

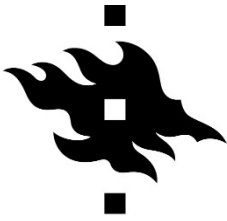
HELSINGIN YLIOPISTO

I

Yhteiskuntavastuu ja osakeyhtiön tarkoitus

Vastuullisuus osana yhtiöjärjestystä, esimerkkinä Finnair Oyj ja Fortum Oyj

Eero Hirvimäki
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Ohjaaja: Seppo Villa
Syyskuu 2022



Tiedekunta/Osasto – Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos – Institution – Department			
Oikeustieteellinen tiedekunta		Helsingin yliopisto			
Tekijä – Författare – Author					
Eero Hirvimäki					
Työn nimi – Arbetets titel – Title					
Yhteiskuntavastuu ja osakeyhtiön tarkoitus – Vastuullisuus osana yhtiöjärjestystä, esimerkkinä Finnair Oyj ja Fortum Oyj					
Oppiaine – Läroämne – Subject					
Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeus					
Työn laji – Arbetets art – Level		Aika – Datum – Month and year		Sivumäärä – Sidoantal – Number of pages	
OTM-tutkielma		09/2022		XVI+85	
Tiivistelmä – Referat – Abstract					
<p>Kapitalismia vastaan kohdistunut kritiikki on viime vuosina kohdistunut myös enenevässä määrin osakeyhtiöiden tarkoitukseen tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Voitontuottamistarkoituksen ja osakkeenomistajakeskeisyyden on nähty johtavan lyhytnäköisyyteen ja yhteiskuntavastuun laiminlyöntiin. Kasvanut vihreä osakkeenomistaja-aktivismi on pyrkinyt siten vaikuttamaan osakeyhtiöiden toimintaan yhtiökokouksissa yhteiskuntavastuun korostamiseksi. Ilmiö on rantautunut myös Suomeen ja esimerkiksi Fortumin yhtiökokouksessa WWF Suomi ehdotti yhteiskuntavastuullisen tavoitteen ottamista osaksi yhtiön tarkoitusta. Lisäksi Finnairin toimialaa on muutettu yhtiön hallituksen aloitteesta, jonka pyrkimyksenä oli sallia yhteiskuntavastuun huomioiminen paremmin, erityisesti ympäristöystävällisyyden osalta, yhtiön toiminnassa.</p> <p>Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella osakeyhtiölain olettasäännöksistä erityisesti OYL 1:5 §:n mukaista yhtiön tarkoitusta tuottaa voittoa osakkeenomistajille ja OYL 1:8 §:n mukaista yhtiön johdon velvollisuutta edistää huolellisesti toimien yhtiön etua. Tutkielmassa pyritään vastaamaan ensinnäkin kysymykseen, johtavatko kyseiset säännöt todellisuudessa lyhytnäköisyyteen ja/tai yhteiskuntavastuun laiminlyöntiin. Lisäksi tarkastellaan johdon velvollisuuksia edistää yhtiön etua ja erityisesti, miten johdon tulisi päätöksentekoprosessissaan huomioida yhtiön eri sidosryhmien edut ja yhteiskuntavastuu.</p> <p>Tutkielmassa tarkastellaan lisäksi, miten osakeyhtiön tarkoituksen tai toimialan muuttaminen yleishyödylliseen suuntaan, muuttaisi yhtiön edun määritelmää ja siten johdon velvollisuuksia sitä edistää. Parantavatko kyseiset toimet johdon mahdollisuuksia huomioida yhteiskuntavastuu päätöksenteossaan? Lisäksi tarkastellaan yhtiön tarkoituksen uudelleen määrittelemisestä mahdollisesti syntyviä ongelmia ja miten yhtiöt voisivat nämä ongelmat ratkaista. Miten yhteiskuntavastuu kannattaisi ottaa osaksi yhtiöjärjestystä ja tarvitaanko lisäksi muitakin toimia yhteiskuntavastuun toteuttamisen mahdollistamiseksi? Finnairin ja Fortumin yhtiökokouksissa ehdotettuja muutoksia käytetään tutkielmassa ja tarkastellaan edellä mainittuja kysymyksiä tarkasteltaessa.</p> <p>Tutkielmassa päädytään siihen, että osakkeenomistajakeskeisyys sallii ja kannustaa yhtiön johtoa huomioimaan yhteiskuntavastuun siinä määrin kuin se on taloudellisesti pitkällä aikavälillä yhtiölle kannattavaa. Yhtiön toimiala ei vaikuta siihen, miten yhtiö voi yhteiskuntavastuun toiminnassaan, mutta osakeyhtiön tarkoituksen muuttaminen mahdollistaa laajemman yhteiskuntavastuun huomioimisen, sillä yhtiön päätöksenteon ei tarvitse perustua ainoastaan taloudellisiin vaikutuksiin. Yhtiön johdon tehokkaan päätöksenteon ja opportunismien estämiseksi yleishyödyllisen tarkoituksen ottaminen tulisi yhteiskuntavastuu ottaa osaksi yhtiöjärjestystä toimintaa rajaavana tai varojenjakomääräyksenä. Avoimempi yleishyödyllinen tavoite vaatii myös yhtiön sidosryhmien keskinäisen arvojärjestyksen määrittelemistä.</p>					
Avainsanat – Nyckelord – Keywords					
Yhtiöoikeus, osakeyhtiö, yhteiskuntavastuu, osakeyhtiön toiminnan tarkoitus, yhtiön etu, osakkeenomistajakeskeisyys, sidosryhmäajattelu, johdon tehtävä, valistunut arvonmaksimointi, benefit corporation, liiketaloudellisen perusteen vaatimus					

Sisällysluettelo

Lähteet	V
1 Johdanto	1
1.1 Osakeyhtiöinstituutti murroksessa?	3
1.1.1 Osakeyhtiön perustukset	3
1.1.2 Kapitalismin kritiikistä voitontuottamistarkoituksen kritiikkiin	7
1.1.3 Kritiikistä tekoihin – esimerkkinä Finnair ja Fortum	10
1.2 Tutkimuskysymys, tutkimuksen rakenne ja aiheen rajaus	13
1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto	14
2 Osakeyhtiön toiminnan tarkoitus	16
2.1 Osakkeenomistajakeskeisyys ja sidosryhmäajattelu	17
2.1.1 Sopimusverkkomalli ja osakeyhtiön toimintaympäristö	17
2.1.2 Osakkeenomistajakeskeisyys	19
2.1.3 Osakkeenomistajien ja velkojien intressit	22
2.1.4 Sidoryhmäajattelu ja yhteiskuntavastuu	29
2.2 Yhtiön tarkoitus	36
2.2.1 Voiton tuottaminen osakkeenomistajalle	36
2.2.2 Muu kuin voitontuottamistarkoitus	42
2.3 Yhtiön etu	44
2.3.1 Yhtiön tarkoituksen ollessa voiton tuottaminen osakkeenomistajille	44
2.3.2 Yhtiön tarkoituksen ollessa muu kuin voitontuottaminen osakkeenomistajille	49
2.3.3 Yhtiön edun määritelmä	50
2.4 Yhteinen etu?	51
2.5 Yhteenveto	54
2.5.1 Johtaako voitontuottamistarkoitus lyhytnäköisyyteen vai voidaanko voitontuottaminen ja yhteiskuntavastuu yhdistää?	54
2.5.2 Tapausesimerkit Finnair ja Fortum	59
3 Osakeyhtiön johdon päätöksenteko	62
3.1 Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus	62
3.2 Oikeustoimien sitovuus	68
3.2.1 Toimiala	70
3.2.2 Liiketaloudellinen peruste	71
3.2.3 Seuraukset toimivallan ja kelpoisuuden ylityksestä	73

3.3	Kanneoikeus	74
3.4	Yhteenveto	78
3.4.1	Tapausesimerkit Finnair ja Fortum	79
4	Johtopäätökset	81

Lähteet

Kirjalliset lähteet

Aakhus – Bzdak 2012

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

Aarnio 2011

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

Airaksinen 2013

Airaksinen, Manne, 2013. Onnistuiko vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistus? *Defensor Legis* N:o 4/2013, s. 443–460.

Airaksinen – Jauhiainen 1997

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

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a

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

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b

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

Armour – Gordon 2014

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

Barton 2011

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

Bebchuck 2002

Bebchuk, Lucian, 2002. Asymmetric Information and the Choice of Corporate Governance Arrangements. *Harvard Law and Economics Discussion Paper* No. 398.

Bergström – Samuelsson 1997

Bergström, Clas – Samuelsson, Per, 1997. Aktiebolagets grundproblem. Nerenius & Santérus Förlag.

Bergström – Samuelsson 2001

Bergström, Clas – Samuelsson, Per, 2001. Aktiebolagets grundproblem. Andra upplagan. Norstedts Juridik.

Bénabout – Tirole 2010

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

Berk – DeMarzo 2017

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

Berle 1931

Berle, Adolf, 1931. Corporate Powers as Powers in Trust, 44 *Harvard Law Review* 1931.

Berle – Means 1933

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

Blair 2003

Blair, Margaret, 2003. Directors’ Duties in Post-Enron World: Why Language Matters. *Wake Forest Law Review* 2003, s. 885–910.

Blair – Stout 1999

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

Bodie – Kane – Marcus 2014

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

Borglund ym. 2017

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

Boyer 2012

Boyer, Pascal, 2012 (alkuperäinen ilmestynyt 2007). Ja ihminen loi jumalat: Miten uskonto selitetään. Suomentanut *Arppe, Tiina*. WSOY.

Caselius – Heikonen 1974

Caselius, Ilmari – Heikonen, Arvo, Rafael, 1974. Osakeyhtiö. Edellinen osa. Viides, muutettu painos, toimittanut Allan Huttunen. WSOY.

Chen – Kelly 2015

Chen, Xiujian – Kelly, Thomas, 2015. B-Corps—A growing form of social enterprise: Tracing their progress and assessing their performance. *Journal of Leadership & Organizational Studies*. 2015 vol. 22 s. 102–114.

Clark 1985

Clark, Robert, 1985. Agency Cost versus Fiduciary Duties. Teoksessa *Principals and Agents: The Structure of the Business*, John W. Pratt & Richard J. Zeckhauser (eds.). Mass.

Clark 1986

Clark, Robert, 1986. *Corporate Law*. Little, Brown & Co.

Clark – Vranka 2013

Clark, William, Jr. – Vranka, Larry, 2013. The need and rationale for the benefit corporation: Why it is the legal form that best addresses the needs of social entrepreneurs, investors, and, ultimately, the public. White paper Version of January 18, 2013.

Coase 1960

Coase, Ronald, 1960. The problem of social cost. *The Journal of Law & Economics*. Vol. III. October 1960, s. 1–44.

Crane ym. 2008

Crane, Andrew – McWilliams, Abigail – Matten, Dirk – Moon, Jeremy – Siegel, Donald, 2008. The Corporate Social Responsibility Agenda, teoksessa *Crane, Andrew – Matten, Dirk – McWilliams, Abigail – Moon, Jeremy – Siegel, Donald S.: The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford University Press.

Crane ym. 2014

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

Deakin 2000

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

DeAngelo – DeAngelo – Skinner 2008

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

De Bondt – Thaler 1985

De Bondt, Werner – Thaler, Richard, 1985. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance* 40(3), s. 793–805.

Dodd 1932

Dodd, Merrick, 1932. For Whom Are Corporate Managers Trustees? *45 Harvard Law Review* 1932.

Dunfee 2008

Dunfee, Thomas, 2008. Stakeholder Theory: Managing Corporate Social Responsibility in a Multiple Actor Context, teoksessa Crane, Andrew – Matten, Dirk – McWilliams, Abigail – Moon, Jeremy – Siegel, Donald S. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, Oxford University Press.

Dyck – Zingales 2004

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

Easterbrook – Fischel 1996

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

Elkington 2004

Elkington, John, 2004. Enter the Triple Bottom Line. Routledge.

Farre-Mensa – Michaely – Schmalz 2014

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

Freeman 2004

Freeman, Edward, 2004. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation, teoksessa Beauchamp, Tom L. – Bowie, Norman E.: Ethical Theory and Business. Pearson Education International.

Freeman – Harrison – Wicks 2007

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

Freeman – Reed 1983

Freeman, Edward – Reed, David, 1983. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. California Management Review, Spring.

French – Mayson – Ryan 2016

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

Friedman 1962

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

Friedman 1970

Friedman, Milton, 1970. The Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. The New York Times Magazine (13.9.1970).

Geczy ym. 2015

Geczy, Christopher – Jefers, Jessica – Musto, David – Tucker, Anne, 2015. Institutional investing when shareholders are not supreme. Harvard Business Law Review. 2015 vol. 5 s. 73–139.

Greening – Turban 2000

Greening, Daniel – Turban, Daniel, 2000. Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business & Society*, 39(3): 254–280.

Hahlo 1982

Hahlo, H.R., 1982. Early Progenitors of the Modern Company. *The Juridical Review*, s. 139–160.

Hansmann 1996

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

Hansmann – Kraakman 2000

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

Hart 1995

Hart, Oliver, 1995. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford 1995. Clarendon Press.

Helaniemi – Kallunki – Niemelä 2003

Helaniemi, Erkki – Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko, 2003: *Optiot – Onni vai onnettomuus*. WSOY.

Helminen 2006

Helminen, Sakari, 2006. *Osakeyhtiön yhtiöjärjestys*. Talentum.

Hemmo 2003

Hemmo, Mika, 2003. *Sopimusoikeus II*. Talentum.

Hirvonen 2011

Hirvonen, Ari, 2011. *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja*.

Huttunen 2006

Huttunen, Allan, 2006. Ratkaisu KKO 2005:122 niin sanotun myrkkypillerin osalta. *Lakimies* 2006, s. 455–460.

Ilmonen 2021

Ilmonen, Klaus 2021. *Corporate Governance and Accountability in an Evolving Political Environment*. *European Business Law Review*, Volume 32, Issue 5.

Immonen – Villa 2019

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

Jackson 2009

Jackson, Tim 2011. *Prosperity without Growth: Economics for a Finite Planet*. Routledge.

Jegadeesh – Titman 1993

Jegadeesh, Narasimhan – Titman, Sheridan, 1993. *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*. *The Journal of Finance* 48(1), s. 65-91.

Jensen 2001

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

Jensen – Meckling 1976

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

Jiang – Koller 2007

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

Johnson ym. 2000

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

Kanda 1992

Kanda, Hideki, 1992. *Debt holders and Equity holders*. *Journal of Legal Studies* 21(2), s. 431–448.

Kahneman 2013

Kahneman, Daniel, 2013. *Thinking, fast and slow*. Penguin Books.

Kahneman – Tversky 1979

Kahneman, Daniel – Tversky, Amos, 1979. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica* 47(2), s. 263–292.

Kanniainen 1996

Kanniainen, Vesa, 1996. *Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies-agenttiteoria*. Teoksessa *Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle. Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*. Gaudeamus.

Kanniainen 2003

Kanniainen, Vesa, 2003. *Etiikka ja talous*. WSOY.

Kanniainen 2015

Kanniainen, Vesa, 2015. Yritysten yhteiskuntavastuun taloustiede. Books on Demand.

Karhu 2019

Karhu, Juha, 2019. Yhteiskuntavastuu varallisuus oikeuden järjestelmässä. Defensor Legis 2019/4, s. 419–429.

Keay 2008

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

Keay 2012

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

Keynes 1936

Keynes, John Maynard 1936. The General Theory of Employment and Money. Palgrave Macmillan.

Khatib 2015

Khatib, Kennan, 2015. The harms of the benefit corporation. American University Law Review 65, s. 151–189.

Koller – Goedhart – Wessels 2015

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

Kraakman ym. 2017

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

Kyläkallio 1987

Kyläkallio, Juhani, 1987. Osakeyhtiölaki ja käytäntö, 2. painos. Ekonomia.

Kyläkallio 2007

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

Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017

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

Kärki 2017

Kärki, Anssi, 2017. Benefit corporation – yhteiskuntavastuuseen sitoutuva osakeyhtiö. Liikjuridiikka 2/2017, s. 146–182.

La Porta ym. 1997

La Porta, Rafael – Lopez De Silanes, Florencio – Schleifer, Andrei – Vishny, Robert, 1997. Legal Determinants of External Finance. Journal of Finance 52(3), s. 1131-1150.

La Porta ym. 2002

La Porta, Rafael – Lopez De Silanes, Florencio – Schleifer, Andrei – Vishny, Robert, 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. Journal of Finance 57(3), s. 1147-1170.

Latouche 2006

Latouche, Serge 2006. The globe downshifted. Le Monde diplomatique.

Lautjärvi 2015

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

Lautjärvi 2017

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

Lucas – Sargent 1979

Lucas, Robert – Sargent, Thomas, 1978. After Keynesian Macroeconomics. Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis 3.

Lindholm – Storå 2010

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

Mackey – Sisodia 2014

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

Markowitz 1952

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

Marson – Ferris 2015

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

Michaely – Allen 2002

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

Millon 2015

Millon, David, 2015. Corporate social responsibility and environmental Sustainability. Teoksessa Richardson, Benjamin J. & Sjäffjell, Beate (eds.), Company Law and Sustainability – Legal Barriers and Opportunities, s. 35–78. Cambridge University Press.

Modigliani – Miller 1958

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

Modigliani – Miller 1961

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

Mähönen 2001

Mähönen, Jukka, 2001. Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Edita.

Mähönen 2009

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

Mähönen 2013

Mähönen, Jukka, 2013. ”Ei-taloudellinen informaatio ja Corporate Governance”. Defensor Legis 2013/4, s. 566–578.

Mähönen 2019

Mähönen, Jukka, 2019. Osuuskuntien ohjaaminen kestäväan liiketoimintaan: laki vai hallinnointikoodi, vai jotain muuta? Defensor Legis 2019/4, s. 443-461.

Mähönen – Sjäffjell 2014

Mähönen, Jukka – Sjäffjell, Beate 2014. Upgrading the Nordic corporate governance model for sustainable companies. University of Oslo Faculty of Law, Legal studies research paper series No. 2014-18.

Mähönen – Villa 2015

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

Mähönen – Villa 2019

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

Mähönen – Villa 2020

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, 2020. Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. Alma Talent.

Mäntysaari 2002

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

Mäntysaari 2013

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

Mäntysaari 2016

Mäntysaari, Petri, 2016. Osakeyhtiöoikeuden teoriasta. Julkaistu Edilexissä.

Nenova 2003

Nenova, Tatiana, 2003. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis. Journal of Financial Economics 68(3), s. 325–351.

Nkrumah 1965

Nkrumah, Kwame, 1965. Neo-Colonialism, the Last Stage of Imperialism. Thomas Nelson & Sons.

Nuolimaa 1994

Nuolimaa, Risto, 1994. Vastaväittäjän lausunto teoksesta Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Lakimies 1994, s. 1150–1169.

Nyström 2016

Nyström, Patrick, 2016. Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet. Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Nyström – Rajavuori 2014

Nyström, Patrik – Rajavuori, Mikko, 2014. Yritysvastuu ja yhtiön etu Arctia Shipping -tapauksen valossa. Lakimies 5/2014, s. 695–718.

Pargendler 2016

Pargendler, Mariana, 2016. The Corporate Governance Obsession. Journal of Corporation Law 42(2) 2016, s. 359–402.

Piketty 2016

Piketty, Thomas 2016 (alkuperäinen ilmestynyt 2013). Pääoma 2000-luvulla, 3. painos. Suomentanut Ollila, Marja – Tillman-Leino, Maarit – Jäntti, Markus. Into.

Porter – Kramer 2006

Porter, Michael – Kramer, Mark, 2006. Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. Harvard Business Review 84(12), s. 78–92.

Porter – Kramer 2011

Porter, Michael – Kramer, Mark, 2011. Creating Shared Value. Harvard Business Review, vol. 89(1/2), s. 62–77.

Posner 1992

Posner, Richard, 1992. Economic Analysis of Law. Fourth edition. Little, Brown and Company.

Pönkä 2012

Pönkä, Ville, 2012. Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Talentum.

Pönkä 2013a

Pönkä, Ville 2013. Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies 1/2013, s. 21–34.

Pönkä 2013b

Pönkä, Ville, 2013. Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. Lakimies 2/2013, s. 215–229.

Pöyhönen 1997

Pöyhönen, Juha, 1997. Kohti uutta varallisuus-oikeutta. Lakimies 1997, s. 527–560.

Rajaniemi – Villa 2004

Rajaniemi, Erkki – Villa, Seppo, 2004. Työeläkevakuutusyhtiöt ja Corporate Governance. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia IV, s. 157–191.

Rasinaho 2013

Rasinaho, Vesa, 2013. Yhtiön etu ja sen sivuuttaminen kokonaan omistetussa tytäryhtiössä. Defensor Legis 4/2013, s. 550–565.

Raworth 2017

Raworth, Kate, 2017. A Doughnut for the Anthropocene: humanity's compass in the 21st century. *The Lancet Planetary Health* 1(2).

Saarnilehto – Annola 2018

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

Salo 2015

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

Samuelsson 2005

Samuelsson, Per, 2005. On the Evolution of Corporate Forms. *University of Illinois Law Review* 2005, s. 15–29.

Savela 1997

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

Savela 1999

Savela, Ari, 1999. Hostile Takeovers and Directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union. Turun yliopiston Oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja.

Savela 2009

Savela, Ari, 2009. Osakeyhtiörikos ja -rikkomus. *Defensor Legis* 2009, s. 3–30.

Savela 2015

Savela, Ari 2015. Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Talentum.

Scherer – Palazzo 2011

Scherer, Andreas – Palazzo, Guido, 2011. The New Political Role of Business in a Globalized World: A Review of a New Perspective on CSR and its Implications for the Firm, Governance, and Democracy. *Journal of Management Studies* 48(4), s. 899-931.

af Schultén 2004

af Schultén, Gerhard, 2004 Osakeyhtiölain kommentaari II. Talentum.

Schumpeter 1939

Schumpeter, Joseph, 1939. Business Cycles: a Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. McGraw-Hill Book Company.

Sharpe 1964

Sharpe, William, 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance* 19(3), s. 433–434.

Sharpe 1966

Sharpe, William 1966. Mutual fund performance. *The Journal of Business* 39(1), s. 119-138. The University of Chicago Press.

Shleifer – Vishny 1997

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

Sillanpää 1994

Sillanpää, Matti, 1994. Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Sjåffjell 2009

Sjåffjell, Beate, 2009. Towards a sustainable European company law: a normative analysis of the objectives of EU law, with takeover directive as a test case. The Netherlands: Kluwer Law.

Sjåffjell – Richardson 2015

Sjåffjell, Beate – Richardson, Benjamin, 2015. Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities. Cambridge: Cambridge University Press.

Skog 2015

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

Sorsa 2010

Sorsa, Kaisa, 2010. Itsesääntely ja yhteiskuntavastuu. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja 45/2010.

Stout 2012

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

Sunder 2002

Sunder, Shyam, 2002. Regulatory Competition among Accounting Standards within and across International Boundaries. *Journal of Accounting and Public Policy* 21(3), s. 219–234.

Taxell 1963

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

Thaler – Sunstein 2008

Thaler, Richard – Sunstein, Cass, 2008. Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness. Penguin Books.

