelleen tämän oikean ja riittävän kuvan antamisen varmentaa tilintarkastaja.

Yhdysvaltalaisen tiedonantovelvoitteen omaksuminen

Yhdysvaltoja voidaan pitää rahoitusmarkkinoiden edelläkävijänä. Kun verrataan kotimaisia ja yhdysvaltalaisia rahoitusmarkkinoita voidaan havaita, että kotimaassa turvaudutaan useammin perinteiseen velkarahoitukseen, kun taas Yhdysvalloissa rahoituksen hakeminen arvopaperimarkkinoiden välityksellä on tyypillisempää. Tästä johtuen Suomessa on pitkään turvattu velkojia tehokkaammin kuin sijoittajia, kun taas Yhdysvalloissa sijoittajien suojaaminen on ollut korkea.

Kotimainen sääntely on lähentynyt Yhdysvaltalaista. Tähän kehitykseen on vaikuttanut erityisesti Euroopan unionin sääntely, joka on omaksunut asioita yhdysvaltalaisesta sääntelystä. Kaiken kaikkiaan arvopaperimarkkinoiden globalisoituminen on vienyt kehitystä yhtäläisempään suuntaan. Yhdysvalloissa Securities Exchange Act määrää tarkemmin annettavan informaation sisällöstä, kuin AML. Tästä johtuen sijoittajat saavat paremmin informaatiota myös yhtiöiden velkarahoituksen ehdoista. Kotimaisen sääntelyn olisi syytä edetä osaltaan tähän suuntaan. Kehityksen ei kuitenkaan näkemykseni mukaan tarvitse olla laintasosta sääntelyä, vaan tähän riittäisi myös pörssin sääntöjen muuttaminen.