Thomsen 2001

Thomsen, Steen, 2001. Business Ethics as Corporate Governance. *European Journal of Law and Economics* 2001, s. 153–164.

Timonen 1997

Timonen, Pekka, 1997. Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely.

Timonen 2000

Timonen, Pekka, 2000 Corporate governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Lakimiesliiton kustannus.

Titman – Wessels 1988

Titman, Sheridan – Wessels, Roberto, 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* 43(1), s. 1–19.

Toiviainen 1995

Toiviainen, Heikki, 1995. Osakeyhtiön johtajan ja tilintarkastajan vastuusta III. *Lakimies* 1995, s. 261–291.

Toiviainen 2004

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

Tolonen 1974

Tolonen, Juha, 1974. Der allgemeine Erklärungshintergrund der wirtschaftlichen Ordnung und seine Anwendung auf das Aktiengesellschaftsrecht. Rechtsvergleichende Untersuchung. Suomalainen Tiedeakatemia.

Turtiainen 2004

Turtiainen, Matti, 2004. Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita.

Vahtera 2011

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

Vahtera 2012

Vahtera, Veikko, 2012, Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa. *Lakimies* 7–8/2012, s. 1048–1069.

Vanhala ym. 2022

Vanhala, Anne – Ristaniemi, Michael – Dahlqvist, Meri – Heasman, Lia – Kumpula, Anne – Lautjärvi, Kari – Lehtonen Anna-Ilona – Malminen, Toni – Mähönen, Jukka – Rajavuori, Mikko – Salminen, Jaakko – Turunen, Topi – Viljanen, Mika – Wasastjerna, Maria – Wuolijoki, Sakari 2022. Yritysvastuu & oikeus. Kauppakamari.

Villa 2003a

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

Villa 2003b

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

Villa 2018

Villa, Seppo, 2018. Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö, 5. painos. Alma Talent.

Villa 2020

Villa, Seppo, 2020. Hallituksen ja toimitusjohtajan oikeudet ja vastuu osakeyhtiössä. Kauppakamari.

Williamson 1984

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

Yockey 2014

Yockey, Joseph, 2014. Does social enterprise law matter? University of Iowa Legal Studies Paper Series. 2014 no. 14–06.

Oikeuskäytäntö

Korkein hallinto-oikeus

KHO 2014:33

KHO 2016:18

Korkein oikeus

KKO 1982 II 191

KKO 1991:46

KKO 1991:122

KKO 1991:123

KKO 1991:186

KKO 1996:2

KKO 1997:17

KKO 2000:69

KKO 2003:33

KKO 2005:122

KKO 2006:90

KKO 2009:45

KKO 2011:2

KKO 2014:65

KKO 2015:17

KKO 2015:104

KKO 2015:105

KKO 2016:58

KKO 2018:19

KKO 2020:99

Supreme Court of Delaware

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

eBay Domestic Holdings, Inc. v Newmark (16 A.3d 1 [Del. Ch. 2010])

Grobov v. Perot, 539 (A.2d 180 [Del. 1988])

Puma v. Marriot, (283 A.2d 693 [Del. 1971])

Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings (506 A.2d 173 [Del. 1986])

Sinclair Oil Corporation v. Levien (280 A.2d 717 [Del. 1971])

Supreme Court of Michigan

Dodge v. Ford Motor Company (204 N.W. 668 [Mich. 1919])

Viralliset lähteet

Euroopan unioni

KOM[2011] 681

Euroopan komission yritysten yhteiskuntavastuuta koskeva EU:n strategia vuosiksi 2011–2014.

Suomi

HE 27/1977 vp.

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 27/1977 vp.

HE 109/2005 vp.

Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 109/2005 vp.

VM yhtiöittämisen periaatteet valtiolla 2018

Valtiovarainministeriö, Yhtiöittämisen periaatteet valtiolla, Esiselvitys 30.1.2018.

VN kolumni 30.3.2020

Valtioneuvoston kolumni 30.3.2020. Ministeri Tuppurainen: Kestävää omistajaohjausta – valtion äänestyspäätös Fortumin yhtiökokouksessa yhtiöjärjestyksen muuttamisesta [<https://valtioneuvosto.fi/-/10616/ministeri-tuppurainen-kestavaa-omistajaohjausta-valuation-aaanestyspaatos-fortumin-yhtiokokouksessa-yhtiöjarjestyksen-muuttamisesta>]

VN 2020:39

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

Yhdistynyt Kuningaskunta

UK CCG 1997

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

UK Companies Act Explanatory Notes

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

Muut lähteet

Amazon.com's letter to shareholders 1997.

[https://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/reports/Shareholderletter97.pdf]

BlackRock, Larry Fink's Letter to CEOs 2020

[<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>]

Business Roundtable 19.8.2019

Business Roundtable, Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans', 19.8.2019.

[<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans/>]

Euro & talous 4/2017

Euro & talous, 2017. Tuottavuuden heikko kehitys hidastaa maailmantaloutta. Euro & Talous 4/2017, 28.9.2017. [<https://www.eurojatalous.fi/fi/2017/4/tuottavuuden-heikko-kehitys-hidastaa-maailmantaloutta/>]

Financial Times 16.9.2019

Financial Times, FT sets the agenda with new brand platform, 16.9.2019.

[<https://aboutus.ft.com/en-gb/announcements/ft-sets-the-agenda-with-new-brandplatform/>]

Finnairin hallituksen ehdotukset yhtiökokoukselle 2020

Finnair Oyj:n hallituksen ehdotukset 29.5.2020 pidettävälle varsinaiselle yhtiökokoukselle

[<https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/agm/2020/2hallituksen-ehdotukset-29-5-2020-yhtikokoukselle.pdf>]

Finnairin luettelo suurimmista osakkeenomistajista

[<https://investors.finnair.com/fi/shareholders>]

Finnairin yhtiöjärjestys 2020

Finnair Oyj:n yhtiöjärjestys 15.6.2020 [<https://investors.finnair.com/fi/governance/articles-of-association>]

Fortumin luettelo suurimmista osakkeenomistajista

[<https://www.fortum.fi/tietoa-meista/sijoittajille/osaketietoa/suurimmat-osakkeenomistajat>]

Fortumin pörssitiedote 2020

Fortum Oyj:n pörssitiedote 24.2.2020 klo 11.30

[<https://www.fortum.fi/media/2020/02/fortumin-hallituksen-lausunto-osakkeenomistaja-wwf-suomen-ehdotuksesta-yhtion-yhtiojarjestyksen-muuttamiseksi>]

Fortumin yhtiökokouksen pöytäkirja 2020

Fortum Oyj:n vuoden 2020 varsinaisen yhtiökokouksen pöytäkirja

[<https://www.fortum.fi/media/21008/download>]

Global Sustainability Study 2021

Simon – Kucher & Partners, Global Sustainability Study 2021. [https://www.simon-kucher.com/sites/default/files/studies/Simon-Kucher_Global_Sustainability_Study_2021.pdf]

Osuuspankin suuryritystutkimus 2019

[<https://www.op.fi/documents/20556/27641318/OP+Suuryritystutkimus+2019/c5fa1606-9f27-0449-4a8b-b041bc17e9f3>]

Osuuspankin suuryritystutkimus 2022

[<https://www.op.fi/documents/20556/37894072/OP+Suuryritystutkimus+2022/79a2a97d-f199-15c9-e0a6-72f86140c603>]

Sitra 2013

Sitra. Kestämätön käy kalliiksi. 10 teesiä kestävään talouteen. Kestävä talous -foorumin loppuraportti 2013.

The Guardian 13.10.2019

The Guardian, Firms ignoring climate crisis will go bankrupt, says Mark Carney, 13.10.2019.

[<https://www.theguardian.com/environment/2019/oct/13/firms-ignoring-climatecrisis-bankrupt-mark-carney-bank-england-governor>]

Tilastokeskus, Yrityksen rakenne- ja tilinpäätöstilasto 2021

[<https://www.tilastokeskus.fi/tilasto/yrti>]

Vaalitutkimus 2019

[<https://www.vaalitutkimus.fi/report/raportti/puolueiden-aanestajat/>]

WWF-lehti 2/2020

WWF-lehti 2/2020, Yhdellä osakkeella ilmastotekoja.

[https://wwf.fi/app/uploads/6/v/8/zu317i147281svx7z8bqhs/wwf_lehti_2_20_web.pdf]

1 Johdanto

Yhteiskuntavastuu on teema, jota voidaan perustellusti pitää modernin osakeyhtiöoikeuden tärkeimpänä yksittäisenä ratkaistavana asiana.¹ Monet maat ovat kehittäneet omaa yhteiskuntavastuuta koskevaa lainsäädäntöä ja myös EU:ssa on vaihtelevalla menestyksellä pyritty kehittämään yhteistä doktriinia yhteiskuntavastuun toteuttamiseksi.

Yhteiskuntavastuun merkityksestä huolimatta, sillä ei ole yhtä yhtenäistä määritelmää.² Suomessa esimerkiksi Mähönen ja Villa ovat määritelleet yhteiskuntavastuun yrityksen taloudelliseksi, sosiaaliseksi ja ympäristölliseksi vastuuksi yhteiskuntaa kohtaan.³ Käsitettä voidaan pitää perusteltuna, sillä Euroopan komissio on määritellyt yhteiskuntavastuun yhtiön vastuuna omista yhteiskunnallisista vaikutuksistaan ja Euroopan Unionin taksonomia-asetuksella mitataan juuri yhtiön ympäristöllisiä ja sosiaalisia vaikutuksia sekä yhtiön hallinnointia.⁴ Yhdysvalloissa viitataan usein *triple bottom line* -käsitteeseen (*people, planet and profit*)⁵, jonka Mähösen ja Villan käsite kattaa myös hyvin.

Yhtiöt kokevat suurta painetta vastuulliseen liiketoimintaan monelta eri sektorilta. Asiakkaat preferoivat vastuullisten yhtiöiden tuotteita ja palveluita, sijoittajat rahoittavat mieluummin vastuullisesti toimivia yrityksiä ja työntekijät haluavat työskennellä vastuullisessa yrityksessä - vastuullisuudesta on tullut kannattavaa.⁶ Suomalaiset yhtiöt ovat tähän kansainväliseen kehitykseen reagoineet, josta kertoo esimerkiksi Osuuspankin vuosittain teettämä suuryritystutkimus. Vuoden 2022 tutkimuksessa 75,6 prosenttia suuryritysten johtajista katsoi, että heidän tehtävänä on ratkaista myös yhteiskunnallisia ongelmia.⁷ Saman kyselyn tulos vuoden 2018 tutkimuksessa oli vain 56 prosenttia.⁸ Lisäksi vuoden 2022 tutkimuksessa johtajista 69,8 prosenttia katsoi yrityksensä olevan valmis tekemään vastuullisia ratkaisuja, jotka vaikuttavat negatiivisesti yhtiön kasvuun ja 79,9 prosenttia vastuullisia ratkaisuja, jotka vaikuttavat negatiivisesti yhtiön kannattavuuteen.

¹ Karhu (ent. Pöyhönen) on todennut yhteiskuntavastuun oikeudellistumisen 2000-luvun keskeisimmiksi juridisiksi haasteiksi. Karhu 2019, s. 428.

² Toiviainen 2004, s. 408–410.

³ Mähönen – Villa 2015, s. 332.

⁴ KOM[2011] 681, s. 7.

⁵ *Triple bottom line* -käsitteestä tarkemmin katso Elkington 2004.

⁶ Katso esimerkiksi Clark – Vranka 2013 s. 2–5 sekä siellä viitatus lähteet ja Chen – Kelly 2015. Kuluttajista tarkemmin katso Yockey 2014, s. 22 ja Global Sustainability Study 2021. Sijoittajista tarkemmin katso Geczy ym., s. 129 ja Vanhala ym. s. 292. Työntekijöistä tarkemmin Greening – Turban 2000.

⁷ Osuuspankin suuryritystutkimus 2022, s. 35.

⁸ Osuuspankin suuryritystutkimus 2019, s. 18.

Osuuspankin tutkimustuloksissa on nähtävissä selkeä trendi vastuullisuuskysymysten merkityksen kasvussa. Suuryritykset ovat jopa valmiita uhraamaan voittoja vastuullisuuden nimissä. Tulokset antavat kuvan yrityksistä hyväntekijöinä, joka ei mielestäni kuitenkaan pidä paikkaansa. Monet yritykset näkevät vastuullisuuden tätä nykyä mahdollisuutena tuottaa voittoja, eivätkä vain kulueränä johtuen kuluttajien ja sijoittajien muuttuneista arvoista. Lisäksi rahoituksen saanti edellyttää enemmässä määrin vastuullista toimintaa. Esimerkkinä rahoittajien kasvaneesta paineesta voidaan mainita maailman suurimman rahastoyhtiön *BlackRockin* toimitusjohtaja Larry Finkin avoin kirje portfolioyhtiöiden toimitusjohtajille, jossa hän kertoi *BlackRockin* asettaneen kestävyuden keskeiseksi osaksi sijoituspolitiikkaansa.⁹ Tuloksiin voidaan siis suhtautua kriittisesti katsomalla, että yritykset ovat vain reagoineet nopeaan yhteiskunnalliseen kehitykseen ja asiakkailta, työntekijöiltä ja sijoittajilta tulleeseen paineeseen. Suuryritykset saattavat olla valmiita karsimaan nopeasta kasvusta ja tuotoista parantaakseen yrityksen mahdollisuuksia pärjätä kilpailussa myös tulevaisuudessa ja ehkäisemään mahdollisia mainehaittoja.

Osa sijoittajista ei ole tyytynyt vain niin sanotusti äänestämään jaloillaan koskien yhtiön vastuullisuutta, vaan nykyään voidaankin puhua jo sijoittaja-aktivismista. Esimerkkinä kansainvälisestä sijoittaja-aktivismista voidaan mainita sijoittajayhteisö *Climate Action 100+*, joka pyrkii painostamaan yrityksiä toimimaan vastuullisemmin ja minimoimaan erityisesti yhtiöiden ympäristöllisiä vaikutuksia. Osakkeenomistaja-aktivismi on rantautunut myös Suomeen ja yksi vaikutustavoista on noussut myös mediassa otsikoihin, eli pyrkimys vaikuttaa osakeyhtiön tarkoitukseen ja toimialaan yhtiökokouksessa.

Tämän tutkielman inspiraationa ovat toimineet erityisesti yhtiön johdon ja osakkeenomistajien pyrkimykset vaikuttaa Finnairin ja Fortumin yhtiökokouksissa kyseisten yhtiöiden vastuullisuuteen.¹⁰ Pyrkimykset vaikuttaa nostavat esiin kysymyksen, miten nykyinen osakeyhtiölainsäädäntö mahdollistaa vastuullisuuden kehittämisen. Onko nopea yhteiskunnallinen kehitys ja kansainvälinen ongelma ilmastonmuutoksesta saanut aikaan sen, että osakeyhtiölainsäädäntö on jäänyt kehityksestä jälkeen? Pitävätkö suuryritysten johtajien puheet todella paikkansa ja voivatko he edes toimia vastuullisuutta edistävällä tavalla, mikäli ratkaisut vaikuttavat negatiivisesti yhtiön kasvuun ja/tai kannattavuuteen?

⁹ BlackRock, Larry Fink's Letter to CEOs 2020.

¹⁰ Finnairin hallituksen ehdotukset yhtiökokoukselle 2020 ja Fortumin yhtiökokouksen pöytäkirja 2020.

1.1 Osakeyhtiöinstituutti murroksessa?

1.1.1 Osakeyhtiön perustukset

Aluksi on tärkeää tarkastella osakeyhtiön perustuksia, jotta voidaan tarkastella yhteiskuntavastuun lisäämistä osaksi osakeyhtiön toimintaa. Osakeyhtiö tulisi nähdä ensisijaisesti keinona rahoittaa liiketoimintaa. Osakeyhtiö toteuttaa kapitalismille ominaista yksityisomistusta luomalla mallin kerätä laajalta määrältä ihmisiä rahoitusta pienellä riskillä. Osakeyhtiömuodosta yritysmuotona voidaan nostaa viisi yleistä ja keskeistä tunnuspiirrettä¹¹, jotka palvelevat yritystoiminnan rahoituksen mielekkyyttä ja rahoittajien erilaisia intressejä. Tunnuspiirteet ovat kansainvälisiä, sillä ne ovat havaittavissa lähes sellaisinaan eri oikeusjärjestelmien osakeyhtiömuodoissa.

Ensimmäinen tunnuspiirteenä voidaan mainita oikeushenkilöllisyys.¹² Itsenäinen oikeushenkilöllisyys tarkoittaa ensinnäkin sitä, että osakeyhtiö omistaa itse oman varallisuutensa.¹³ Tästä johtuen yhtiön osakkeenomistajat eivät voi myydä yhtiön omistuksia lunastaakseen tekemäänsä sijoitusta takaisin velkojien kustannuksella. Tämä suojelee yhtiön toiminnan jatkuvuutta (*going concern*), kun yhtiön toiminta jatkuu omistajien vaihtuessa, eikä ole riippuvainen osakkeenomistajien taloudellisesta asemasta tai intressistä.¹⁴ Tämä vähentää velkojien riskiä, joka taas tekee rahoituksen saannista osakeyhtiölle helpompaa ja edullisempaa. Oikeushenkilöllisyys merkitsee myös oikeustoimikelpoisuutta. Yhtiön edustajat voivat määrätä yhtiön velvollisuuksista ja velvollisuuksista sitovasti.

Toinen tunnuspiirre, osakkeenomistajien rajoitettu vastuu, liittyy vahvasti oikeushenkilöllisyyteen.¹⁵ Osakkeenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti yhtiön tekemistä sitoumuksista ja heidän taloudellinen riskinsä rajoittuu sijoitettuun pääomaan, eli osakkeiden arvon menetykseen (osakkeenomistajien rajoitettu vastuu).¹⁶ Tämä on jälleen yksi syy, miksi osakeyhtiö on yritysmuotona suosittu, sillä ilman tätä tunnuspiirrettä sijoittajien riski kasvaisi huomattavasti ja erityisesti kasvuyhtiöiden voisi olla hyvinkin haastavaa saada rahoitusta. Rajoitetun vastuun puuttuminen johtaisi myös passiivisen sijoittamisen vähenemiseen tai

¹¹ Kraakman ym. 2017, s. 5–15.

¹² Katso esimerkiksi Mähönen – Villa 2015, s. 281–289 sekä Kraakman ym. 2017, s. 5–8. Joidenkin tunnuspiirteiden puuttuminen ei tarkoita, etteikö kyseessä olisi osakeyhtiö.

¹³ Villa 2018, s. 34. Katso myös Caselius - Heikonen 1974, s. 14.

¹⁴ Myös verojenjakosäännökset suojelevat yhtiön toiminnan jatkuvuutta. Posner 1992, s. 393.

¹⁵ Vertaa Toiviainen 1995, s. 275.

¹⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 16.

loppumiseen, sillä riskin rajaamiseksi osakkeenomistajien täytyisi osallistua aktiivisesti yhtiön hallintoon. Osakeyhtiömuodon riskin tehokas jakaminen useiden sijoittajien välillä on katsottu myös mahdollistaneen uusien innovaatioiden syntymisen.¹⁷

Osakkeenomistajien rajoitettu vastuu on luonut perustan tärkeille taloustieteellisille teorioille. Markowitzin esittelemän portfolioteorian keskeinen idea on pienentää sijoitussalkkuun sisältyvää riskiä hajauttamalla sijoitettu pääoma erilaisiin kohteisiin ja valitsemalla kussakin sijoituskohteessa, kuten osakkeissa, useita erilaisia vaihtoehtoja.¹⁸ Osakesijoittamisessa tehokas hajauttaminen voidaan tehdä esimerkiksi maantieteellisin tai toimialallisin perustein. Portfolioteoria on tärkeä osa osakkeiden hinnanmuodostusta, sillä hajauttamalla voidaan suojautua yrityskohtaiselta riskiltä ja siten maksimoida osakesalkun riski-tuotto -suhde (ns. tehokas rintama). Rahoitusteoriassa tavoitteena on nimenomaisesti mahdollisimman korkea tuotto riskiin nähden, eikä hakea vain mahdollisimman korkeaa tuottoa korkealla riskillä.¹⁹ Tämäkin selittää osittain osakeyhtiömuodon suosiota, sillä hajauttaminen eri yhtiöiden osakkeisiin on mahdollista pienelläkin pääomalla. Sijoittaja ei voisi pienentää sijoituskohtaista riskiä, jos tiettyyn kohteeseen sijoittaminen vaatisi kaiken sijoitettavan pääoman sitomisen.

Kolmas tunnusmerkki on osakkeiden vaihdannan vapaus. Osakkeiden luovutuskelpoisuus voidaan nähdä vastineena yhtiön likvidaatiosuojalle. Kun osakkeenomistajat eivät voi realisoida sijoitustaan myymällä yhtiön omaisuutta, tulee heille olla mahdollisuus realisoida omistamansa osakkeet käypään hintaan. Luovutuskelpoisuus suojelee siten yhtiön toiminnan jatkuvuutta (*going concern*) ja vapaa luovutuskelpoisuus on edellytys sille, että osake voidaan ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi, eli esimerkiksi listata pörssiin.²⁰ Yksityisissä osakeyhtiöissä vapaata luovutettavuutta voidaan rajoittaa rekisteröityihin osakeyhtiöihin Suomen lain mukaan sovellettavan osakeyhtiölain (osakeyhtiölaki 624/2006 muutoksineen, jäljempänä ”OYL”) 3:6 §:n mukaisella lunastuslausekkeella ja 3:7 §:n mukaisella suostumuslausekkeella. Vapaata luovutettavuutta voidaan katsoa rajoittavan lisäksi yhtiöjärjestyksessä tiukennetut lunastusvelvollisuuslausekkeet, eli ns. myrkkypillerit.²¹

Neljännellä tunnusmerkillä, eli yhtiön sisäisellä toimivallanjaolla, tarkoitetaan yhtiön johdon ja omistuksen erottamista toisistaan.²² Osakkeenomistajat valitsevat yhtiön hallituksen

¹⁷ Kanniainen 2015.

¹⁸ Markowitz 1952.

¹⁹ Sharpen luvulla verrataan sijoittajan menestymistä verrattuna hänen ottamaansa riskiin. Se vertaa sijoitukselta odotettua ylituottoa verrattuna tuoton volatilitettiin, eli kuinka paljon enemmän sijoitus on tuottanut verrattuna riskittömään talletukseen yhtä volatilititeettiprosenttia kohti. Positiivinen Sharpen luku kertoo, että riskinotto on ollut kannattavaa. Sharpe 1966. Katso myös Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 182–187 ja Vahtera 2011, s. 184.

²⁰ Nasdaq OMX Helsinki Oy:n 1.7.2013 voimaan tulleiden pörssin sääntöjen 2.2.3.3 säännön mukaan osakkeen pörssilistalle ottamisen edellytyksenä on, että osakkeet ovat vapaasti luovutettavissa.

²¹ Myrkkypillereistä katso Mähönen – Villa 2020 s. 254–257 ja KKO 2005:122. Katso myös Timonen 1997, s. 303 ja Nuolimaa 1994, s. 1162–1163, Huttunen 2006, s. 457–460 ja vertaa Sillanpää 1994, s. 130–137.

²² Katso esimerkiksi Shleifer – Vishny 1997, s. 740–748 ja Mähönen – Villa 2015, s. 240–254.

yhtiökokouksessa, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä, että hallintoneuvosto valitsee jäsenet (OYL 6:9 §). Yhtiötä edustaa siis hallitus ja johto, jotka päättävät yhtiön toiminnan kannalta olennaisista asioista, kuten yhtiön strategiasta. Osakkeenomistajista puhuminen yhtiön omistajina on hieman harhaanjohtavaa, sillä heillä ei ole oikeutta yhtiön omaisuuteen, he eivät vastaa yhtiön sitoumuksista muutoin kuin sijoittamallaan pääomalla, eikä heillä ole oikeutta edustaa yhtiötä. Osakkeenomistajat omistavat yhtiön osakkeita, jotka tuottavat tiettyjä oikeuksia. Toisaalta osakkeenomistajilla on viimesijainen kontrollioikeus ja oikeus yhtiön nettovarallisuuteen (residuaaliasema).²³

Viides tunnusmerkki, eli yhtiön sisäinen toimivallan jako, on seurausta johdon ja omistuksen erottamisesta.²⁴ Osakkeenomistajilla on oikeus yhtiön varallisuuteen vasta velkojen maksun jälkeen ja velkojansuojaan kuuluvan tasetestin ja maksukykyisyydestin mukaisesti, joten osakkeenomistajat kantavat tässä mielessä suurimman riskin. Tästä johtuen on loogista, että johto toimii osakkeenomistajien (päämiehen) asiamiehenä (agenttina) ja pyrkii maksimoimaan osakkeenomistajien tekemän sijoituksen.²⁵ Osakkeenomistajilla on siis suurin intressi maksimoida yhtiön tulos, jonka vuoksi on järkevää, että osakkeenomistajat myös valitsevat yhtiön hallituksen. Päämies-agentti-asetelma on jälleen yksi syy osakeyhtiömuodon suosiolle. Asetelma tekee passiivisesta sijoittamisesta mahdollisen, sillä osakkeenomistajien ei tarvitse aktiivisesti osallistua yhtiön päätöksentekoon. Tämä tekee myös portfolioteoriasta mahdollisen ja yhtiöiden on mahdollista saada rahoitusta suurelta määrältä sijoittajia, kun sijoittajat eivät joudu keskittymään vain yhteen tai muutamaaan osakeyhtiöön sijoituksensa riskin minimoimiseksi.

Päämies-agentti-asetelmasta seuraa ns. päämies-agentti-ongelma, eli tiedon epäsymmetria. Johdolla on selkeä etulyöntiasema informaation osalta, eikä osakkeenomistajilla ole täyttä varmuutta siten siitä, toimiiko johto tosiasiaa heidän etunsa mukaisesti. Tästä seuraa johdon insentiivi toimia omien etujensa mukaisesti osakkeenomistajien kustannuksella.²⁶ Osakeyhtiöoikeudella ja erilaisilla johdon kannustinjärjestelmillä pyritään estämään johdon opportunistinen käyttäytyminen ja yhdenmukaistamaan osakkeenomistajien ja johdon etuja.²⁷ Osakkeenomistajien ja johdon välinen asetelma ei ole ainoa päämies-agentti-asetelma osakeyhtiössä. Muut ovat velkojan ja yhtiön / osakkeenomistajien ja enemmistöosakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajan välinen asetelma. Velkojan

²³ Osakeyhtiötä ei voi omistaa esineoikeudellisessa mielessä. Se omistaa itse oman varallisuutensa, on itsenäinen oikeushenkilö ja oikeustoimikelpoinen, eikä omistuksen kohde. Osakkeenomistajat omistavat osakkeita, jotka tuottavat tiettyjä oikeuksia yhtiössä. Katso Mähönen – Villa 2015, s. 205 ja Kraakman ym. 2017, s. 5–6.

²⁴ Lisäksi OYL määrittelee esimerkiksi tilintarkastajan toimivallan.

²⁵ Tarkemmin päämies-agentti-asetelmasta katso Mähönen – Villa 2015, s. 365–372.

²⁶ Shleifer – Vishny 1997, s. 742–744.

²⁷ Kannustinjärjestelmistä tarkemmin Helaniemi – Kallunki - Niemelä. 2003, erityisesti s. 19 ja Kanninen 1996.

ja osakkeenomistajan intressit ovat jokseenkin erilaiset. Velkojan intressissä on yhtiön toiminnan jatkuminen (*going concern*), kun taas osakkeenomistajat ovat usein valmiita ottamaan enemmän riskiä suuremman voiton saamiseksi. Velkoja ei siis lähtökohtaisesti hyödy suuremman riskin johdosta saadusta suuremmasta voitosta, jolloin velkojan intressissä on ylimääräisen riskin minimoiminen.

OYL:ssa keskeinen merkitys on lain ensimmäisen luvun periaatteilla, johon muun muassa osakeyhtiön tunnuspiirteet on otettu osaksi. Periaatteet ohjaavat lain tulkintaa ja niiden avulla pyritään ratkaisemaan tilanteet, joihin laki ei anna suoraa vastausta.²⁸ Erityisesti liiketoimien OYL:n mukaisuuden arviointi perustuu pitkälti OYL:n periaatteisiin. Keskeisiä periaatteita liiketoiminnan arvioimisen kannalta ovat OYL 1:5 §:n mukainen yhtiön toiminnan tarkoitus ja OYL 1:8 §:n mukainen johdon velvollisuus edistää yhtiön etua. OYL 1:5 §:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä. OYL 1:8 §:n mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua.

OYL 1:8 §:n yhtiön edun voidaan lähtökohtaisesti katsoa tarkoittavan OYL 1:5 §:n mukaista voitontuottamista osakkeenomistajille.²⁹ OYL:n esitöissä on kuitenkin täsmennetty voitontuottamistarkoista ja johdon velvollisuutta edistää yhtiön etua: voittoa tulee pyrkiä tuottamaan osakkeenomistajille pitkällä aikavälillä.³⁰ Esitöiden täsmennyksen vuoksi OYL:n määritelmän voitontuottamisesta voidaan katsoa ilmentävän Martin C. Jensenin valistunutta arvonmaksimointia (*enlightened value maximization*)³¹, jolla tarkoitetaan velvollisuutta ottaa yhtiön toiminnassa huomioon yhtiön sidosryhmien intressit yhtiön pitkäaikaisen markkina-arvon maksimoimiseksi.³²

Tunnusmerkkien määrästä on erilaisia tulkintoja oikeuskirjallisuudessa eri kirjoittajien välillä Suomessa³³ sekä ulkomailla.³⁴ Osakeyhtiön tunnuspiirteinä on pidetty edellä mainittujen lisäksi esimerkiksi päätösten tekoa osake-enemmistöllä, voitontuottamistarkoitusta ja osakkeenomistajien oikeutta voittoon.³⁵ Kuten monet muutkin osakeyhtiön tunnuspiirteet, ovat edellä mainitut pääsääntöinä yleisiä osakeyhtiöissä, mutta tahdonvaltaisia eli niistä voidaan sopia toisin. Lisäksi päätösten teko osake-enemmistöllä sisältää poikkeuksia, sillä tiettyihin päätöksiin vaaditaan määräenemmistö (kaksi kolmasosaa annetuista äänistä) tai kaikkien osakkeenomistajien suostumus, jonka lisäksi

²⁸ HE 109/2005 vp., s. 36–37.

²⁹ Pönkä 2013a, s. 22, ja siinä viitattu kirjallisuus. Suurin osa osakeyhtiöistä perustetaan juuri voitontuottamistarkoituksessa. Katso Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 28. Myös maailmanlaajuisesti osakeyhtiöt ovat taipuvaisia omaksumaan lainsäädännön tarjoamat olettasäännökset toimintansa perustaksi. Katso Kraakman ym. 2017, s. 20.

³⁰ HE 109/2005 vp., s. 39.

³¹ Jensen 2001, s. 16.

³² Bénabou – Tirole 2010, s. 2.

³³ Katso esimerkiksi Tolonen 1974, s. 91 ja Kyläkallio 1987, s. 26–29.

³⁴ Katso esimerkiksi Clark 1986 s. 2, Bergström – Samuelsson 1997, s. 48 ja Kraakman ym. 2004, s. 5.

³⁵ Katso esimerkiksi Mäntysaari 2016, s. 163 ja Mähönen – Villa 2015, s. 32–43.

yhtiöllä voi olla erilaisia osakesarjoja, jotka tuottavat erilaisia oikeuksia esimerkiksi äänimäärään ja voitonjakoon. Mahdollista on myös, että osake on äänivallaton tai ei tuota ollenkaan oikeuksia voitonjakoon ja yhtiöllä voi myös olla muu tarkoitus kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Historiallisesti myös osakepääomaa on pidetty osakeyhtiön tunnuspiirteenä, mutta se ei ole enää yksityisille yrityksille pakollinen ja on ylipäätään menettänyt merkitystään.³⁶

1.1.2 Kapitalismin kritiikistä voitontuottamistarkoituksen kritiikkiin

Yhtenä osakeyhtiöinstituutin peruspilarina voidaan pitää kapitalismia, jolle koko osakeyhtiölakia määrittävät periaatteet myös paljolti perustuvat. Kapitalismi on kuitenkin saanut osakseen kritiikkiä, eivätkä kaikki pidä loputonta talouskasvua erityisesti kehittyneissä länsimaissa enää tavoiteltavana päämääränä tai ylipäätään tulevaisuudessa mahdollisena. Yhtiöiden voitontuottamistarkoituksen on katsottu ohjaavan yhtiöitä ajamaan osakkeenomistajien etua lyhytnäköisellä päätöksenteolla yhteiskunnan kustannuksella.³⁷

Thomas Piketty on paljon huomiota saaneessa teoksessaan *Pääoma 2020-luvulla* arvostellut kapitalismin aiheuttamia tuloeroja ja väittänyt, ettei työtä tekemällä voi enää rikastua, sillä varallisuus kertyy pienelle joukolle ihmisiä erilaisina pääomatuloina. Taloudellisen eriarvoisuuden kasvamisen Piketty näkee jopa tulevaisuudessa uhkana demokratialle.³⁸ Pikettyyn teoriaa tukee se, että tilanteeseen on tuskin tulossa muutosta, sillä työn tuottavuuden kasvu on hidastunut viimeisen viidenkymmenen vuoden aikana kehittyneissä talouksissa.³⁹ Tuottavuuden kehityksen lasku tekee ainakin merkittävistä palkankorotuksista lähes mahdottomia myös tulevaisuudessa ilman uusia tuottavuutta huomattavasti parantavia innovaatioita.

Kapitalismia on kritisoitu paljolti sen vuoksi, että jatkuva talouskasvu ja voitontavoittelu on aiheuttanut suuren osan yhteiskunnassa esiintyvistä taloudellisista, ympäristöllisistä ja sosiaalisista ongelmista. Kasvukritiikki kiihtyi 2010-luvun alussa, kun taloustieteilijä Serge Latouche argumentoi, että tuotannon määrää tulisi laskea, jotta planeetan resurssien käyttö palaisi kestäväälle tasolle.⁴⁰ Samoihin aikoihin toinen taloustieteilijä Tim Jackson on paljon huomiota saaneessa kirjassaan *Hyvinvointia ilman kasvua* katsonut, ettei talouskasvu edistä enää tietyn pisteen jälkeen ihmisten hyvinvointia.⁴¹ Suomen kaltaisessa kehittyneessä

³⁶ Osakeyhtiön tunnuspiirteiden historiasta katso Hahlo 1982.

³⁷ Katso esimerkiksi French – Mayson – Ryan 2016, s. 31–32 ja siinä viitatus lähteet.

³⁸ Piketty 2016, erityisesti s. 35–36.

³⁹ Euro & talous 4/2017.

⁴⁰ Latouche 2006.

⁴¹ Jackson 2009, erityisesti s. 17–33.

yhteiskunnassa voidaankin kyseenalaistaa se, lisäksi esimerkiksi pari vuotta uudempi auto tosiasiassa ihmisen henkistä hyvinvointia.

Myös yritykset sekä media ovat erityisesti viime vuosina huomioineet ja keskustelleet kapitalismin aiheuttamista ongelmista. Kriitikki on viime vuosina kohdistunut erityisesti yhtiön toiminnan tarkoitukseen. Yhdysvaltalaisen yritysten johtajat, niin sanottu *Business Roundtable*, antoi vuonna 2019 yrityksen hallinnointia koskevissa periaatteissaan kannanoton yhtiön toiminnan tarkoituksen uudistamisesta: yritykset sitoutuvat luomaan arvoa asiakkailleen, panostamaan työntekijöidensä hyvinvointiin ja koulutukseen, kohtelemaan toimittajiaan oikeudenmukaisesti ja eettisesti, tukemaan yritysten toimintaympäristöön läheisesti liittyviä paikallisia yhteisöjä sekä luomaan pitkäaikaista omistaja-arvoa.⁴² Tämä oli selkeä muutos *Business Roundtablen* aiempaan linjaan, sillä aikaisemmin se oli korostanut kannanotoissaan osakkeenomistajien etua ja siten voitontuottamista yhtiön tarkoituksena.⁴³

Englannin pankin nykyinen pääjohtaja Mark Carney varoitti myös vuonna 2019 ilmastonmuutokseen välinpitämättömästi suhtautuvia yrityksiä ja toimialoja vakavista taloudellisista riskeistä, jotka voivat realisoituessaan johtaa omistaja-arvon tuhoutumiseen ja konkurssiin.⁴⁴ Carneyn puheenvuoro muistutti paljon aiemmin mainitun Larry Finkin avointa kirjettä toimitusjohtajille. Arvostettu talouslehti *Financial Times* muutti myös samaisena vuonna 2019 omaa ohjelmalinjaustaan. Keskeinen muutos oli, että yritysten tulee asettaa toiminnalleen myös muita päämääriä kuin voiton tavoittelu. Lehden päätoimittaja Lionel Barberin mukaan erityisesti finanssikriisin jälkeisen vuosikymmenen aikana yritystoiminnan keskittyminen voiton ja omistaja-arvon maksimointiin on johtanut liberaalin kapitalismin ahdinkoon. Osakkeenomistajakeskeisyyteen liittyvä kapeakatseisuus vaarantaa sen vaurauden kasvun, teknologisen kehityksen, köyhyyden vähentymisen ja elintason nousun trendin, jonka kapitalismi on tarjonnut ihmiskunnalle viimeisen 50 vuoden aikana.⁴⁵

Tällaiset puheenvuorot eivät ole jääneet myöskään suomalaisessa keskustelussa huomiotta. Mähönen on yhdessä norjalaisen Beate Sjøfjellin kanssa katsonut, että yhtiön toiminnan tarkoitus tulisi muuttaa muotoon: yhtiön tarkoituksena on tuottaa voittoa planeetan kestokyvyn rajoissa.⁴⁶ Toiviainen on katsonut myös, että osakeyhtiön tarkoitus voisi olla syytä määritellä

⁴² Business Roundtable 19.8.2019.

⁴³ Jokaisessa *Business Roundtablen* yrityksen hallinnoinnin periaatteita koskevassa julistuksessa on vuodesta 1997 lähtien korostettu osakkeenomistajakeskeisyyttä.

⁴⁴ The Guardian 13.10.2019.

⁴⁵ Financial Times 16.9.2019.

⁴⁶ Mähönen – Sjøfjell 2014, s. 59.

uudelleen tai ainakin laajentaa yhtiön yhteiskuntavastuullisia velvollisuuksia, sillä tarkoitus ei enää vastaa osakkeenomistuksen todellisuutta.⁴⁷ Ilmonen ei ole katsonut, että osakeyhtiön toiminnan tarkoitusta olisi tarpeen muuttaa, mutta hänen mukaansa tulevaisuudessa voi olla tarvetta määritellä yhtiö uudelleen johtuen muuttuneesta poliittisesta ympäristöstä.⁴⁸

Edellä esitetty kritiikki kapitalismia kohtaan pureutuu suoraan osakeyhtiömuodon ytimeen. Osakkeenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti yhtiön sitoumuksista (rajoitettu vastuu), joka voi johtaa tämän tilanteen hyväksikäyttöön. Osakkeenomistajilla voi olla taloudellinen kannustin ryhtyä harjoittamaan tai vaatimaan muille sidosryhmille haitallisen toiminnan harjoittamista, koska osakeyhtiömuoto suojaa osakkeenomistajia mahdollisilta kielteisiltä seuraamuksilta.⁴⁹ Riskinä on siis myös johdon toiminta. Johto voi tehdä päätöksensä muiden sidosryhmien kustannuksella osakkeenomistajien painostuksesta, sillä osakkeenomistajat valitsevat hallituksen ja voivat hallituksen myös erottaa, jolloin hallituksen jäsen menettäisi tulevat palkkionsa.

Osakkeenomistajan asema on suomalaisen OYL:n keskiössä. Kuten edellä on todettu (kts. 1.1.1 Osakeyhtiön perustukset), on yhtiön johdon velvollisuutena edistää yhtiön etua ja yhtiön edun keskeinen osa on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Kritiikki voitontuottamistarkoitusta kohtaan voidaan katsoa siinä mielessä aiheelliseksi, että nopealla katsauksella OYL:n yleiset periaatteet johtavat nimenomaisesti osakkeenomistajakeskeisyyteen ja lyhytnäköisyyteen muiden sidosryhmien ja yhteiskunnallisen edun kustannuksella. Keinot voitontuottamiseen ovat yhtiön johdon päätettävissä, joka lisää insentiiviä toimia muiden sidosryhmien kustannuksella ja antaa tällaiseen menettelyyn mahdollisuuden.

Voidaan toisaalta katsoa voitontuottamistarkoituksen ja yhtiön edun suojaavaan sekä osakkeenomistajien että velkojien etua ja ratkaisevan osaltaan päämies-agentti-ongelmaa velvoittamalla yhtiön johtoa toimimaan yhtiön toiminnasta riskiä kantavien etujen mukaisesti. Kun osakeyhtiö nähdään ensisijaisesti keinona kerätä rahoitusta, on näillä säännöksillä olennainen merkitys, miten osakeyhtiöön sijoittavat (velkojat ja osakkeenomistajat) arvioivat sijoitukseensa liittyvää riskiä ja kuinka paljon sijoittajien täytyy nähdä vaivaa riskin minimoimiseksi. Riskin arvioimisella on valtava merkitys siihen, miten ja millä ehdoilla

⁴⁷ Toiviainen 2004, s. 410–415.

⁴⁸ Ilmonen 2021, s. 850–851.

⁴⁹ Oikeuskäytännössä on katsottu mahdolliseksi vastuun samastaminen (*piercing the corporate veil*), jolloin osakkeenomistaja asetetaan vastuuseen yhtiön toimista, jos osakeyhtiömuotoa pyritään käyttämään hyväksi. Katso esimerkiksi Mähönen – Villa 2015, s. 405–411, Savela 2015, s. 401–418, KKO 2015:17, KKO 1997:17 ja KKO 1996:2.

sijoittajat ovat valmiita rahoitusta yrityksille antamaan.⁵⁰ Mikäli yhtiön johdolla ei olisi velvollisuutta toimia sijoittajien edun mukaisesti, tulisi sijoittajien toimia aktiivisesti tämän varmistamiseksi, eikä portfolio- ja rahoitusteorian mukainen hajauttaminen olisi enää järkevää, jolloin rahoituksen saamisesta tulisi yrityksille entistä haastavampaa.⁵¹ Yrityksen rahoituksen saannilla taas on valtava merkitys kansantaloudelle ja lopulta ihmisten hyvinvoinnille, eli säännösten voidaan katsoa hyödyttävän myös yhtiön sidosryhmiä välillisesti.

1.1.3 Kritiikistä tekoihin – esimerkkinä Finnair ja Fortum

Osakeyhtiöihin kohdistuva kritiikki on viime vuosina kohdistunut siis yhtiöiden osakkeenomistajakeskeiseen toimintaan muiden sidosryhmien kustannuksella ja erityisesti voitontuottamistarkoitukseen. Kritiikin nopean lisääntymisen vuoksi on loogista, että osakkeenomistajat ja yhtiöiden johto ovat pyrkineet yhtiön toimintaan ja tarkoitukseen jopa yhtiökokouksesta alkaen vaikuttamaan. Tästä voidaan Suomessa mainita kaksi erilaista esimerkkiä: Finnair ja Fortum.

Finnairin yhtiöjärjestyksen toimialaa käsittelevään 2 §:n lisättiin hallituksen aloitteesta kohta ”Yhtiö voi lisäksi harjoittaa tai tukea toimintaa, joka tähtää yhtiön liiketoiminnan hyväksyttävyyden ja siten pitkän aikavälin kannattavuuden turvaamiseen vahvistamalla liiketoiminnan myönteisiä vaikutuksia tai vähentämällä liiketoiminnan kielteisiä vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan”.⁵² Finnairin hallitus kommentoi muutosta seuraavasti: Hallitus ehdottaa, että yhtiön yhtiöjärjestyksestä muutetaan toimialan laajentamiseksi. Ehdotettujen muutosten tarkoituksena on tukea yhtiön vastuullisuusstrategiaa mahdollistamalla nykyistä aktiivisemmän roolin ottamisen mm. vaihtoehtoisten polttoaineiden käyttöönotossa sekä osallistumisen toimintaan, joka tähtää yhtiön liiketoiminnan hyväksyttävyyden, ja siten pitkän aikavälin kannattavuuden, turvaamiseen. Ehdotetuilla muutoksilla ei poikettaisi osakeyhtiölain 1 luvun 5 §:n 1. lauseen mukaisesta toiminnan tarkoituksesta”.⁵³

Finnairin yhtiöjärjestyksen 2 § kuuluu tällä hetkellä kokonaisuudessaan seuraavasti: Yhtiön toimialana on lentoliikenteen harjoittaminen matkustajia, tavaroita ja postia kuljettamalla sekä lentokoneiden, niiden osien ja tarvikkeiden osto, myynti, maahantuonti, vienti, kuljettaminen, varastointi, vuokraus ja korjaus, sekä poltto- ja voiteluaineiden osto, myynti, maahantuonti, vienti, kuljettaminen ja varastointi sekä hotelli-, huolinta-, matkatoimisto- ja

⁵⁰ Korkeamman sijoittajansuojan omaavilla valtioilla on tutkimusten mukaan suuremmat omat sekä vieraan pääoman markkinat verrattuna heikon sijoittajansuojan valtioihin. La Porta ym. 1997.

⁵¹ Portfolio- ja rahoitusteoriasta sekä riskin hajauttamisesta tarkemmin edellä jaksossa 1.1.1.

⁵² Finnairin yhtiöjärjestys 2020.

⁵³ Finnairin hallituksen ehdotukset yhtiökokoukselle 2020.

muu matkustukseen ja lentoliikenteeseen liittyvä liiketoiminta sekä rahoituksen- ja vakuutusten välityspalvelut ja edellä mainittuun liittyvä liiketoiminta. Yhtiö voi lisäksi harjoittaa tai tukea toimintaa, joka tähtää yhtiön liiketoiminnan hyväksyttävyyden ja siten pitkän aikavälin kannattavuuden turvaamiseen vahvistamalla liiketoiminnan myönteisiä vaikutuksia tai vähentämällä liiketoiminnan kielteisiä vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan. Yhtiö voi harjoittaa liiketoimintaansa tytä- ja osakkuusyhtiöissä sekä yhteisyrityksissä.

Toisin kuin Finnairin tapauksessa, Fortumin yhtiökokouksessa aloitetta ei tehnyt yhtiön hallitus vaan yhden Fortumin osakkeen ostanut WWF Suomi ehdotti lisättäväksi seuraavaa pykälää Fortumin yhtiöjärjestykseen: ”Yhtiön hallituksen on arvioitava liiketoiminnan ilmatoriskit ja laadittava aikataulutettu tieteseen perustuva suunnitelma yhtiön ja sen konserniyhtiöiden toiminnan sopeuttamisesta Pariisin ilmastopimuksen 1,5 asteen lämpenemisrajaan. Ilmatoriskistä, sopeuttamissuunnitelmasta ja sen toteutumisesta on raportoitava vuosittain, ensimmäisen kerran varsinaisessa yhtiökokouksessa 2021”.⁵⁴

Fortumin hallitus suositti vastauksessaan WWF Suomen ehdotukseen, että yhtiökokous hylkäisi ehdotuksen, miten asiassa lopulta kävikin. Fortumin hallitus perusteli tätä siten, että WWF Suomen ehdotus merkitsisi poikkeamista yhtiön osakeyhtiölain mukaisesta tarkoituksesta, joka on tuottaa pitkällä aikavälillä voittoa yhtiön osakkeenomistajille, yleishyödyllisen yhtiön suuntaan, johon myös valtioneuvosto yhtyi.⁵⁵ Fortumin päästöistä 80 prosenttia syntyi tuohon aikaan Venäjällä, jossa energiantuotanto perustui fossiilisiin polttoaineisiin. Lisäksi Fortum oli keskellä Uniper-yrityskauppaa, eikä tuohon aikaan ollut vielä selvillä, miltä Fortumin ja Uniperin yhdistetty portfolio tulisi näyttämään. Vastauksesta on luettavissa se, ettei Fortum olisi pystynyt sitoutumaan Pariisin ilmastopimuksen edellytyksiin lopettaa hiilenkäyttö Euroopassa ja Venäjällä vuoteen 2031 mennessä ja sopeuttaa liiketoiminta 1,5 asteen lämpenemisrajan mukaiseksi ilman merkittäviä uhrauksia yhtiön tarkoitukseen eli voitontuottamiseen osakkeenomistajille.

Fortumin hallitus totesi, että mikäli WWF Suomen ehdotuksen katsottiin olevan voitontuottamistarkoituksen vastainen, sen hyväksyminen vaatisi osakeyhtiölain 5:29 §:n mukaisesti jokaisen osakkeenomistajan suostumuksen. OYL 5:29.1 1 kohdan mukaan suostumus yhtiöjärjestyksen muuttamiseen tarvitaan esimerkiksi silloin kun osakkeenomistajan oikeutta yhtiön voittoon tai netto-omaisuuteen vähennetään OYL 13:9 §:ssä tarkoitettulla yhtiöjärjestyksen määräyksellä. OYL 13:9 § käsittelee muun tarkoituksen kuin

⁵⁴ Fortumin yhtiökokouksen pöytäkirja 2020 ja VN kolumni 30.3.2020.

⁵⁵ Fortumin pörssitiedote 2020.

voitontuottamistarkoituksen ottamista osaksi yhtiöjärjestyksestä. Säännöksen mukaan, jos yhtiöllä on kokonaan tai osittain muu tarkoitus kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille, yhtiöjärjestykseen on otettava tätä koskeva määräys. Yhtiöjärjestyksessä on tällöin määrättävä oman pääoman käyttämisestä osakeyhtiölain 13:1.1 mukaisissa varojenjakotilanteissa. Fortumin hallituksen tulkinta ja vaatimus kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen saamisesta teki WWF Suomen ehdotuksesta käytännössä mahdottoman toteuttaa suuressa pörssiyhtiössä, kuten Fortum. Siihen oliko Fortumin hallituksen ja valtioneuvoston kanta perusteltu käsitellään myöhemmin jaksossa 2.5.2.

Finnairin ja Fortumin yhtiökokousten päätökset voidaan nähdä erityisesti eettisesti ja poliittisesti mielenkiintoisina, sillä Suomen valtio omistaa molemmista yhtiöistä yli 50 prosenttia⁵⁶ ja Suomi on sitoutunut muun muassa Pariisin ilmastopöytäkirjaan. Puhtaasti oikeustieteellisestä näkökulmasta tilanne ei kuitenkaan ole yhtä jännittävä kuin voisi nopeasti ajatella. Valtio toimii vain osakkeenomistajana, eikä vastaa itsenäisen oikeushenkilön toiminnasta. Suomen valtio ei ole halunnut puuttua omistamiensa osakeyhtiöiden operatiiviseen johtamiseen ja päätöksentekoon, vaan se pyrkii vaikuttamaan yhtiön toimintaan ainoastaan omistajaohjauksen kautta.⁵⁷

Ministeri Tuppuraisen perustelut olivat kuitenkin jokseenkin kantaaottavia, sillä valtio ei kannattanut hänen mukaansa WWF Suomen esitystä perustuen siihen, että yleishyödyllinen tarkoitus ei olisi sopiva pörssiyhtiölle.⁵⁸ WWF Suomi ei luonnollisesti ymmärtänyt valtion linjausta ja WWF Suomen oikeudellinen neuvonantaja Raija-Leena Ojanen katsoi kestävyys-olevan osa kannattavaa liiketoimintaa eikä tämä muuttuisi, vaikka kestävyys otettaisiin osaksi yhtiöjärjestyksestä.⁵⁹ Eettisesti ja poliittisesti voidaan asiaa tarkastella kriittisesti toki jo siitä näkökulmasta, tulisiko valtion rahoittaa Fortumin sijasta toimintaa, joka ei käytä ainakaan suurissa määrin fossiilisia polttoaineita ja olisiko valtion pitänyt puuttua aktiivisemmin esimerkiksi Fortumin Uniper-yrityskauppaan. Toisaalta 2022 alkanut Ukrainan sota on tuonut hyvin esiin energian merkityksen huoltovarmuuden kannalta, eli ympäristöystävällisyys ei ymmärrettävästi voi toimia valtion ainoana päätöksentekokriteerinä. Valtion edesauttamat investoinnit Venäjällä tapahtuvaan tuotantoon näyttäytyvät nyt tietysti myös tältä osin täysin uudessa valossa.

⁵⁶ Finnairin luettelo suurimmista osakkeenomistajista ja Fortumin luettelo suurimmista osakkeenomistajista.

⁵⁷ VM yhtiöittämisen periaatteet valtiolla 2018, s. 3.

⁵⁸ VN kolumni 30.3.2020.

⁵⁹ WWF-lehti 2/2020.

1.2 Tutkimuskysymys, tutkimuksen rakenne ja aiheen rajaus

Tutkielman tarkoituksena on analysoida, miten yhteiskuntavastuu on sovittavissa nykyisen osakeyhtiölainsäädännön kanssa. Missä määrin nykyisen osakeyhtiölainsäädännön olettasäännökset esimerkiksi OYL 1:5 §:n yhtiön toiminnan tarkoituksesta sallivat yhteiskuntavastuun toteuttamisen ja miten yhteiskuntavastuun lisääminen osaksi yhtiöjärjestyksestä toimii yhdessä voitontuottamistarkoituksen ja muun osakeyhtiölain kanssa?

Tutkielmassa lähdetään liikkeelle OYL 1:5 §:n toiminnan tarkoituksen ja OYL 1:8 §:n yhtiön edun arvioimisesta. Arvioitaessa OYL 1:5 §:n mukaista voitontuottamistarkoitusta arvioidaan, mistä voitto osakkeenomistajille koostuu ja miten voitto tulisi määritellä. Lisäksi huomiota kiinnitetään OYL 1:8 §:n mukaiseen yhtiön etuun, jota yhtiön johdon on edistettävä. Tämän osalta olennainen kysymys on se, eroaako yhtiön etu osakkeenomistajien edusta, ja jos vastaus on kyllä, millä tavalla. Tutkielman kannalta on olennaista, missä määrin OYL:n olettasääntöjen puitteissa yhteiskuntavastuu voidaan huomioida ja johtaako sääntely lyhytnäköiseen voittojen maksimointiin yhtiön pitkäaikaisen ja yhteiskunnallisen edun kustannuksella. Lisäksi pohditaan pitääkö yhtiön lisätä yleishyödyllinen tarkoitus osaksi yhtiöjärjestyksestä toteuttaakseen yhteiskuntavastuuta, ja voiko yhtiö yhdistää voiton tuottamisen ja yleishyödyllisen tarkoituksen.

Seuraavaksi tutkielmassa arvioidaan yhtiön johdon päätöksentekoa koskevaa sääntelyä, jotka ovat johdettavissa aiemmin läpi käytyistä yhtiön edusta ja yhtiön toiminnan tarkoituksesta. Johdon päätöksentekoa ohjaavat vahvasti erityisesti OYL 1:8 §:n mukainen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus. Lisäksi yhtiön johdon päätöksentekoa ohjaavat erityisesti yhtiön toimialamääräys ja OYL 13.1.3:n mukainen liiketoiminnallisen perusteen vaatimus. Lopuksi on vielä huomioitava OYL 22:1 §:n mukainen johdon mahdollinen vahingonkorvausvelvollisuus yhtiötä kohtaan sekä osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien mahdollisuudet vaatia yhtiön johtoa huomioimaan yhteiskuntavastuu ja toimimaan tietyllä tavalla. Olennaista tässä osiossa on se, miten johdon päätöksentekoa koskeva sääntely toisaalta sallii ja toisaalta kannustaa huomioimaan yhteiskuntavastuun OYL:n olettasääntöjen mukaisessa tilanteessa ja toisaalta yhtiön tarkoituksen ollessa yleishyödyllinen.

Tutkielman läpi pohditaan myös Finnairin ja Fortumin yhtiökokousten päätöksiä. Olisivatko yhteiskuntavastuuta koskevat toimet olleet osakeyhtiölain mukaan toteutettavissa ilman yhtiöjärjestyksen muuttamista ja mitä Fortumin liikkuminen yleishyödylliseen suuntaan olisi

tarkoittanut osakeyhtiölain sääntelyn kannalta? Oliko Fortumin hallituksen tulkinta ylipäätään oikea, että ehdotettu yhtiöjärjestysmääräys veisi yhtiötä yleishyödylliseen suuntaan?

Rajauksen osalta voidaan ensinnäkin todeta, että tutkielma ei ole *de lege ferenda* -tutkimus, vaan se keskittyy nykyisen sääntelyn tulkintaan, *de lege lata*. Pitäisikö yhtiön toiminnan tarkoitus tai yhtiö ylipäätään määritellä uudelleen tai miten muiden sidosryhmien etuja voitaisiin suojella, jos yhtiön tarkoitukseen sisältyisi yhteiskuntavastuu, olisivat loistavia jatkotutkimuskysymyksiä, mutta niihin ei valitettavasti tässä tutkielmassa voida ottaa kantaa. Tarkoituksena ei ole myöskään tutkia yhteiskuntavastuun toteutumiseen tähtäävää liiketoimintaa, vaan sen sopivuutta ja mahdollisia ongelmakohtia osakeyhtiölain sääntelyn osalta. Tämän tutkiminen vaatii toki punnintaa siitä, täyttääkö yhteiskuntavastuun toteuttaminen OYL 13.1.3:n mukaisen liiketoiminnallisen perusteen vaatimuksen, eli onko yhteiskuntavastuun toteuttaminen yhtiölle kannattavaa liiketoimintaa.

1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto

Tutkimuksen tärkein metodi on lainoppi. Tutkielman tarkoituksena on testata osakeyhtiölain rajoja yhteiskuntavastuun huomioimisessa ja luoda tulkintaohjeita koskien nykyistä lainsäädäntöä, erityisesti OYL:n yleisiä periaatteita, joten tarkemmaksi lähestymiskulmaksi on valittu käytännöllinen lainoppi.⁶⁰ Lainoppia tukee erityisesti oikeustaloustiede, sillä yhtiöoikeudessa on luonnollisesti tärkeää kiinnittää huomiota myös tulkintojen taloudellisiin vaikutuksiin. Yhtiöoikeuden kansainvälisen luonteen vuoksi tutkimuksessa käytetään metodina myös jonkin verran oikeusvertailua. Tulkinnessa noudatetaan oikeuslähdeoppia: lähtökohtana on lain sanamuodon tulkinta, jota tuetaan erityisesti lain esitöiden kannanotoilla. Oikeuskäytäntöön, joka yhtiöoikeudessa on vähäistä, viitataan siltä osin, kuin sitä on käsiteltävistä kysymyksistä annettu.

Tutkielmassa hyödynnetään myös kotimaista ja ulkomaista oikeuskirjallisuutta, joista pääpaino on kotimaisessa kirjallisuudessa. Osakeyhtiöoikeudesta on olemassa paljon kotimaista kirjallisuutta, joka on pidemmänkin ajan kulumisen jälkeen edelleen ajankohtaista.⁶¹ Osakeyhtiöoikeuden yleisistä periaatteista on julkaistu paljon kirjallisuutta erityisesti

⁶⁰ Hirvonen 2011, s. 21–26 ja Aarnio 2011, s. 104–105.

⁶¹ Erityisesti OYL:n yleisiä periaatteet ovat olleet osa osakeyhtiöoikeutta pitkään, vaikka osa niistä on otettu vasta myöhemmin osaksi vasta vuoden 2006 OYL:n kokonaisuudistuksen yhteydessä. Katso HE 109/2005 vp, s. 37.

viimeisten vuosikymmenien aikana.⁶² Ulkomaisen oikeuskirjallisuuden roolia ei ole kuitenkaan syytä vähätellä, sillä Suomen OYL:ssa on huomioitu ajatuksia Pohjoismaisesta, Manner-Eurooppalaisesta ja angloamerikkalaisesta yhtiöoikeudesta, jonka vuoksi ulkomaista oikeuskirjallisuutta on käytetty monin paikoin lähteenä.⁶³

Oikeustieteellisen kirjallisuuden lisäksi tutkielma hyödyntää paljon myös taloustieteellistä kirjallisuutta. Esimerkiksi voitontuottamistarkoituksen ja yhtiön edun arviointi nojaa pitkälti taloustieteeseen. Nykyinen yhtiöoikeus nojaa pitkälti taloustieteellisiin teorioihin, jonka vuoksi tulkintasuositusten muodostaminen vaatii myös taloudellisten seuraamuksien arvioimista ja ymmärrystä taloustieteellisten teorioiden vaikutuksesta yhtiöoikeuteen. Taloudelliset ja oikeudelliset teoriat ovat yhteydessä myös laajempaan yhteiskunnalliseen kehitykseen, toimintaan ja käytäntöön, jonka vuoksi tutkielmassa otetaan tarpeen vaatiessa huomioon myös sosiologisia, historiallisia sekä käyttäytymispsykologisia näkökulmia.

⁶² Yleisistä periaatteista katso Mähönen – Villa 2015 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a. Yhdenvertaisuusperiaatteesta katso Pönkä 2012 ja johdon velvoitteista katso Lautjärvi 2017 ja Salo 2015.

⁶³ HE 109/2005 vp. s. 8–9 ja Airaksinen 2013, s. 444.

2 Osakeyhtiön toiminnan tarkoitus

Tässä osiossa on tarkoitus tarkastella erityisesti OYL 1:5 §:n mukaista yhtiön tarkoitusta sekä OYL 1:8 §:n mukaista johdon velvollisuutta edistää yhtiön etua. Säännösten lähestyminen aloitetaan jaksossa 2.1.1. sopimusverkkomallin tarkastelulla osakeyhtiöiden sidosryhmien ja toimintaympäristön ymmärtämiseksi. Tämän jälkeen aloitetaan osakkeenomistajakeskeisyyden tarkastelu jaksossa 2.1.2., jossa käydään läpi perusteluja osakkeenomistajakeskeiselle yhtiöoikeudelle. Tämän jälkeen jaksossa 2.1.3. tarkastellaan osakkeenomistajien ja velkojien intressejä, jossa olennainen kysymys on se, ovatko osakkeenomistajien ja/tai velkojien intressit keskenään yhteneviä. Seuraavaksi jaksossa 2.1.4. siirrytään osakkeenomistajakeskeisyyden vastinparina pidetyn sidosryhmäajattelun tarkasteluun.

Jaksossa 2.2. ja 2.3. osakkeenomistajakeskeisyyden ja sidosryhmäajattelun vahvuuksien ja heikkouksien toteutumista tarkastellaan OYL 1:5 §:n ja OYL 1:8 §:n osalta. Sääntöjä lähestytään aluksi OYL:n osakkeenomistajakeskeisten olettamasääntöjen näkökulmasta ja seuraavaksi vaihtoehdoisen sidosryhmäajattelua edustavan yleishyödyllisen tarkoituksen näkökulmasta. Molempien tilanteiden osalta pyritään määrittelemään yhtiön tarkoitus ja miten kyseinen määritelmä vaikuttaa yhtiön johdon velvollisuuteen edistää yhtiön etua. Yhtiön edun osalta olennaista on lisäksi tarkastella, voidaanko yhtiön etu samaistaa osakeyhtiön tarkoitukseen. Jaksossa 2.4. tarkastellaan osakkeenomistajakeskeisen ja sidosryhmäajattelun yhdistämistä OYL:n olettamasääntöjen mukaisessa tilanteessa.

Jaksossa 2.5. eli yhteenvedossa tarkastellaan osakkeenomistajakeskeisyyden sekä sidosryhmäajattelun havaittuja hyviä ja huonoja puolia. Tarkoituksena on näiden teorioiden pohjalta ottaa kantaa kysymyksiin: 1) johtaako osakkeenomistajakeskeisyys lyhytnäköisyyteen ja yhteiskuntavastuun laiminlyöntiin? 2) missä määrin osakkeenomistajakeskeisyys sallii yhteiskuntavastuun huomioimisen? 3) mitä mahdollisia haittoja yleishyödyllisestä tarkoituksesta seuraisi ja miten yleishyödyllinen tarkoitus kannattaisi ottaa osaksi yhtiöjärjestystä? Jaksossa 2.5.2. käydään läpi Finnairin ja Fortumin yhtiökokouksissa ehdotettuja muutoksia ja pohditaan, olivatko ehdotukset OYL:n 1:5 §:n voitontuottamistarkoituksen mukaisia vai vastaisia ja ovatko ehdotetut muutokset sopeutettavissa OYL:n systematiikkaan vai johtavatko ne tulkintavaikeuksiin OYL 1:5 §:n ja OYL 1:8 §:n osalta.

2.1 Osakkeenomistajakeskeisyys ja sidosryhmäajattelu

2.1.1 Sopimusverkkomalli ja osakeyhtiön toimintaympäristö

Osakeyhtiötä on erityisesti pedagogisessa mielessä pyritty hahmottamaan sopimusverkkomallin avulla.⁶⁴ Sopimusverkkomalli toimii erityisesti osakeyhtiön toimintaympäristön hahmottamisessa: yhtiö katsotaan markkinapaikaksi⁶⁵, jota sidosryhmät voivat hyödyntää vähentääkseen transaktiokustannuksia liiketoiminnan järjestämisessä ja rahoittamisessa.⁶⁶ Sopimusverkkomalli perustuu ajatukselle, että yhtiön eri sidosryhmien väliset suhteet ovat periaatteessa sopimusoikeudellisia: sidosryhmä tai sidosryhmään kuuluva tekee yhtiön kanssa sopimuksen odottaen jonkinlaista vastinetta yhtiöltä.⁶⁷

Yhtiön sidosryhmiä ovat kaikki toimijat, jotka kykenevät vaikuttamaan yhtiön toimintaan tai joihin yhtiön toiminta vaikuttaa.⁶⁸ Yhtiöiden sidosryhmät vaihtelevat siis jonkin verran riippuen yhtiön toiminnasta, mutta yleisinä sidosryhminä voidaan mainita osakkeenomistajat, velkojat, työntekijät, alihankkijat, kilpailijat, asiakkaat, media, kaupunki, valtio ja yhteiskunta. Sopimusverkkomallin mukaan sidosryhmän asema riippuu lainsäädännöstä ja tämän kyvystä suojata neuvotteluteitse omia etujaan suhteessa muihin sidosryhmiin.⁶⁹ Osakkeenomistajat vaativat sijoituksilleen tuottoa, työntekijät valitsevat työpaikkansa palkan, työehtojen ja työnantajan arvojen perusteella, asiakkaat valitsevat tuotteita perustuen laatuun, hintaan ja brändiin, kilpailevat yhtiöt pyrkivät erottautumaan toisista edellä mainituilla tekijöillä, yhteiskunta ohjaa tuotantoa ja kulutustottumuksia sääntelyllä, verotuksella ja erilaisilla kannustumilla, jonka lisäksi yhteiskunta ja media voivat vaikuttaa yhtiön toimintaan. Noudattamalla yhteiskunnan asettamia vaatimuksia liiketoiminnalle (*rules of the game*)⁷⁰ yhtiö saa toiminnalleen hyväksynnän (*license to operate*).⁷¹ Sopimusverkkomallin heikkouksina voidaan pitää sen epäkonkreettisuutta koskien yrityksen rakenteen ja toimivallanjaon hahmottamista sekä mallin soveltamista.⁷² Malli ei esimerkiksi anna vastauksia siihen, millä

⁶⁴ Kraakman ym. 2017, s. 5. Sopimusverkkomallin ensiesityksestä katso Jensen – Meckling 1976.

⁶⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 199.

⁶⁶ Katso esimerkiksi Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 28.

⁶⁷ Vuoden 2006 OYL:n uudistuksen on katsottu korostaneen tahdonvaltaisuutta ja OYL on saanut siten lisää sopimusoikeudellisia piirteitä. Sopimusoikeudelliset piirteet korostuvat ns. harvainyhtiöissä ja ovat heikoimmillaan pörssiyhtiöissä. Katso Mähönen – Villa 2015, s. 116–119.

⁶⁸ Borglund ym. 2017, s. 20.

⁶⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 179.

⁷⁰ Tarkemmin itsesääntelyn merkityksestä ja yhteiskunnan asettamista vaatimuksista katso Mähönen 2019, s. 451–456 ja Palazzo ja Scherer 2011, erityisesti s. 910–917.

⁷¹ Katso Borglund ym. 2017, s. 26–29.

⁷² Clark 1985, s. 55–79.

perusteilla yritys valitsee tietyn ”mallisopimuksen” – esimerkiksi osakeyhtiömuodon muiden yhtiömuotojen sijaan – tai mitä ehtoja tähän malli- tai vakiosopimukseen sisältyy. Tämän vuoksi sopimusverkkomallin merkitys on jäänyt lähinnä pedagogiseksi välineeksi yhtiön sidosryhmien tunnistamiseksi ja sidosryhmien välisten relaatioiden hahmottamiseksi.⁷³

Oikeusjärjestyksissä on tehty erilaisia valintoja sen suhteen, mitkä sopimusverkkomallin sidosryhmärelaatioista on suojattu yhtiöoikeudella ja mitkä mahdollisesti muulla lainsäädännöllä.⁷⁴ Suomen yhtiöoikeus suojaa erityisesti osakkeenomistajia ja myös velkojia. Toki OYL:n säännösten voidaan katsoa suojaavan epäsuorasti myös joitakin OYL:n sääntelyn ulkopuolisia sidosryhmiä. Sääntelyn myötä yhtiön alihankkijat voivat esimerkiksi luottaa yhtiön toiminnan jatkuvan tulevaisuudessa. Muiden sidosryhmien, kuten asiakkaiden, työntekijöiden, ympäristön ja kilpailevien yritysten intressejä suojataan erityislainsäädännöllä. Yhtiön toimintaympäristö on siis huomattavasti laajempi verrattuna siihen, mitä yhtiölainsäädännöllä säännellään. Yhtiön on kuitenkin huomioitava kaikkien sidosryhmien toiminta pärjätäkseen kilpailussa ja yhtiöt kilpailevatkin mm. työvoimasta, asiakkaista ja toimittajista.⁷⁵ Vaikka yhtiöoikeus ei sääntele muiden sidosryhmien kuin osakkeenomistajien ja velkojien relaatiota, tulee yhtiöoikeuden sääntöjä tulkittaessa huomioida tarvittaessa myös muut sidosryhmärelaatiot niiden olennaisen vaikutuksen vuoksi.

Osakeyhtiöoikeudella voidaan katsoa olevan kaksi päätehtävää: 1) alentaa liiketoiminnan transaktiokustannuksia⁷⁶ ja 2) agenttikustannuksia.⁷⁷ OYL:n säännökset ovat pääosin tahdonvaltaisia (OYL 1:9 §), joka tarkoittaa sitä, että OYL:n säännökset tulevat sovellettavaksi, elleivät yritykset erikseen sovi toisin. Sopimusosapuolten ei siis tarvitse aina aloittaa neuvotteluja ns. puhtaalta pöydältä ja sopia kaikesta erikseen, eikä sopimusten epätäydellisyyden vuoksi kaikesta olisi edes mahdollista sopia.⁷⁸ Yhtiössä päätöksiä tekevät

⁷³ Mähönen – Villa 2015, s. 193–200. Timonen on katsonut, että päämies-agenttinäkökulma edellyttää yhtiön tarkastelemista sopimusverkkona. Timonen 1997, s. 166.

⁷⁴ Aiheesta tarkemmin katso Deakin 2000, erityisesti s. 9–12.

⁷⁵ Pöyhönen (nyk. Karhu) katsoo osakeyhtiön muodostavan muista sidosryhmistä itsenäisen intressitahon. Yhtiö on ikään kuin sen sidosryhmien intressien keskiössä ja siten tasapainoilee ja toimii linkkinä näiden sidosryhmien intressien välillä. Pöyhönen 1997 s. 551.

⁷⁶ Transaktiokustannuksista tarkemmin katso esimerkiksi Coase 1960 ja Timonen 1997, erityisesti s. 91–92.

⁷⁷ Agenttikustannuksista tarkemmin katso esimerkiksi Jensen – Meckling 1976, s. 308. OYL:n sääntelyssä olennaista on, millä tavalla ja kustannuksilla yhtiö kerää pääomaa ja organisoii toimintansa, toteuttaa organisaationsa valvonnan sekä järjestää yhtiön pääomaa sijoittaneiden väliset suhteet siten, että toimijoiden väliset riskipositiot ovat tasapainossa oikeudellisesti, taloudellisesti ja toiminnallisesti. Katso esimerkiksi Timonen 1997, 136 ja Villa 2003a, 35.

⁷⁸ Katso Hart 1995, s. 29–30 ja Villa 2003a, s. 23. Tahdonvaltainen yhtiöoikeus katsotaan malli- tai vakiosopimukseksi. Mallisopimusajattelusta Easterbrook – Fischel 1996, s. 1–39 tai Bergström – Samuelsson 1997, s. 206–219.

käytännössä yhtiön rakenteesta riippuen yhtiön johto tai enemmistöosakkeenomistaja. Yhtiöoikeus suojaa yhtiöön sijoittaneita (päämiehiä) päätöksentekijöiden (agenttien) opportunisteilta. Osakkeenomistajia suojataan erityisesti oikeudella valita ja erottaa yhtiön hallitus. Hallituksen tehtävänä on myös edistää yhtiön etua ja siten myös osakkeenomistajien etua. Velkojia suojataan osakkeenomistajien ja/tai yhtiön johdon opportunisteilta erityisesti velkojien suojausäännöksillä (OYL 13:5 §:n tasetesti ja OYL 13:2 §:n maksukykyisyystesti). Vähemmistöosakkeenomistajia suojataan enemmistöosakkeenomistajan opportunisteilta erityisesti OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteella sekä OYL 5:27 §:n määrääneemmistövaatimuksella ja OYL 5:29 §:n mukaisella kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen vaatimuksella. Sääntelyn ansiosta päämiehet, eli osakeyhtiöön sijoittaneet, voivat vähentää agenttisuhteesta aiheutuvien riskien minimointiin tähtääviä toimiaan, joka parantaa lopulta osakeyhtiöiden mahdollisuuksia saada rahoitusta paremmilla ehdoilla. Paine myös muiden sidosryhmien etujen suojelemiseen yhtiöoikeudessa on kasvanut kansainvälisesti.⁷⁹

2.1.2 Osakkeenomistajakeskeisyys

Suomen osakeyhtiölaki on osakkeenomistajakeskeinen.⁸⁰ Osakkeenomistajakeskeisyyttä voidaan perustella ensinnäkin riskiteorian avulla. Osakkeenomistajilla on viimesijainen oikeus yhtiön voittoon ja heille kuuluu lähtökohtaisesti kaikki tuotto velkojen maksun jälkeen (residuaaliasema). Osakkeenomistajilla on siis samanaikaisesti suurin riski menettää sijoittamansa pääoma sekä suurin intressi maksimoida yhtiön tuotto, jonka vuoksi osakkeenomistajakeskeisyyttä voidaan pitää perusteltuna. Riskin minimoiseksi ja tuottonsa maksimoiseksi osakkeenomistajat valitsevat yhtiön johdon.⁸¹ Tämä mahdollistaa resurssien tehokkaan käytön: osakkeenomistajien ei tarvitse itse huolehtia liiketoiminnasta tai omata liiketoiminnallisia taitoja ja toisaalta yhtiön johto taas voi käyttää liiketoiminnallista osaamistaan ilman, että johdon täytyisi pystyä myös toiminta rahoittamaan.⁸² Liiketoiminta myös luonnollisesti tehostuu, kun yhtiön puolesta päätöksiä tekee yhtiön johto, eikä hajautunut ja mahdollisesti todella suuri osakkeenomistajien joukko.⁸³

⁷⁹ Kraakman ym. 2017, s. 108. Katso lisäksi Pargendler 2016, jossa tarkastellaan syvemmin trendiä pyrkiä ratkaisemaan yhteiskunnallisia ongelmia corporate governance -sääntelyn avulla.

⁸⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 4.

⁸¹ Riskiteoriasta esimerkiksi Villa – Mähönen 2015, s. 162–163. Katso myös Vahtera 2012, s. 150.

⁸² Katso esimerkiksi Shleifer – Vishny 1997, s. 740.

⁸³ Katso Mähönen – Villa 2015, s. 240–241.

Johto tekee siis päätöksiä yhtiöön sijoitettujen varojen käyttämisestä. Johdolla tulee olla tätä varten selkeä päämäärä, sillä eri sidosryhmien intressit ovat ainakin lyhyellä aikavälillä keskenään ristiriitaisia ja vaikeasti mitattavissa tai verrattavissa toisiinsa.⁸⁴ Sidosryhmän sisälläkin voi esiintyä ristiriitaisuuksia, esimerkiksi tietyt osakkeenomistajat voivat olla valmiita ottamaan huomattavasti suurempia riskejä kuin toiset. Ilman selkeää päämäärää johdon olisi vaikea arvioida, mikä päätös tuottaisi parhaan yhteenlasketun hyödyn eri sidosryhmille ja tämä olisi myös tulkinnanvaraista. Tämä yhdistettynä johdon mahdolliseen vahingonkorvausvastuuseen johtaisi todennäköisesti johdon huomattavaan varovaisuuteen päätöksenteossa. Yhtiön toiminta siis rampautuisi, joka pitkässä juoksussa johtaisi todennäköisesti sen konkurssiin⁸⁵ ja yleisemmällä tasolla liiallinen varovaisuus vaikuttaisi negatiivisesti kansantalouteen sekä uusien innovaatioiden syntyyn. Innovaatiot vaativat usein suurta riskinottoa ja onnistuessaan ne voivat parantaa ihmisten hyvinvointia huomattavasti.

Suomen osakeyhtiöoikeudessa osakkeenomistajien korkean riskin kompensoimiseksi, resurssien tehokkaan hyödyntämisen ja johdon tehtävien selkeyttämiseksi on säädetty OYL 1:5 §:n mukainen olettasäännös, jonka mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Suurin osa osakeyhtiöistä ei ole erikseen säättänyt yhtiölle tarkoitusta ja siten omaksunut voiton tuottamisen yhtiön tarkoituksiksi.⁸⁶ Lain sanamuoto jättää tulkinnanvaraiseksi sen, mitä voiton tuottamisella tarkoitetaan. Lisäksi se, miten voittoa tavoitellaan, on täysin yhtiön itsensä päätettävissä. Säännön tarkoituksiksi voidaan kuitenkin katsoa ainakin välittömän sidosryhmäajattelun poissulkeminen.

Osakkeenomistajakeskeisyys parantaa myös osakkeenomistajien riskinsietokykyä. Yhtiön johdon tulee OYL:n säännösten mukaan toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti ja tämän vuoksi osakkeenomistajat voivat vähentää käyttämiään resurssejaan johdon valvomiseen. Tämä tekee hajauttamisesta kannattavaa, jonka vuoksi osakeyhtiöt saavat rahoitusta helpommin paremmilla ehdoilla.⁸⁷ Toimivat rahoitusmarkkinat ovat edellytys yritystoiminnalle ja hyödyttävät koko kansantaloutta.⁸⁸

⁸⁴ Easterbrook – Fischel 1996, s. 38. Katso lisäksi Kraakman ym. 2017, s. 98, Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 7–8 ja UK CCG 1997, kohta 1.17.

⁸⁵ Jensen 2001, s. 9.

⁸⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 28–29. Katso lisäksi Kraakman ym. 2017, s. 20.

⁸⁷ Portfolio- ja rahoitusteoriasta tarkemmin edellä jaksossa 1.1.1.

⁸⁸ Korkean sijoittajansuojan valtioissa on katsottu olevan suuremmat oman sekä vieraan pääoman markkinat. La Porta ym. 1997.

Lopuksi osakkeenomistajakeskeisyyttä voidaan perustella sillä, että se on yksinkertaisesti vaihtoehtoista taloudellisesti paras kompromissi. Kuten edellä todettiin, olisi hyvin vaikeaa valita yksittäisessä tilanteessa ratkaisu, joka hyödyttäisi kaikkia sidosryhmiä parhaalla mahdollisella tavalla. Osakkeenomistajakeskeisyyden voidaan kuitenkin katsoa hyödyttävän muitakin sidosryhmiä.⁸⁹ Yhtiön on huomioitava asiakkansa edut, sillä muutoin asiakkaat vaihtavat kuluttamaan toisen yrityksen hyödykkeitä. Työntekijöiden kanssa yhtiö törmäisi samanlaiseen ongelmaan, jos työntekijöiden edut laiminlyötäisiin.

Kritisoin edellä mainittua näkökulmaa siltä osin, että sidosryhmän huomiointi korreloi tällä perusteella ainoastaan sen markkinavoiman kanssa, eli kuinka paljon sidosryhmä voi vaikuttaa yhtiön mahdollisuuteen tehdä voittoa. Mikäli kuluttajat tai työntekijät eivät välittäisi esimerkiksi tuotteen ympäristöystävällisyydestä, ei yhtiön tarvitse sitä huomioida. Ympäristöystävällisyydestä voidaan toki säätää erityislaeilla ja luoda siten sääntelykehikko, jonka puitteissa yhtiö voi vapaasti pyrkiä tuottamaan voittoa. Tämä on kuitenkin helpommin sanottu kuin tehty, sillä globaalissa maailmassa yhtiöt voivat siirtää tuotantonsa kevyemmän sääntelyn valtioon, jolloin ongelma ei ratkea ja kansantalous kärsii. Käytännössä siis ympäristön edun ajaminen yhtiöiden toiminnassa tulee nojaamaan nykyisellä sääntelyllä vahvasti sijoittajien ja kuluttajien markkinavoimiin.⁹⁰ Ovatko ihmiset valmiita maksamaan enemmän tai karsimaan tuotoistaan ilmastonmuutoksen pysäyttämiseksi? Pessimistinä epäilen tätä hyvin vahvasti. Ihmiset eivät usein tee edes oman etunsa mukaisia ratkaisuja, vaikka tietäisivät valinnan mahdollisista haittapuolista ja järkevämmän valinnan pitkäaikaisista hyödyistä. Tämän voi todistaa aina perjantai-iltaisina. Ihmiset tietävät alkoholinkäytön käytön negatiivisista vaikutuksista, mutta silti kuppi maistuu monelle. Tämän valinnan negatiiviset vaikutukset ilmenevät hyvin konkreettisesti usein jo seuraavana aamuna ja tästä huolimatta, moni ei tee tai oikeastaan edes halua tehdä objektiivisesti kokonaisvaltaisesti järkevämpää valintaa juoda vichyä tulevaisuudessa.

Osakkeenomistajakeskeisyyden voidaan katsoa voittaneen sidosryhmäajattelun jo vuonna 1919 Yhdysvalloissa, kun Michiganin tuomioistuimien tuomari totesi, että Henry Fordin tuli johtaa yhtiötään osakkeenomistajien intressin, eikä esimerkiksi asiakkaiden tai työntekijöiden intressin mukaisesti. Fordille annettiin valta päättää keinot osakkeenomistajien intressin toteuttamiseksi.⁹¹ Ensimmäinen laaja osakkeenomistajakeskeistä mallia koskeva kirjoitus julkaistiin 1930-luvulla, kun yhdysvaltalaiset oikeustieteilijät Adolf Berle ja taloustieteilijä

⁸⁹ Katso esimerkiksi Samuelsson 2005, s. 463.

⁹⁰ OYL:n perusteluissa todetaan, yritysten yhteiskunnallinen vastuu toteutuu yhtäältä erityislainsäädännön ja toisaalta yleisen mielipiteen välityksellä. HE 109/2005 vp s. 36.

⁹¹ Dodge v. Ford Motor Company (204 N.W. 668 [Mich. 1919]).

Gardiner Means julkaisivat teoksensa koskien yhtiön johdon ja omistuksen eriyttämistä.⁹² Tällöin johtavana talousteorian roolin vei kuitenkin keynesiläisyys⁹³, jossa valtiolla oli suuri rooli tasata talouden suhdannevaihteluja finanssipolitiikan keinoin eli säätelemällä julkisia menoja ja tuloja. Keynesiläinen talousteoria sai paljon kannatusta, sillä 1929 alkaneen suuren laman katsottiin olevan seurausta markkinatalouden periaatteisiin kuuluneesta vapaasta kilpailusta. Tämän myötä myös yhtiöoikeus oli säännellympi ja oikeusjärjestyksissä kehitettiin erilaisia yhtiöoikeusmalleja.⁹⁴ Osakkeenomistajakeskeisyys sai kuitenkin nopeasti tuulta alleen, kun keynesiläisen talousteorian mukainen valtion iso rooli taloudessa sai ainakin osittain väistyä 1970- ja 1980-luvun aikana johtuen mm. siitä, ettei keynesiläinen talousteoria tarjonnut lääkkeitä öljykriiseistä aiheutuneeseen stagflaatioon⁹⁵, jonka lisäksi erityisesti nykyisissä liberaaleissa hyvinvointiyhteiskunnissa, kuten Yhdysvalloissa, alettiin korostaa yksilön vapauksia, eikä valtion haluttu puuttuvan talouteen. Kehityksestä johtuen huomiota alkoivat saamaan markkinoiden vapauksia korostavat kirjoitukset ja erityisesti monetarismin perustajana pidetyn taloustieteilijä ja nobelisti Milton Friedmanin teesit. Friedman argumentoi jo 1960-luvulla, että yhtiön ainoa tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille ja muita yhtiön sidosryhmiä tulee suojata pääsääntöisesti yhtiöoikeuden ulkopuolisin keinoin.⁹⁶ Myöhemmin vuonna 1970 Friedman rinnasti yhtiön johdon osakkeenomistajan palkkaamaan työntekijään, joka myös vastaa toimistaan osakkeenomistajalle.⁹⁷ Vuonna 1976 taloustieteilijät Michael C. Jensen ja William H. Meckling julkaisivat johdon ja omistuksen erillisyydestä syntyviä agenttikustannuksia käsittelevän artikkelin. Artikkelissa osakkeenomistaja nähtiin johdon päämiehenä, yhtiö hahmotettiin sopimusverkkona ja sidosryhmien ongelmat katsottiin ratkeavan parhaiten sopimusoikeudellisin keinoin.⁹⁸ Vuonna 2000 yhdysvaltalaiset oikeustieteilijät Henry B. Hansmann ja Reinier H. Kraakman julistivat osakkeenomistajakeskeisen mallin päihittäneen lopullisesti kaikki muut kilpailevat mallit.⁹⁹ Suomen nykyisen eli vuoden 2006 OYL:n lähtökohtana on osakkeenomistajakeskeisyys, joten Suomen voidaan katsoa siirtyneen angloamerikkalaisen yhtiöoikeuden suuntaan.¹⁰⁰ Osakkeenomistajakeskeisen mallin paremmuutta on perusteltu sillä, että sidosryhmien intressien ollessa keskenään ristiriitaiset johtaa pitkäkestoinen omistaja-arvon maksimointi yhteiskunnan resurssien tehokkaimpaan jakautumiseen ja käyttöön.¹⁰¹

2.1.3 Osakkeenomistajien ja velkojien intressit

Osakkeenomistajakeskeisyyden ja osakeyhtiön ylipäättään yhtenä merkittävänä etuna voidaan pitää sitä, että omistajilla on lähtökohtaisesti täsmällinen ja yhteinen päämäärä: yhtiön tuloksen nettohyötyarvon maksimointi.¹⁰² Osakkeenomistajien intressit ovat kuitenkin muihin

⁹² Berle – Means 1933.

⁹³ Perinteisestä keynesiläisestä talousteoriasta Keynes 1936.

⁹⁴ Yhtiöoikeusmalleista tarkemmin jaksossa 2.1.4.

⁹⁵ Katso esimerkiksi Lucas – Sargent 1979, erityisesti s. 6–7.

⁹⁶ Friedman 1962, s. 112–113.

⁹⁷ Friedman 1970.

⁹⁸ Jensen – Meckling 1976, erityisesti s. 6, 9–10.

⁹⁹ Hansmann – Kraakman 2000, s. 32.

¹⁰⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 4.

¹⁰¹ Katso esimerkiksi Kraakman ym. 2017, s. 94 ja Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 7.

¹⁰² Katso Hansmann 1996, s. 62 ja Kanda 1992, s. 445.

sidosryhmiin, erityisesti velkojiin, vertailtuna hyvin samanlaiset.¹⁰³ OYL:ssa osakkeenomistajia kohdellaankin kollektiivina¹⁰⁴ ja voitontuottamistarkoitus on riippumaton osakkeenomistajien henkilökohtaisista preferensseistä.¹⁰⁵ Tämä mahdollistaa johdon tehokkaan päätöksenteon ja estää mahdollisesti liian varovaisen tai perusteettoman riskinoton osakkeenomistajien painostuksesta. Tehokkaan yhtiön edun mukaisen johdon päätöksenteon ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden turvaamiseksi oikeuskirjallisuudessa on usein katsottu, ettei yhtiön johdon tarvitse päätöksenteossaan huomioida sellaisia tosiasiallisia vaikutuksia, jotka johtuvat osakkeenomistajien henkilökohtaisista preferensseistä.¹⁰⁶

Osakkeenomistajien intressejä ei kuitenkaan voida pitää täysin yhtenevinä.¹⁰⁷ Erot ovat pääosin seurausta osakkeenomistajien erilaisista verotuksellisista ja riskinottamisen preferensseistä sekä sijoittamisen aikajänteestä. Verotuksellisten preferenssien osalta yhtiöoikeudessa on katsottu, ettei varojenjaossa tarvitse lähtökohtaisesti huomioida osakkeenomistajien verokohtelua.¹⁰⁸ Tosiasiassa monet yritykset tämän huomioivat, jonka vuoksi omien osakkeiden hankinta nähdään hyvänä varojenjakotapana erityisesti pitkäaikaisille sijoittajille.

Riskipreferenssi voidaan taas perustellusti katsoa olevan osakkeenomistajan vastuulla sijoituskohteita valittaessa. Osakkeenomistaja voi valita salkkuunsa oman riskipreferenssiin sopivan yhdistelmän valittavana olevista kasvu-, tuotto- ja defensiivistä osakkeista. Portfolioteorian mukaisesti osakkeenomistaja pyrkii hajauttamalla minimoimaan yritysکوhtaisen riskin¹⁰⁹ ja rahoitusteorian mukaisesti löytämään arvopapereita, jotka tarjoavat riskiin nähden riittävän tuotto-odotuksen.¹¹⁰ Riskipreferenssiä voi pienentää entisestään sijoittamalla osan pääomasta riskittömiksi katsottuihin kohteisiin, kuten tiettyihin velkainstrumentteihin, ja riskiä voi toisaalta lisätä velkavivun avulla.¹¹¹ Jos ja kun sijoittajien odotetaan hajauttavan sijoitussalkkuaan, voidaan heidän riskipreferenssinsä sivuuttaa yhtiön johdon päätöksenteossa¹¹², sillä nettonykyarvoltaan positiivisimman vaihtoehdon tai oikeastaan

¹⁰³ Kraakman ym. 2017, s. 13.

¹⁰⁴ Salo 2015, s. 50 ja Mähönen – Villa 2015, s. 244.

¹⁰⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 167 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 53.

¹⁰⁶ Pönkä 2012, s. 259. Katso toisaalta KKO 1991:46, jonka mukaan osakkeenomistajia muodollisesti yhdenvertaisesti kohteleva toimi voi olla kokonaisuutena arvioiden yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.

¹⁰⁷ Osakkeenomistajien erilaisista intresseistä. Katso esimerkiksi Pönkä 2013a, s. 29–30, Nyström – Rajavuori 2014, s. 710 ja Mäntysaari 2013, s. 594.

¹⁰⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 43.

¹⁰⁹ Markowitz 1952.

¹¹⁰ Katso Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 182–187, Vahtera 2011, s. 184 ja Sharpe 1966.

¹¹¹ Katso Berk – DeMarzo 2017, s. 525–527.

¹¹² Portfolioteorian mukaan yritysکوhtaista riskiä ei hyvitetä tuottona sijoittajille johtuen siitä, että yritysکوhtainen riski on mahdollista minimoida hajauttamalla.

vaihtoehtojen yhdistelmän voidaan katsoa olevan kaikkien osakkeenomistajien intressien mukainen.¹¹³

Yhtiön selkeä tavoite sekä siitä seuraava osakkeenomistajien yhteinen riskipreferenssi tekee johdon ja omistuksen erottamisesta mahdollista ja johdon päätöksenteosta tehokasta. Yhteisen riskipreferenssin johdosta on mahdollista esimerkiksi se, että yhtiökokouksessa ei lähtökohtaisesti tehdä yksittäisiä liiketoiminnallisia päätöksiä. OYL:n päätöksenteon jakaminen osakkeenomistajien ja johdon kesken ilmentääkin sitä, milloin osakkeenomistajien riskipreferenssien voidaan katsoa olevan keskenään yhtenevät ja milloin erilaiset. Yhtiökokouksessa osakkeenomistajat päättävät asioista, joissa heidän intressinsä voivat erota keskenään, kuten yhtiön toimialasta, toiminnan tarkoituksesta sekä järjestelyistä, jotka voivat vaikuttaa omistusarvon laimentumiseen. Johto toimii tällaisissa asioissa, yhtiökokouksen päätösten tai yhtiöjärjestyksen perusteella ja rajoissa. Toisaalta yhtiökokouksessa päätettävien asioiden ulkopuolella johto voi katsoa osakkeenomistajien riskipreferenssien olevan yhtenäiset,¹¹⁴ ainakin kun toimitaan yhtiön toimialan rajoissa ja yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille.¹¹⁵ Ilman yhtä selkeää toiminnan tarkoitusta riskipreferenssin, kuten muidenkin intressien, arvottaminen johdon päätöksenteossa olisi todella haastavaa ja tämä pakottaisi myös osakkeenomistajien ottamaan aktiivisemmän roolin varmistuakseen riskipreferenssiensä toteutumisesta. Osakkeenomistajat voivat myös luottaa päätettyjen riskipreferenssien olevan jokseenkin pysyviä, sillä esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttaminen vaatii OYL 5:27 §:n mukaisen määränemmistön ja tietyt päätökset OYL 5:29 §:n mukaisen kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen niiden olennaisuuden vuoksi sijoittamispäätöksen kannalta.

Osakkeenomistajien erot sijoituksen aikajänteessä näkyvät erityisesti erilaisina varojenjakopreferensseinä.¹¹⁶ Tämän osalta voidaan kuitenkin todeta, ettei osakkeenomistajien taloudellinen asema ole lähtökohtaisesti riippuvainen varojenjakopäätöksistä, sillä osakkeen arvo muodostuu suhteellisena osuutena yhtiön tulevien kassavirtojen yhteenlasketusta nykyarvosta. Jos yritys investoi varojenjaon sijaan, tulisi positiivisen netto nykyarvon omaava sijoitus näkyä positiivisesti yhtiön osakkeen arvon nousuna, jonka osakkeenomistaja voi realisoida myymällä osakkeensa.¹¹⁷ Käytännössä osakkeen hinta perustuu kuitenkin sijoittajien

¹¹³ Armour – Gordon 2014, s. 56.

¹¹⁴ Armour – Gordon 2014, s. 51.

¹¹⁵ Vertaa Vahtera 2011, s. 188.

¹¹⁶ Katso Mäntysaari 2013, s. 594.

¹¹⁷ Katso esimerkiksi Berk – DeMarzo 2017, s. 314.

spekulaatioon ja odotuksiin, jonka vuoksi järkevä investointi ei välttämättä nosta osakekurssia pitkäänkään aikaan, vaikka teorian mukaan näin pitäisi käydä. Tosielämän esimerkkinä voidaan mainita *Amazonin* perustaja Jeff Bezosin vetoamus vuonna 1997 yhtiön osakkeenomistajiin, jossa hän pyysi osakkeenomistajilta kärsivällisyyttä ja lupasi pitkäaikaisten voittojen olevan kärsivällisyyden arvoista.¹¹⁸ Nettonykyarvon maksimoinnin voidaan katsoa ainakin lopulta ajavan parhaiten kaikkien osakkeenomistajien taloudellista etua ja se on siten johdon keskeinen tehtävä. Lyhyen aikavälin voittojen maksimointi taas tapahtuu usein juuri pidemmän aikavälin voittojen kustannuksella, joka alentaa osakkeen arvoa, viimeistään kun sijoittajat tämän kehityksen huomaavat.¹¹⁹ Tätä ilmentää myös se, että OYL:n hallituksen esityksessä täsmennetään, että osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille ”pitkällä tähtäyksellä”.¹²⁰

Edellä esitetyn perusteella osakkeen hinnan muodostuksesta voidaan todeta, ettei varojenjakoa itsessään luo arvoa osakkeenomistajille.¹²¹ Päätös osingon jakamatta jättämisestäkään ei laskennallisesti muuta osakkeenomistajan asemaa, sillä jakamaton voitto kuuluu yhtiön vapaan omaan pääoman kassavaroihin ja nostaa siten osakkeen arvoa. Arvon nousun osakkeenomistaja voi luonnollisesti realisoida myymällä osakkeitaan.¹²² Myymällä osakkeitaan osakkeenomistaja voi siis luoda varojenjakoa vastaavan kassavirran (*homemade dividend*).¹²³ Osakkeenomistajilla voidaan katsoa olevan intressi varojen jakoon pääasiassa silloin, kun johto ei ole tehtäviensä ajan tasalla, eli kun johto ei käytä yhtiön varoja tehokkaasti ja varat tuottaisivat paremmin toiseen kohteeseen sijoitettuna.¹²⁴

Usein asiat eivät kuitenkaan ole yhtä yksinkertaisia, miltä ne teoriassa vaikuttavat. Suurimman ongelman edellä esitettyjen perustelujen kannalta muodostaa osakkeiden mahdollisesti heikko likviditeetti, eli osakkeiden vaihdettavuus. Osakkeille ei välttämättä löydy ostajaa, jolloin osakkeenomistajalla ei ole mahdollisuutta realisoida osakkeiden arvon nousua. Tämä on erityisesti mahdollista yksityisissä osakeyhtiöissä ja OYL:n sääntöjä punnittaessa tulisikin aina muistaa se, että yli 90 prosenttia Suomen osakeyhtiöistä on pieniä mikroyrityksiä, jotka

¹¹⁸ Amazon.com’s letter to shareholders 1997.

¹¹⁹ Jensen 2001, s. 16.

¹²⁰ HE 109/2005 vp. s. 38–39.

¹²¹ Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 90.

¹²² Modigliani – Miller 1961. Aiheesta tarkemmin Michaely – Allen 2002, DeAngelo – DeAngelo – Skinner 2008 ja Farre-Mensa – Michaely – Schmalz 2014.

¹²³ Teorian taustaoletuksena on luonnollisesti, että yhtiö jossain elinkaarensa vaiheessa jakaa kaiken varallisuutensa osakkeenomistajille. Katso DeAngelo – DeAngelo – Skinner 2008, s. 113–115.

¹²⁴ Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 90. Muita syitä jakaa varoja on ylimääräisten varojen kaksinkertaisen verotuksen välttäminen ja yhtiön pääomantuoton kohottaminen.

työllistävät alle kymmenen henkilöä.¹²⁵ Yksityisissä osakeyhtiöissä osakkeiden vapaata vaihdettavuutta on lisäksi voitu rajoittaa OYL 3:7 §:n mukaisella lunastuslausekkeella tai OYL 3:8 §:n mukaisella suostumuslausekkeella. Näistä tosin lunastuslauseke ei suoraan vaikuta osakkeenomistajan saamaan myyntihintaan tai vaihdettavuuteen, mutta voi toisaalta tosiasiasa vähentää potentiaalisten ostajien kiinnostusta hankkia kyseisen yhtiön osakkeita. Osakkeiden mahdollisesti heikko vaihdettavuus tulisi huomioida osakkeesta maksettavassa hinnassa niin sanottuna likviditeettipreemiona. Kun likviditeettiriski huomioidaan osakkeen hinnassa, ei osakkeenomistajien riskitaso pääse kasvamaan liian suureksi, eikä osakkeenomistajien intressi jakaa yhtiön varoja siten pääse kasvamaan liian suureksi. Likviditeettiriskin suuruus ja siten myös likviditeettipreemion riski voivat kuitenkin olla vaikeasti ennalta arvioitavissa. Likviditeetti ei ole ongelma pörssiyhtiöissä, joissa osakkeiden luovutettavuuden rajoittaminenkaan ei ole sallittua, jonka vuoksi voidaankin katsoa, että edellä esitetyt argumentit osakkeen arvon maksimoinnista varojenjaon sijasta soveltuvat täysin vain pörssiyhtiöihin.¹²⁶

Yhtiön varojenjakotilanteessa on myös huomioitava enemmistöosakkeenomistajien mahdollinen opportunistinen käyttäytyminen. Näännyttämiseksi kutsutaan tilannetta, jossa osakkeenomistajat saavat yhtiön pidättäytymään varojenjaosta painostaakseen vähemmistöosakkeenomistajia myymään omistuksensa alhaiseen hintaan. Näännyttäminen on katsottu OYL 1:7 §:n mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseksi.¹²⁷ Vähemmistöosakkeenomistajia suojaa varojenjaon osalta myös OYL 13:7 §:n vähemmistöosinkosäännös, jonka mukaan osinkona on jaettava vähintään puolet tilikauden voitosta, jos sitä yhtiökokouksessa vaativat vähintään kymmenesosan yhtiön kaikista osakkeista omistavat osakkeenomistajat. Enemmistöosakkeenomistajalla voidaan kuitenkin katsoa olevan jonkinlainen mahdollisuus ajaa omia intressejään OYL:n puitteissa ja tutkimuksissa onkin havaittu enemmistöosakkeenomistajan omistuksen arvo suhteellisesti suuremmaksi kuin vähemmistöosakkeenomistajan.¹²⁸ Tätä voidaan selittää ensinnäkin enemmistöosakkeenomistajan mahdollisesti opportunistisella toiminnalla, sillä hän saattaa pyrkiä ohjaamaan itselleen enemmän varoja, mitä hänelle osakeomistuksen mukaan kuuluisi. Toisaalta osakkeenomistaja saattaa olla valmis maksamaan preemiota saadakseen lisää valtaa

¹²⁵ Tilastokeskus, Yrityksen rakenne- ja tilinpäätöstilasto 2021.

¹²⁶ OYL:n esitöissä on viitattu siihen, että osakkeen arvon maksimointi varojen jaon sijasta tai ohessa ”liittynee lähinnä pörssiyhtiöihin”. Katso HE 109/2005 vp, s. 39.

¹²⁷ HE 109/2005 vp, s. 39, Mähönen – Villa 2015, s. 362 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 32.

¹²⁸ Katso Nenova 2003 ja Dyck – Zingales 2004.

vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon ylipäättään, kuten voidaan katsoa tapahtuneen Elon Muskin tarjouksessa ostaa *Twitterin* osakekanta. Vähemmistöosakkeenomistaja usein huomioi vallan keskittymisestä aiheutuvat riskit negatiivisesti osakkeen arvossa.¹²⁹

Olettaen, että yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, voidaan osakkeenomistajien intressit pienistä eroavaisuuksista huolimatta katsoa kokonaisuudessaan yhtenäisiksi. Vivahde-erojen osalta voidaan tiivistetysti todeta, että riskinottopreferenssit ovat osakkeenomistajan vastuulla sijoitussalkkua muodostettaessa, sijoitusaikajänteellä ei periaatteessa ole merkitystä, sillä johdon toimiessa huolellisesti pitäisi päätösten näkyä osakkeenomistajille joko osingon maksuna tai osakkeen arvonnousuna. Verotukselliset preferenssit on ratkaistu yhtiöoikeudessa siten, ettei johdon tarvitse niitä huomioida ja likviditeetin ja/tai opportunistin aiheuttamat käytännön ongelmat OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteella ja vähemmistöosinkosäännöllä.¹³⁰ Osakkeenomistajien yhteisen intressin vuoksi osakkeenomistajien suoja on ollut mahdollista rakentaa osakeyhtiölakiin, joka vähentää transaktiokustannuksia ja tekee rahoituksen saannista edullisempaa.

Velkojien intressit eivät ole yhtenevät, jonka vuoksi velkojien edun suojaaminen perustuu lähtökohtaisesti sopimusoikeudellisiin keinoihin ja vasta toissijaisesti yhtiöoikeuteen.¹³¹ Yhtiön velat eivät tuota yleensä samanlaisia oikeuksia toisiinsa verrattuina, kuten osakkeet (OYL 1:7 §). Veloilla on usein keskinäinen maksunsaantijärjestys, velat ovat eripituisia ja velkaa voidaan myös ”virittää” esimerkiksi kiinnittämällä koron määrä osakeyhtiön liiketulokseen.¹³² Velan ehtoihin vaikuttaa erityisesti velkojan riskinottopreferenssi. Velan riskiä arvioidessaan velkoja huomioi mm. velallisyhtiön taloudellisen tilan, velan pituuden, maksunsaantijärjestyksen ja velallisyhtiön tulevaisuuden näkymät. Velkoja voi pyrkiä minimoimaan riskiään vaatimalla vakuuksia velan takaisinmaksulle sekä sisällyttämällä velkasopimukseen yhtiön toimintaa rajoittavia kovenanttilausekkeita.¹³³ Velkojan arvioima riski määrittää velkojan velalle vaatiman koron. Velkojat voivat siten, toisin kuin osakkeenomistajat, neuvotella oman riskipositionsa ja suhteensa yhtiöön.¹³⁴ Velkojan neuvottelema riskipositio määrittelee velkojan

¹²⁹ Eri äänioikeuksiin oikeuttavat osakesarjat aiheuttavat samanlaisen tilanteen. Kraakman ym. 2017, s. 79–80. Vähemmistönsuojan positiivisesta vaikutuksesta yhtiön arvoon La Porta ym. 2002.

¹³⁰ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 43.

¹³¹ Kraakman ym. 2017, s. 113.

¹³² Velan virittämisestä katso Mähönen – Villa 2015, s. 170–175. Myös osakkeita voidaan ”riisua” vastaamaan perinteisiä velkainstrumentteja.

¹³³ Kanda 1992, s. 440. Vertaa osakkeenomistajiin, jotka eivät pääsääntöisesti voi vaatia haluamaansa kiinteää tuottoa yhtiöltä, eivät voi vaatia vakuuksia osinko-odotuksilleen ja lisäksi voivat vaikuttaa yhtiön toimintaan vain päättämällä yhtiökokouksessa sille laissa osoitetuista päätöksistä.

¹³⁴ Williamson 1984, s. 1210.

intressin yhtiön toimintaan. Esimerkiksi mitä pidempi velka on, sitä suurempi on velkojan intressi huolehtia yhtiön toiminnan jatkuvuudesta.

Velkojien keskinäinen asema perustuu siis täysin sopimusoikeudellisiin keinoihin. Velkojat tarvitsevat kuitenkin suojaa osakkeenomistajien ja yhtiön johdon opportunistiselta käyttäytymiseltä. Osakkeenomistajille ei voida ensinnäkään jakaa varoja ennen velkojen maksua (OYL 13:5 §:n tasetesti), eikä varoja voida jakaa myöskään, jos varojenjaon katsotaan aiheuttavan yhtiön maksukyvyttömyyden (OYL 13:2 §:n maksukykytesti). Velkojien ja osakkeenomistajien maksunsaantijärjestys on perusteltavissa siten, että korkeamman riskin hyvitykseksi osakkeenomistajille kuuluu lähtökohtaisesti koko yhtiön tuloksen ylijäämä velkojen maksun jälkeen, kun velkojan on tyytyminen ennalta sovittuun korkoon.

Velkojien erilaisista intresseistä seuraa myös se, että tehokkaan päätöksenteon varmistamiseksi johdon velvollisuudeksi on valittu osakkeenomistajien edun edistäminen.¹³⁵ Toki voitaisiin argumentoida, että osakkeenomistajien etu koituu aina myös velkojien eduksi¹³⁶, mutta tällöin ei huomioida velan ja osakkeen fundamentaalisia eroja. Velka on tarkoitus maksaa lähtökohtaisesti takaisin sovittuna päivämääränä ja sovittulla tuotolla (korolla) toisin kuin osake. Velallisella ei ole siten intressiä parantaa yhtiön tulosta, sillä hän ei mahdollisesta lisätuotosta hyödy, mutta riskitason nousu häneen asemaansa vaikuttaa toki. Velkojalla ei ole myöskään intressiä varmistaa yhtiön liiketoiminnan jatkumista sen jälkeen, kun hänen velkansa on maksettu. Velkojan intressiksi voidaan katsoa hänen oman sijoituksensa riski-tuotto-suhteen maksimointi. Tuotto sovitaan lähtökohtaisesti kiinteäksi, jolloin velkojan intressiksi jää yhtiön maksukykyisyyden varmistamien eli yhtiön liiketoiminnan ylimääräisen riskin¹³⁷ minimoiminen velan voimassaolon ajaksi, ja tämä voi tietyissä tilanteissa tarkoittaa jopa yhtiön ajamista konkurssiin.¹³⁸ Velkojan intressissä on lisäksi pitää mahdollisimman suuri osa yhtiön varoista ja voitosta yhtiössä.¹³⁹

¹³⁵ Kanda 1992, s. 445.

¹³⁶ Korkean sijoittajansuojan maissa on havaittu myös suuremmat vieraan pääoman markkinat. La Porta 1997.

¹³⁷ Ylimääräisellä riskillä tarkoitetaan yrityksen riskin ylittävää osaa siitä tasosta, jonka voidaan katsoa olevan sopiva yhtiön maksukyvyyn varmistamiseksi velan keston aikana.

¹³⁸ Velkoja saattaa arvioida yhtiön ajamisen konkurssiin johtavan sijoituksesta saatavan kassavirran parempaan nettohyötyyn verrattuna esimerkiksi saneerausmenettelyyn.

¹³⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 191.

2.1.4 Sidosryhmäajattelu ja yhteiskuntavastuu

Sidosryhmäajattelun lähtökohtana voidaan pitää kaikkien niiden sidosryhmien huomioimista, joilla on yrityksessä panos (*stake*). Panosta vastaan sidosryhmät odottavat saavansa yritykseltä jonkinlaisen suorituksen. Sidosryhmämalleja yhdistää se, että yhtiön päätöksenteossa pitäisi huomioida muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien etu, mutta eroavaisuuksia löytyy siinä, millä sidosryhmillä katsotaan olevan yhtiössä panos ja millä perustein sidosryhmän etu tulisi huomioida.¹⁴⁰ Sidosryhmäajattelun toteuttamisesta voidaan lisäksi katsoa olevan kaksi koulukuntaa: 1) fidusiaarinen malli, jossa korostetaan yhtiön johdon fidusiaarisia velvollisuuksia kaikkia yhtiön sidosryhmiä kohtaan ja 2) edustuksellinen malli, jossa korostetaan yhtiön sidosryhmien aktiivista osallistumista yhtiön hallintoon.¹⁴¹

Sidosryhmäajattelun kannalta on siten ensinnäkin tärkeää tunnistaa yhtiön sidosryhmät. Freeman ja Read ovat jakaneet sidosryhmät kahteen kategoriaan: kapeaan ja laajaan. Kapeaan määritelmään kuuluvat sidosryhmät, jotka ovat välttämättömiä yrityksen selviämisen kannalta. Esimerkkinä voitaisiin mainita tärkeimmät asiakkaat ja avaintyöntekijät. Laajaan määritelmään kuuluvat taas kaikki sidosryhmät, jotka voivat vaikuttaa yrityksen toimintaan tai keihin yrityksen toiminta voi vaikuttaa.¹⁴² Eettisen mallin voidaan katsoa olevan hyvin subjektiivinen, sillä eettisyys perustuu henkilökohtaisiin mielipiteisiin ja yleisesti eettisenä pidetty toiminta voi vaihdella eri kulttuurien välillä.

Kysymystä millä perusteilla jonkin sidosryhmän etua pitäisi edistää, voidaan lähestyä myös useasta eri näkökulmasta. Näkökulmista voidaan mainita liikkeenjohdollinen strategia ja eettiset perusteet. Liikkeenjohdollisessa strategiassa sidosryhmäajattelu nähdään keinona tuottaa voittoa: ottamalla huomioon sidosryhmien tarpeet ja toiveet yhtiö voi maksimoida kannattavuutensa. Yhtiö voi pyrkiä tuottamaan asiakkaiden toiveiden mukaisia tuotteita, joista he ovat valmiita maksamaan paremman hinnan tai panostaa työntekijöiden hyvinvointiin ja koulutukseen parantaakseen tuottavuutta. Liikkeenjohdollinen strategia ei eroa osakkeenomistajakeskeisestä mallista. Sidosryhmäajattelu voidaan käsittää myös eettisestä näkökulmasta: yhtiön moraalinen tavoite on edistää yhtiön kaikkien sidosryhmien etua. Eettinen näkökulma ei huomioi sitä tuottaako toiminta voittoa vai ei ja yhtiön johdolle asetetaan

¹⁴⁰ Freeman 2004, s. 59-60.

¹⁴¹ Mähönen – Villa 2015, s. 331.

¹⁴² Freeman – Reed 1983, s. 91. Katso myös Borglund ym. 2017, s. 20.

normatiivinen velvollisuus huomioida ja edistää kaikkien sidosryhmien etua päätöksenteossa.¹⁴³

Sidosryhmäajattelun toteuttamiselle löytyy myös kaksi kilpailevaa mallia. Fidusiaariset mallit perustuvat päämies-agentti-teoriaan. Toisin kuin osakkeenomistajakeskeisessä mallissa johto nähdään yhtiön, eikä osakkeenomistajien agenttina, ja johdon tulisi edistää yhtiön kaikkien sidosryhmien etua tasapuolisesti ainoastaan osakkeenomistajien edun sijaan.¹⁴⁴ Fidusiaarinen malli korostaa siten johdon itsenäisyyttä osakkeenomistajista ja huomio kiinnittyy siten johdon velvollisuuteen edistää yhtiön etua ja yhtiön tarkoitukseen. Blair näkee yhtiön johdon johtavan sidosryhmien työtiimiä. Osakkeenomistajat ovat tiimissä toissijaisessa asemassa, sillä he eivät osallistu tuotantoprosessiin. Osakkeenomistajilla tulisi siten olla rajoitettu päätösvalta, jotta yhtiön johdolla on mahdollisuus johtaa yhtiötä mahdollisimman tehokkaasti.¹⁴⁵ On myös katsottu, että osakkeenomistajien muututtua entistä enemmän passiivisiksi sijoittajiksi, tulisi heidän menettää oikeutensa vaatia yhtiön edistävän ainoastaan heidän etuaan.¹⁴⁶ Edustuksellisessa mallissa yhtiön johtoon nimitetään edustaja yhtiön eri sidosryhmistä, jolloin johdon päätöksenteko perustuu sidosryhmien neuvottelulle.¹⁴⁷

Yhteiskuntavastuu liitetään loogisesti usein sidosryhmäajatteluun. Lisääntyneestä keskustelusta huolimatta sidosryhmäajattelun tai yhteiskuntavastuun osalta ei kuitenkaan olla päädytty yleisesti hyväksytyyn käsitteeseen tai teoriaan.¹⁴⁸ Mähönen ja Villa ovat määritelleet yhteiskuntavastuun yhtiön taloudelliseksi, sosiaaliseksi ja ympäristölliseksi vastuuksi yhteiskuntaa kohtaan¹⁴⁹ ja määritelmä on todettu perustelluksi jaksossa 1. Taloudelliseen vastuuseen voidaan katsoa kuuluvan yhtiön osakkeenomistajien ja velkojien tuotto-odotuksien toteuttaminen vaarantamatta yhtiön toiminnan jatkuvuutta. Lisäksi siihen voidaan katsoa kuuluvan opportunistin ja korruption estäminen. Sosiaalinen vastuu tarkoittaa yrityksen sisällä vastuuta työntekijöistä ja alihankkijoista ja yrityksen ulkopuolella vastuuta yhteiskunnan ja lähiympäristön kehittämisestä, esimerkiksi maksamalla veroja toimintamaahan ja tukemalla paikallisten yhteisöjen toimintaa. Ympäristölliseen vastuuseen kuuluu toiminnan sovittaminen luonnon kestävyyspitkällä aikavälillä ja luonnon monimuotoisuuden säilyttäminen. Yhtiön

¹⁴³ Freeman 2004, s. 59–60.

¹⁴⁴ Mähönen & Villa 2015, s. 331.

¹⁴⁵ Blair 2003, s. 898 ja 900–901.

¹⁴⁶ Toiviainen 2004, s. 423.

¹⁴⁷ Hansmann – Kraakman 2000, s. 448.

¹⁴⁸ Crane ym. 2008, s. 1–3 ja Dunfee 2008, s. 1–4.

¹⁴⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 332.

kannalta yhteiskuntavastuu tarkoittaa sitä, että yhtiö edistää yhteiskunnan etua jossain määrin yli lainsäädännön asettamien velvoitteiden.

Yhteiskuntavastuusta keskusteltaessa nostetaan usein lisäksi esiin käsitteet *Corporate Social Responsibility* ja *Triple Bottom Line*, Yhdistyneiden kansakuntien *Global Compactin* 10 periaatetta, Yhdistyneiden kansakuntien *Guiding Principles on Business and Human Rights* (ns. Ruggien periaatteet) ja Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (*OECD*) *Guidelines for Multinational Enterprises*.

Yhteiskuntavastuu ei ole osa OYL:a ainakaan tällä hetkellä, mutta sen on katsottu sisältyvän voitontuottamistarkoituksen aineelliseen sisältöön.¹⁵⁰ Voitontuottamista tarkastellaan ”pitkällä tähtäyksellä” ja voiton tuottamisen pitkällä aikavälillä katsotaan usein edellyttävän yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen noudattamista sellaisissakin tilanteissa, joissa lainsäädäntö ei siihen pakota.¹⁵¹ Pohjimmiltaan kyseessä on kuitenkin arvon maksimointia pitkällä aikavälillä koskeva säännös, joten toimien tulisi edelleen tähdätä voiton tuottamiseen. Sidosryhmien etujen ajamisen voidaan katsoa perustuvan Suomen OYL:ssa siten edellä mainittuun liikkeenjohdolliseen strategiaan.¹⁵²

Esimerkkinä yhteiskuntavastuuseen sitoutuneesta osakeyhtiöstä voidaan mainita Yhdysvalloista liikkeeseen lähtenyt *Benefit corporation*. Esimerkkeinä *benefit corporation* –yhtiöistä voidaan mainita ulkoiluvaatteiden jälleenmyyjä *Patagonia* ja jäätelövalmistaja *Ben & Jerry’s*. Suurin osa Yhdysvaltojen osavaltioista, mukaan lukien yhtiöoikeuden johtava osavaltio Delaware, on ottanut osaksi yhtiöoikeuttaan *benefit corporationia* koskevan mallilainsäädännön (*Model benefit corporation legislation*, versio 4.4.2016, jäljempänä ”MBCL”)¹⁵³. MBCL:sta on huomattavissa neljä keskeistä *benefit corporationin* ominaisuutta¹⁵⁴: 1) osakeyhtiön tarkoitus sisältää voitontuottamisen lisäksi yleishyödyllisen tarkoituksen. Yleishyödyllinen tarkoitus voi olla mikä tahansa materiaallinen ja positiivinen vaikutus yhteiskuntaan tai ympäristöön.¹⁵⁵ Se voi lisäksi olla avoin, jolloin ei ole tarkkaan määritelty, mitä yleishyödyllistä tarkoitusta yhtiö toteuttaa, tai rajattu, jolloin yhtiö toteuttaa tiettyä yleishyödyllistä tarkoitusta.¹⁵⁶ 2) Yhtiön johdolla on velvollisuus edistää voitontuottamisen lisäksi yleishyödyllistä tarkoitusta.¹⁵⁷ Johdolla ei ole velvollisuutta luoda yleishyödyllistä vaikutusta, ainoastaan pyrkiä siihen.¹⁵⁸ 3) Yhtiöllä on kanneoikeus

¹⁵⁰ Ibid.

¹⁵¹ HE 109/2005 vp. s. 38–39.

¹⁵² Freeman 2004, s. 59–60.

¹⁵³ *Benefit corporation* noudattaa yleistä yhtiölainsäädäntöä, ellei MBCL:ssa toisin määrätä.

¹⁵⁴ Kärki 2017, s. 146.

¹⁵⁵ Katso esimerkiksi Clark – Vranka 2013, s. 16 ja 23.

¹⁵⁶ MBCL:n mukaan yhtiön tulisi edistää avointa yleishyödyllistä tarkoitusta. Tarkoituksena on estää liian kapealla määrittelyllä keinottelu, jolloin toimintaa ei voitaisi tosiasiasa katsoa yleishyödylliseksi. *Delaware general corporation law* on kuitenkin katsonut, että rajattu yleishyödyllinen tarkoitus on sallittu, mutta yhtiön johdon pitää kuitenkin huomioida kaikkien sidosryhmien edut, joita kyseinen päätös koskettaa (DLGC title 8 § 366).

¹⁵⁷ MBCL edellyttää yhtiön johtoa huomioimaan yhtiön sidosryhmien edut. DLGC edellyttää taas tasapainottamaan sidosryhmien edut (DLGC title 8 § 366). Etujen huomioimisen ja tasapainottamisen välillä ei voida katsoa olevan merkittäviä eroja. Khatib 2015, s. 172.

¹⁵⁸ Clark – Vranka 2013, s. 22. Vertaa *business judgement rule* jaksossa 3.1.

yleishyödyllisen tarkoituksen toteuttamiseksi. Yhtiön puolesta kanteen voi nostaa henkilö tai ryhmä, joka omistaa vähintään kaksi prosenttia yhtiön osakkeista, vähintään viisi prosenttia yhtiön oman pääoman intressistä tai yhtiön hallituksen jäsen. Kanne menestyy, jos johto on laiminlyönyt yhtiön yleishyödyllisen tarkoituksen.¹⁵⁹ ja 4) Yhtiöllä on vuosittainen raportointivelvollisuus yleishyödyllisen tarkoituksen toteutumisesta.¹⁶⁰

Mähönen katsoo yhteiskuntavastuun kokonaisuutena: yritysten tulee ymmärtää sen toiminnan taloudelliset, sosiaaliset ja ympäristölliset vaikutukset. Yritysvastuu ei siten tarkoita vastuuta ainoastaan esimerkiksi ympäristöstä, vaikka se on olennainen osa yhteiskuntavastuuta.¹⁶¹ Olen Mähösen kanssa siltä osin samaa mieltä, että yrityksen ei voida katsoa olevan vastuullinen, jos se korostaa vain jotain yhteiskuntavastuun osa-aluetta ja laiminlyö perustuvanlaatuiset velvoitteet toisella osa-alueella. Katson yhteiskuntavastuun osa-alueet kuitenkin eriarvoisiksi: yritykset joutuvat toimimaan ympäristön ja luonnon kestävyys rajoissa, jonka vuoksi ympäristöystävällisiä vaikutuksia voidaan pitää yhteiskuntavastuun osa-alueista tärkeimpänä.¹⁶² Osa-alueiden lainmukaisen vähimmäissuojan tason voidaan katsoa myös vaihtelevan. Mielestäni Suomen lainsäädäntö tarjoaa esimerkiksi työntekijöille korkean suojan verrattuna ympäristönsuojeluun, vaikka tämä onkin enemmän eettinen kysymys. Lisäksi yritysten mahdollisuudet vaikuttaa yhteiskunnan eri ongelmiin vaihtelevat ja yrityksen kannattaa panostaa niihin ongelmiin, joihin se pystyy parhaiten vaikuttamaan. Katson siten *Delaware general corporation law:n* (jäljempänä ”DLGC”) linjan mukaisesti, että yrityksen toiminta voidaan katsoa yhteiskuntavastuulliseksi, vaikka se korostaisi ja priorisoisi vain yhtä yleishyödyllistä tavoitetta. Yrityksen tulee kuitenkin toimia vähintään soveltuvan lainsäädännön ja mahdollisten työehtosopimusten edellyttämällä tavalla sekä huomioida yhtiön toiminnan vaikutus yhtiön kaikkiin sidosryhmiin.¹⁶³

Yhteiskuntavastuun osa-alueiden arvojärjestystä voidaan kuvata Sitran kestävyyspyramidimallilla. Mallissa ekologinen kestävyys nähdään reunaehtona hyvinvoinnille (sosiaaliset tekijät). Talous ja yhteiskunta nähdään taas välineenä hyvinvoinnille ja hyvinvointi lopullisena tavoitteena.¹⁶⁴ Mallin heikkona puolena voidaan pitää sitä, ettei se huomioi osa-alueiden keskinäistä riippuvuutta. Esimerkiksi luonnonolojen heikentyminen vaikuttaa myös ihmisten hyvinvointiin.¹⁶⁵ Tästä huolimatta malli kuvaa hyvin yhteiskuntavastuun osa-alueiden arvojärjestystä erityisesti kehittyneissä valtioissa, kuten Suomessa.

¹⁵⁹ Kanteella ei voida vaatia tietyn päätöksen toteuttamista, vaan sidosryhmien etujen huomioimista/tasapainottamista johdon päätöksenteossa. Clark – Vranka 2013, s. 24.

¹⁶⁰ MBCL:n mukaan raportoinnissa tulee käyttää ulkopuolisen osapuolen ylläpitämää standardisoitua mittaamismenetelmää. DLGC taas katsoo, että yhtiö voi luoda itse raportoinnin arviointikriteerinsä (DLGC title 8 § 366).

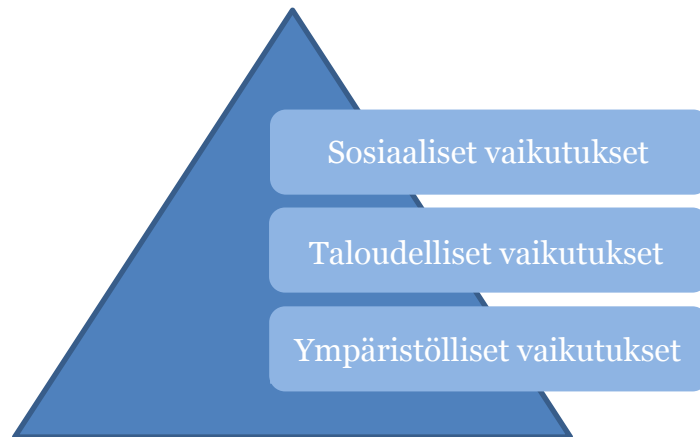
¹⁶¹ Mähönen 2013, s. 568.

¹⁶² Vanhala ym. 2022, s. 31.

¹⁶³ DLGC title 8 § 366. Katso myös KOM[2011] 681, s. 7.

¹⁶⁴ Sitra 2013.

¹⁶⁵ Vanhala ym. 2022, s. 31. Vertaa Raworthin donitsimalliin, joka yhdistää sosiaaliset ja ekologiset reunaehdot kestäväälle hyvinvoinnille. Raworth 2017, s. 48–49.



Sidosryhmäajattelua ja yhteiskuntavastuun korostamista on kritisoitu useasta syystä ja katsottu sen johtavan suurempiin agenttikustannuksiin ja ilman selkeää päämäärää johdon päätöksenteon lamautumiseen. Kritiikki voidaan aloittaa epäselvistä määritelmistä. Tästä seuraa hyvin fundamentaalisia ongelmia: mitkä lasketaan yhtiön sidosryhmiksi, miten ja millä perusteilla näiden sidosryhmien etuja voidaan edistää ja miten sidosryhmien etujen edistäminen voitaisiin toteuttaa. Sidosryhmäajattelu ei määrittele johdon velvollisuuksia tarkasti suhteessa kuhunkin sidosryhmään, jolloin sidosryhmät jäävät myös epätietoisiksi oikeuksistaan.¹⁶⁶ Tämä luo mahdollisuuden johdon opportunistiselle toiminnalle, sillä johtoa on vaikea valvoa, joka lisää agenttikustannuksia. Sidosryhmien edun tai yhteiskuntavastuun toteutumista on huomattavasti vaikeampi mitata kuin yhtiön osakekurssia, tulosta tai osinkotuottoa. Johdon toimintaa on siten vaikeaa ohjata kannustinjärjestelmilläkään toteuttamaan sidosryhmien etuja tai yhteiskuntavastuuta. Ongelmia aiheuttaisi myös kuka johdon toimintaa voisi tarkkailla ja miten ja kenellä siihen olisi edes intressi. Muilla kuin osakkeenomistajilla ja tietyissä tapauksissa velkojilla ei ole OYL:n mukaista oikeutta nostaa kannetta yhtiön johtoa vastaan, vaan muiden sidosryhmien suoja perustuu muuhun lainsäädäntöön ja mahdollisiin sopimusjärjestelyihin. Osakkeenomistajilla ei ole taloudellista intressiä nostaa kannetta tai valvoa yhtiön johtoa, vaikka toiminta olisi eettisesti kyseenalaista. Lisäksi yritysten osalta, joilla on muu kuin voitontuottamistarkoitus, herää kysymys, miten arvotetaan esimerkiksi osakkeenomistajien kärsimän vahingon määrä, jos yhtiö on toiminut tarkoituksensa vastaisesti ympäristölle haitallisella tavalla, erityisesti sijoituksen osoittautuessa voitolliseksi.¹⁶⁷

¹⁶⁶ Toiviainen 2004, s. 428.

¹⁶⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 337. Katso myös Turtiainen 2004, s. 138.

Yksi ongelmista on myös sidosryhmien ristiriitaiset intressit ja niiden yhteensovittaminen.¹⁶⁸ Kompensoimalla ilmastopäästöjä tai maksamalla työntekijöille ja alihankkijoille suurempia palkkioita joudutaan vuorostaan karsimaan yhtiön voittomarginaalista tai nostamaan hintaa. Jos eri sidosryhmiä ei aseteta jonkinlaiseen etusijajärjestykseen, ongelmaksi tulee sidosryhmien etujen välinen punninta ja valinta vaihtoehtoisten toimintatapojen välillä. Jos ristiriitaisia intressejä pyritään ratkaisemaan liikkeenjohdon strategialla, ei sidosryhmämalli luo käytännössä mitään uutta, vaan se perustuu edelleen osakkeenomistajien edun edistämiseen. Muut tavat johtavat käytännössä vain kompromisseihin sidosryhmien välillä, joten sidosryhmien intressiristiriidat voidaan katsoa ratkaisemattomaksi ongelmaksi. Kompromissit ja epämääräiset päämäärät lisäävät agenttikustannuksia ja voivat lamauttaa yhtiön päätöksentekojärjestelmän.¹⁶⁹ Voiton tuottamisen ja osakkeenomistajakakeskeisyyden on katsottu myös lopulta parhaiten edistävän kansantalouden ja siten eri sidosryhmien etua ja ihmisten hyvinvointia.¹⁷⁰

Ensimmäisenä sidosryhmäajattelua koskevana kirjoituksena voidaan mainita Berlen ja Doddin välinen keskustelu osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien asemasta jo vuosilta 1931 ja 1932.¹⁷¹ Ennen osakkeenomistajakakeskeisyyden yliotetta yhtiöoikeudessa voidaan tunnistaa kolme erilaista mallia: 1) Johtokeskeisen mallin mukaan omistajista riippumattomalla ja ammattimaisella yritysjohdolla on parhaat mahdollisuudet johtaa yritystä yleisen yhteiskunnallisen edun parhaaksi. Malli oli tyypillinen erityisesti Yhdysvalloissa 1930-luvulta 1950-luvulle. 2) Työntekijäkeskeinen malli korosti työvoiman, tarkemmin sanottuna ammattiliittoja ja niiden intressejä. Mallia kehitti Saksa toisen maailmansodan jälkeen ja sitä pyrittiin toteuttamaan 1970- ja 1980-luvulla Euroopan yhteisön yhtiöoikeusdirektiivillä. Kritiikin vuoksi malli ajettiin alas, eikä se ole sisältynyt nykyiseen EU:n yhtiöoikeuteen. 3) Valtiokeskeinen malli, jossa korostui julkisen vallan merkitys yritystoiminnan kontrolloinnissa. Malli oli selkeimmin esillä toisen maailmansodan jälkeisessä Ranskassa ja Japanissa. Suomen vuoden 1978 OYL:n on katsottu olevan valtiokeskeinen ja monet suomalaiset yhtiöt ovat vieläkin valtion määräysvallassa.¹⁷² Vaikka edellä mainitut kolme mallia menettivät pitkälti merkityksensä osakkeenomistajakakeskeisen mallin suosion myötä 1980-luvulla, voidaan sidosryhmäajattelu ja yhteiskuntavastuun korostuminen nähdä näiden mallien jatkumona. Erityisesti johtokeskeinen malli voidaan nähdä fidusiaarisen sidosryhmämallin vastineena, sillä molemmat mallit korostavat johdon itsenäisyyttä ja kaikkien sidosryhmien etujen huomioimista. Sidosryhmäajattelun voidaan katsoa nousseen haastamaan osakkeenomistajakakeskeisyyttä 2000-luvulla, jolloin Blair ja Stout esittelivät vuonna 1999 johtajakakeskeistä mallia läheisesti muistuttavan *team production* -teorian. Teorian mukaan kontrollivalta yhtiössä osoitettaisiin riippumattomalle hallitukselle, jonka tehtävänä olisi

¹⁶⁸ Dunfee 2009, s. 9.

¹⁶⁹ Hansmann – Kraakman 2000, s. 448.

¹⁷⁰ Friedman 1970.

¹⁷¹ Berle 1931 ja Dodd 1932.

¹⁷² Mähönen – Villa 2015, s. 319–321.

jakaa yhtiön tulos sidosryhmien kesken. Blair ja Stout katsoivat, että hallituksen edistäessä kaikkien sidosryhmien etuja, on sidosryhmillä intressi tehdä yhtiökohtaisia panostuksia, joka puolestaan edistää sekä yhtiön että sen sidosryhmien etua.¹⁷³ Osakkeenomistajien ja sidosryhmien etu on viime vuosina rinnastettu. *Jensen* katsoi vuonna 2001 yhtiön johdon tehtäväksi kaikkien sen liikkeeseen laskemien arvopapereiden maksimoinnin.¹⁷⁴ Vuonna 2007 *Freeman*, *Harrison* ja *Wicks* katsoivat rahoittajien ja muiden sidosryhmien intressit lähtökohtaisesti yhteneviksi.¹⁷⁵ Sidosryhmäajattelu on saanut tuulta alleen erilaisten ilmiöiden ja poliittisen kehityksen vuoksi. Ensimmäisenä laukaisevana tekijänä voidaan nostaa vuoden 2001 *Enron*-skandaali, joka toi esiin osakkeenomistajakeskeisyyden varjopuolia.¹⁷⁶ Osakkeenomistajakeskeisyyden lyhytnäköisyyttä pidettiin yhtenä syynä myös vuoden 2008 finanssikriisille¹⁷⁷, joka sai ihmiset suhtautumaan aiempaa kriittisemmin voitontavoitteluun.¹⁷⁸ Lisäksi kansainvälisten suuryritysten valta ja vaikutus ihmisten elämään on kasvanut huomasti ja niiden toiminnan on nähty alistavan kehitysmaita ja on puhuttu jopa uskolonialismista: suuryritykset keräävät voitot käyttämällä hyväksi kehitysmaiden halpaa työvoimaa, luonnonvaroja ja lepsua oikeusjärjestelmää.¹⁷⁹ Poliittisessa keskustelussa on myös kyseenalaistettu talouskasvu valtion ja yritysten tavoitteena. Talouskasvun ei nähdä enää nostavan ihmisten henkistä hyvinvointia, ainakaan länsimaissa.¹⁸⁰ Suurimpana yksittäisenä tekijänä osakkeenomistajakeskeisyyden kritiikille voidaan kuitenkin nostaa huoli ilmastonmuutoksesta. Talouskasvun tavoittelun ja voitontuottamisen lyhytnäköisyyden voidaan katsoa johtaneen maapallon resurssien tuhlailevaan käyttöön ja keskeisenä syynä yhteiskuntavastuun korostumiselle on ympäristölainsäädännön epäonnistuminen.¹⁸¹ Pohjoismaissa *Mähönen* ja *Sjåfjell* ovat esittäneet, että voitontuottamistarkoituksen sijasta yhtiön toiminnan tarkoitus tulisi olla kestävän arvon luominen planeetan kestokyvyn rajoissa.¹⁸² Edellä kuvatun kehityksen myötä vihreät puolueet ja arvot ovat saaneet jalansijaa erityisesti länsimaiden politiikassa 1980-luvulta lähtien, joka on näkynyt myös lainsäädännössä. Kehityksen voidaan katsoa jatkuvan, sillä vihreät arvot ovat suosittuja erityisesti nuorempien sukupolvien keskuudessa.¹⁸³ Osakkeenomistajakeskeisyyden kritiikistä ja yhteiskunnallisesta kehityksestä huolimatta, sidosryhmäajattelun ja osakkeenomistajalähtöisen ajattelutavan ei voida katsoa ainakaan vielä yhdistyneen käytännössä: yhteiskuntavastuu ja sidosryhmien etujen huomiointi edellyttää, että ne tuottavat voittoa.

¹⁷³ Blair – Stout 1999, erityisesti s. 274, 320–322. Katso myös Mackey – Sisodia 2014, erityisesti s. 34.

¹⁷⁴ Jensen 2001, s. 9.

¹⁷⁵ Freeman – Harrison – Wicks 2007, erityisesti s. 5–6.

¹⁷⁶ Blair 2003, s. 894–895 ja 900.

¹⁷⁷ Sjåfjell – Richardson 2015, s. 325.

¹⁷⁸ Katso esimerkiksi Stout 2012, erityisesti s. 44–49.

¹⁷⁹ Nkrumah 1965.

¹⁸⁰ Jackson 2009, erityisesti s. 17–33.

¹⁸¹ Richardson – Sjåfjell 2015, s. 12.

¹⁸² Mähönen – Sjåfjell 2014, s. 59. Katso myös Sjåfjell 2009, s. 469.

¹⁸³ Vaalitutkimus 2019.

2.2 Yhtiön tarkoitus

2.2.1 Voiton tuottaminen osakkeenomistajalle

OYL 1:5 §:n mukaan yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, joka on jaksossa 2.1.3 todettu osakkeenomistajien yhteiseksi tavoitteeksi.¹⁸⁴ Voitontuottamistarkoituksen ollessa yleinen periaate, ohjaa se koko OYL:n tulkintaa.¹⁸⁵ OYL:n esitöissä täsmennetään, ettei sääntö tarkoita voittojen maksimointia lyhyellä aikavälillä, vaan voitontuottamista tulisi tarkastella ”pidemmällä tähtäyksellä”.¹⁸⁶ OYL 1:5 §:n mukaiselle voiton tuottamiselle osakkeenomistajille on esitetty erilaisia määritelmiä: yhtiön nettovarallisuuden maksimointi,¹⁸⁷ yhtiön osakkeiden arvon maksimointi,¹⁸⁸ yhtiön arvon maksimointi nykyisille sekä tuleville osakkeenomistajille¹⁸⁹ ja yhtiön kaikkien liikkeeseen laskemien arvopaperien arvon maksimointi (*firm value*).¹⁹⁰ Perustelut voiton tuottamisen määritelmille perustuvat loogisesti rahoitusteoriaan.

Tärkeimpänä lähtökohtana osakkeenomistajan voiton laskemiselle voidaan pitää nettonykyarvon maksimointia, johon on aikaisemmissa jaksoissa jo viitattu. Sekä yhtiöön sijoittavat että yhtiön johto päättäessään yhtiön varojen käytöstä pyrkivät nettonykyarvon maksimointiin olettaen, että yhtiön sekä sijoittajan tarkoitus on tuottaa voittoa. Nettonykyarvolla (*net present value = NPV*) tarkoitetaan kassavirtojen nykyarvoa.¹⁹¹ *NPV* saadaan laskettua diskonttaamalla tulevat kassavirrat korkokertoimella, joka kuvastaa kassavirtaan liittyvää riskiä:

$$NPV = \sum_{i=0}^n \frac{x_i}{(1+r)^i}$$

NPV = nettonykyarvo

x_i = kassavirta aikavälillä i

r = kassavirran riski (diskonttauskorko)

n = kokonaisaika

i = kassavirtojen aikaväli

¹⁸⁴ OYL 1:5 §:n mukainen olettamassäänös. Yhtiöllä voi toki olla lisäksi tai kokonaan erilainen toiminnan tarkoitus.

¹⁸⁵ Esimerkiksi Rajaniemi – Villa 2004, s. 161.

¹⁸⁶ Katso HE 109/2005 vp, s. 39–40.

¹⁸⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinahö 2018a, s. 33 ja siinä viitattu kirjallisuus.

¹⁸⁸ Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 54 ja Kraakman ym. 2017, s. 23.

¹⁸⁹ Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 4.

¹⁹⁰ Jensen 2001, s. 8. Katso lisäksi Mähönen 2009, s. 29–30, sekä Mähönen – Villa 2015, s. 350.

¹⁹¹ Katso esimerkiksi Berk – DeMarzo 2017, jossa on kattava perusesitys investointien arvonmäärityksestä.

Nettonykyarvo kuvastaa ensinnäkin rahoitusteorian mukaista tuotto-riski-suhteen maksimointia. Riskin kasvaessa myös odotettujen kassavirtojen tulisi olla suurempia positiivisen nettonykyarvon saavuttamiseksi. Lisäksi nettonykyarvo huomioi ajan kulumisen.¹⁹² Laskukaavassa tämä näkyy siten, että jos kassavirran riskiksi arvioidaan esimerkiksi 10 prosenttia vuodessa, tulee toisen vuoden kassavirta jakaa luvulla 1,21.¹⁹³ Diskonttaamisella huomioidaan myös siis rahan hinta eli se, kuinka kauan rahat ovat sidottuna sijoitukseen/investointiin ennen kuin ne alkavat tuottamaan. Sidotut rahat ovat pois käytöstä muista tuottavista sijoituksista. Mitä kauemmin siis kestää, että sijoitus/investointi alkaa tuottamaan voittoa, sen suurempia voittojen tulisi olla. Positiivinen nettonykyarvo kertoo sen, että sijoitus on kannattava huomioiden siihen liittyvän riskin ja rahan ajallisen arvon. Nettonykyarvon osalta voidaan todeta myös se, että investoinnin nettonykyarvo voi olla positiivinen, vaikka yhtiö ei saisi hankkeesta tuloja ollenkaan. Hankkeen voidaan arvioida johtavan tulevaisuudessa investointia suurempiin diskontattuihin säästöihin, esimerkiksi tuotantokustannuksissa säästämällä tai välttämällä potentiaalisen mainehaitan aiheuttamat tappiot.

Kun osakkeenomistaja haluaa laskea sijoituksensa nettonykyarvon, hänen tulee siis laskea tai pikemmin arvioida sijoituksen kassavirrat ja riski. Osakesijoituksessa ei synny muita negatiivisia kassavirtoja kuin osakkeen hankintahinta, sillä osakkeenomistaja ei vastaa yhtiön velvoitteista muutoin kuin sijoittamallaan pääomalla. Osakkeenomistajan positiivisten rahavirtojen eli kokonaistuoton taas voidaan katsoa koostuvan varojen jaosta ja osakkeen arvonnoususta. OYL 1:5 §:n voiton tuottaminen voi tapahtua pelkästään varojen jakona tai osakkeen arvon nousuna tai näiden yhdistelmänä.¹⁹⁴ Kuten jaksossa 2.1.3 todettiin, päätös jättää jakamatta varoja ei muuta osakkeenomistajan asemaa, sillä yhtiön tekemä voitto kuuluu yhtiön vapaan oman pääoman kassavaroihin ja nostaa siten osakkeen tulevien kassavirtojen määrää ja siten myös osakkeen arvoa. Omien osakkeiden hankinta varojenjakotapana taas nostaa osakkeenomistajan suhteellista omistusosuutta ja siten osakkeen tulevien kassavirtojen määrää ja täten osakkeen arvoa. Yllä olevan perusteella voidaan siis todeta osakkeen arvoksi osakkeen tulevien kassavirtojen (jaettavat varat per osake) nykyarvo, jota kuvaa *dividend discount model (DDM)*¹⁹⁵:

¹⁹² Rahan aika-arvosta katso esimerkiksi Berk – DeMarzo 2017, s. 130–143.

¹⁹³ $(1+r)^i = (1+0,1)^2$.

¹⁹⁴ HE 109/2005 vp, s. 39. Katso lisäksi KKO:n ratkaisut 2015:104 ja 2015:105, joissa yhtiön täysin omistamalle tytäryhtiölle tekemät konserniavustukset katsottiin yhtiön edun mukaisiksi investoinneiksi, vaikka ne vähensivät yhtiön välittömästi jakokelpoisia varoja.

¹⁹⁵ Dividend viittaa vain osinkoihin, mutta varoja voidaan jakaa myös muilla tavoin (OYL 13:1 §).

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Div_i}{(1+r_e)^i}$$

P_0 = osakkeen arvo

Div_i = osakkeen kassavirta, aikavälillä i

r_e = oman pääoman kustannus¹⁹⁶ (diskonttaus korko)

i = kassavirtojen aikaväli¹⁹⁷

Osakkeen arvoa voidaan lisäksi tarkastella yhtiön pääomarakenteen kautta. Yhtiön arvo saadaan laskemalla yhteen yhtiön tulevan vapaan kassavirran nykyarvo ja yhtiön omaisuus (rahoitusvarat + reaali-pääoma). Yhtiön arvo taas voidaan jakaa omaan ja vieraaseen pääomaan. Kun otetaan huomioon vielä, että osakkeenomistajille kuuluvat yhtiön kassavarat ja tulevat kassavirrat velkojen (vieraan pääoman) maksun jälkeen, saadaan osakkeen arvolle hetkellä 0 seuraava kaava¹⁹⁸:

$$P_0 = \frac{\text{tulevan vapaan kassavirran nykyarvo} + \text{yhtiön omaisuus}_0 - \text{vieras pääoma}_0}{\text{osakkeiden lukumäärä}_0}$$

P_0 = osakkeen arvo.

Tuoton lisäksi on olennaista ymmärtää sen vastinpari riski. Vapaat kassavirrat diskontataan vieraan ja oman pääoman painotetulla tuottovaatimuksella eli pääomakustannuksella (r_{wacc}). Riskin vähentyessä tuottovaatimus ja siten yhtiön pääomakustannukset laskevat. Tällöin diskonttaus korko pienenee ja osakkeen arvo nousee. Pääomakustannus toimii yhtiön investointien tuottovaatimuksena, sillä diskonttaus koron (r_{wacc}) alle jäävät investoinnit laskevat yhtiön arvoa niiden nettonykyarvon verran.

Osakkeenomistajan riski on jaettu väärinkäytösriskiin ja liiketoimintariskiin.¹⁹⁹ Väärinkäytösriskillä viitataan päämies-agentti-ongelmiin, esimerkiksi johdon opportunistiseen käyttäytymiseen osakkeenomistajien kustannuksella. Mitä enemmän yhtiöllä on hallussaan jakokelpoisia varoja, sitä suuremmaksi väärinkäytösriski voidaan katsoa.²⁰⁰ Väärinkäytösriskiä pyritään minimoimaan ensisijaisesti OYL:n avulla rajoittamalla määräysvaltaa käyttävien

¹⁹⁶ Osakkeenomistajien tuotto-odotus sijoitukselleen. Vieraan pääoman kustannus sekä vieraan ja oman pääoman suhde huomioidaan jo jaettavien varojen määrässä (Div_n).

¹⁹⁷ Yhtiön toiminta ja siten sen osakkeista saadut rahavirrat ovat lähtökohtaisesti jatkuvia, jonka vuoksi kokonaisaika on kaavassa ∞ .

¹⁹⁸ Vapaa kassavirta (*free cash flow* = *FCF*) perustuu yhtiön tulokseen eikä ota huomioon yhtiön varallisuutta eikä vierasta pääomaa (velkaa), jonka vuoksi nämä ovat lisätty kaavaan. *Dividend discount model* taas huomioi kassavarat ja vieraan pääoman, sillä nämä vaikuttavat jaettavissa olevan pääoman määrään (osakkeen kassavirta).

¹⁹⁹ Vahtera 2011, s. 190.

²⁰⁰ Katso esimerkiksi Farre-Mensa – Michaely – Schmalz 2014, s. 29–66.

toimintamahdollisuuksia sekä antamalla osakkeenomistajille hallinnointioikeuksia.²⁰¹ Lisäksi johdon ja osakkeenomistajien intressejä voidaan yhtenäistää erilaisilla kannustimilla.

Liiketoimintariski voidaan jakaa vielä kahteen osaan: markkinariskiin ja toteutusriskiin.²⁰² Markkinariskillä tarkoitetaan koko markkinalle yhteistä riskiä, joka johtuu koko markkinoihin vaikuttavista tekijöistä, kuten korkoriskistä. Markkinariskiin ei voida juurikaan vaikuttaa ja oikeastaan ainoa keino vaikuttaa yhtiön tai osakkeenomistajan markkinariskiin on säädellä pääomarakennetta, eli oman pääoman ja velan suhdetta. Velan määrän noustessa myös markkinariski nousee. Markkinariski vaikuttaa siten yhtiön painotettuun pääoman kustannukseen (r_{wacc}).²⁰³ Osakkeenomistaja voi tasapainottaa sijoitusyhtiöidensä markkinariskiä nostamalla tai laskemalla oman velkavipunsa määrää.²⁰⁴ Osakkeenomistajan intressissä ei kuitenkaan voida katsoa olevan markkinariskin täysi minimointi, sillä osakkeenomistajan tuotto-odotus perustuu juuri markkinariskin ottamiseen.²⁰⁵ Osakesijoituksen voidaan aina katsoa sisältävän markkinariskin, jonka vuoksi sen tuotto-odotus on kovempi kuin riskittömänä pidettyjen valtioiden obligaatioiden.

Liiketoimintariskin toisella osalla, toteutusriskillä, tarkoitetaan riskiä yhtiön kassavirran jäämistä odotettua pienemmäksi. Toteutusriskin minimointi kuuluu olennaisesti yhtiön johdon tehtäviin. Toteutusriskin realisoituminen voi johtaa yhtiön johdon vaihtoon ja johdon toimiessa tuottamuksellisesti mahdollisesti jopa vahingonkorvausvelvollisuuteen aiheutetusta vahingosta.²⁰⁶ Toteutusriski eroaa markkinariskistä myös siinä mielessä, että sen määrä vaihtelee yhtiön eri investointien välillä. Yllä esitetyn perusteella voidaan muodostaa vapaan kassavirran nettohyötyarvon laskukaava:

²⁰¹ Kraakman ym. 2017, s. 51–71.

²⁰² Katso Berk – DeMarzo 2017, s. 459.

²⁰³ Painotettu keskimääräinen pääomakustannus on yrityksen vaatima kokonaistuotto. Siihen vaikuttaa sijoittajien vaatima tuotto riskin ottamisesta sekä velkojen kustannukset. Painotettu keskimääräinen pääomakustannus saadaan kertomalla oman pääoman tuottovaatimus ja velan kustannukset niiden suhteella koko pääomasta.

²⁰⁴ Osakkeenomistajan velkavivun säätelyä kutsutaan ”omakätiseksi velkavivuksi” (*homemade leverage*). Katso Modigliani – Miller 1958, s. 270. Pääomarakenteella on huomattu olevan vaikutusta yhtiön kassavirtoihin myös markkinariskivaikutuksen ulkopuolella. Katso esimerkiksi Berk – DeMarzo 2017, s. 551–617.

Pääomarakenteesta päättäminen kuuluu siten johdon huolellisuusvelvollisuuden piiriin, eikä osakkeenomistaja voi omakätisellä velkavivulla vaikuttaa pääomarakenteesta aiheutuvien markkinariskin ulkopuolisiin kassavirtavaikutuksiin.

²⁰⁵ Markkinariskin ja tuotto-odotuksen yhteys ilmenee alla käsiteltävästä CAP-mallista.

²⁰⁶ Johdon velvollisuuksista tarkemmin jaksossa 3.

$$PV(FCF) = \sum_{i=0}^n \frac{(1-p)FCF_i}{(1+r_{wacc})^i}$$

$PV(FCF)$ = Vapaan kassavirran nettonykyarvo

FCF_i = Vapaa kassavirta aikavälillä i

p = kassavirran epäonnistumisen riski

r_{wacc} = yhtiön painotettu pääomakustannus

Usein yhtiö voi arvioida tarkasti vain yhden vuoden kassavirran, jolloin seuraavien vuosien kassavirrat arvioidaan kasvuprosentilla (g). Vapaan kassavirran nettonykyarvon ja *dividend discount modelin* kaavat voidaan tällöin ilmaista seuraavasti:

$$PV(FCF) = \frac{(1-p)FCF_1}{r_{wacc} - g}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{r_e - g}$$

$PV(FCF)$ = vapaan kassavirran nettonykyarvo

FCF_1 = ensimmäisen vuoden vapaa kassavirta

p = yrityskohtainen/hankekohtainen riski

r_{wacc} = yhtiön painotettu pääomakustannus

g = vapaan kassavirran arvioitu kasvu

P_0 = osakkeen arvo

D_1 = osakkeen ensimmäisen vuoden kassavirta

r_e = oman pääoman kustannus

g = osakkeen kassavirran arvioitu kasvu

Lopulta yllä esitetyn perusteella voidaan muokata osakkeen arvon kaavaa pääomarakenteen kannalta tarkasteltuna seuraavasti²⁰⁷:

$$P_0 = \frac{\frac{(1-p)FCF_1}{r_{wacc} - g} + \text{yhtiön omaisuus}_0 - \text{vieras pääoma}_0}{\text{osakkeiden lukumäärä}_0}$$

P_0 = Osakkeen arvo

FCF_1 = ensimmäisen vuoden vapaa kassavirta

p = yrityskohtainen / hankekohtainen riski

r_{wacc} = yhtiön painotettu pääomakustannus

g = vapaan kassavirran arvioitu kasvu

Painotettu pääomakustannus (r_{wacc}) vaikuttaa vapaan kassavirran nettonykyarvoon ja siten myös osakkeen arvoon ja kassavirtaan, joten se vaikuttaa kaikkiin edellä mainittuihin kaavoihin, vaikka sitä ei kyseisessä kaavassa olisikaan erikseen mainittu. Painotetun pääomakustannuksen laskemiseksi keskeistä on määritellä oman pääoman kustannus (r_e), eli osakkeenomistajan tuottovaatimus, sillä vieraan pääoman kustannus (r_d) saadaan laskemalla vieraan pääoman korkokustannusten painotettu keskiarvo. Oman pääoman kustannus (r_e) voidaan laskea CAP-mallin avulla (*capital asset pricing model, CAPM*).²⁰⁸ CAP-malli kuvaa riskin ja tuotto-odotuksen välistä suhdetta. CAP-mallin tavoitteena on arvioida, onko osakkeen hinta yli- tai aliarvostettu vertaamalla sijoituksen riskiä ja rahan

²⁰⁷ *Dividend discount model* -laskukaavaa ei ole tarpeen muokata, sillä kaavan osakkeen kassavirta (Div_n) ottaa jo huomioon tulevien vapaiden kassavirtojen nettonykyarvon $PV(FCF)$.

²⁰⁸ CAP-mallista tarkemmin katso Bodie – Kane – Marcus 2014, s. 291–302.

aika-arvoa sijoituksen odotettuun tuottoon.²⁰⁹ Oman pääoman kustannus (r_e) voidaan laskea kaavalla²¹⁰:

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

r_e = oman pääoman kustannus

r_f = riskitön korkokanta²¹¹

β_i = yrityskohtainen riski

r_m = odotettu tuotto markkinoilla

Kun oman pääoman kustannus on laskettu, voidaan laskea yhtiön painotetun pääoman kustannus (r_{wacc}):

$$r_{wacc} = \frac{OP}{OP + VP} \times r_e + \frac{VP}{OP + VP} \times r_d \times (1 - vero\%)$$

r_{wacc} = painotettu pääomakustannus (diskonttauskorko)

OP = oma pääoma

VP = vapaa pääoma

r_e = oman pääoman kustannus

r_d = vieraan pääoman kustannus²¹²

$vero\%$ = yhtiön tuloveroprosentti²¹³

Keskeisimpiä huomioita kaikista yllä olevista laskukaavoista on se, että osakkeenomistajien intressiksi ei voida katsoa varojenjaon maksimointia lyhyellä tähtämellä, vaan osakkeenomistajien intressi koostuu yhtiön varojenjakopotentialista koko yhtiön toiminnan ajalta, jonka odotetaan lähtökohtaisesti jatkuvan tästä ikuisuuteen eli toistaiseksi.²¹⁴ OYL:n esitöiden täsmennystä, jonka mukaan voiton tuottamista tulisi tarkastella ”pitkällä tähtäyksellä” voidaan siis pitää osakkeenomistajien intressin mukaisena.²¹⁵ Laskukaavat osoittavat sen, että vaikka yhtiön investointi vähentäisi sillä hetkellä yhtiön jaettavissa olevia varoja, pitäisi osakkeiden arvon nousta investoinnin nettonykyarvon verran.²¹⁶ Osakeyhtiön varojen nettonykyarvon maksimointi voidaan katsoa osakkeenomistajien yhteiseksi intressiksi. Tämä tarkoittaa myös, että varojenjaon ajankohdan tulisi olla riippuvainen siitä, onko yhtiöllä mahdollisuutta investoida varallisuutta nettonykyarvoltaan positiivisiin hankkeisiin.²¹⁷ Lopulta tuoton osalta laskukaavat osoittavat siten osakkeenomistajien intressin koostuvan erityisesti tulevaisuudessa toteutuvasta kassavirrasta²¹⁸, eli yhtiön arvosta *going concern*.²¹⁹

²⁰⁹ Katso esimerkiksi Sunder 2002, s. 224.

²¹⁰ Sharpe 1964.

²¹¹ Esimerkiksi vakavaraisen valtion obligaation tuotto

²¹² Vieraan pääoman kustannus on vieraasta pääomasta maksettavien korkokustannusten painotettu keskiarvo.

²¹³ Korkokustannukset vähentävät yhtiön verotettavaa tuloa, jonka vuoksi yhtiön tuloveroprosentti huomioidaan.

²¹⁴ Katso Mähönen – Villa 2015, s. 350, Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 54 ja Toiviainen 2004, s. 431.

²¹⁵ HE 109/2005 vp, s. 39–40.

²¹⁶ Empiirisestä tutkimuksesta katso Jiang–Koller 2007. Katso lisäksi Toiviainen 2004, s. 430–431.

²¹⁷ Varojenjaon ajankohdasta katso esimerkiksi Farre-Mensa – Michaely – Schmalz 2014, s. 29–66.

²¹⁸ Katso Barton 2011, s. 87. Yhtiön arvosta yleensä noin 70–90 % koostuu yli kolmen vuoden päästä realisoituvista kassavirtaodotuksista.

²¹⁹ Yhtiön toiminnassa on kaikissa tilanteissa tavoiteltava toiminnan tarkoituksen toteuttamista sekä pyrittävä toiminnan jatkuvuuteen. HE 109/2005 vp, s. 39.

Nettonykyarvon kannalta on olennaista ymmärtää myös riskin suhde tuottoon. Mitä riskillisempää yhtiön liiketoiminta on, sitä suurempi on osakkeenomistajien ja velkojien tuottovaatimus ja sitä vähempiarvoinen on siten tulevien kassavirtojen nettonykyarvo. Osakkeenomistajat pyrkivät suojautumaan yrityskohtaiselta riskiltä hajauttamalla sijoitussalkkuaan ja valitsemalla osakeyhtiölle pätevän johdon. Väärinkäytösriskeiltä osakkeenomistajia suojaa ensisijaisesti OYL. Markkinariskiltä osakkeenomistaja ei voi suojautua hajauttamalla, mutta voi säädellä sitä omalla velkavivullaan. Markkinariskin minimointi täysin ei ole järkevää, sillä muutoin osakkeenomistaja joutuisi karsimaan tuotto-odotuksistaan. Yhtiön johdon tehtävänä on pyrkiä minimoimaan toteutumisriski ja löytää lisäksi sopiva pääomarakenne, sillä painotettu pääomakustannus r_{wacc} toimii yrityksen tuottovaatimuksena ja vaikuttaa osakkeen arvoon.²²⁰

Tällöin yhteiskuntavastuulliset seikat ovat alisteisia voitontuottamistarkoitukselle.²²¹ Yhteiskuntavastuuta voidaan toteuttaa liiketoiminnan tai varojen jaon kautta siinä määrin, missä sen toteutus tarjoaa suurimman nettonykyarvon.²²² Lisäksi on huomioitava mahdollinen vaihtoehtoiskustannus. Mikäli yhteiskuntavastuuseen investointi tarkoittaisi nettonykyarvoltaan positiivisemmasta hankkeesta luopumista, ei sitä voida toteuttaa.

Vaikka todellisuudessa sijoitusten arvonmääritys on mutkikas prosessi²²³ toimivat edellä esitetyt laskukaavat osakkeen arvonmäärityksen perustana. Suomalaisessa oikeuskäytännössäkin osakkeiden käyvän arvon määritys on perustunut substanssiarvon, eli yrityksen nettovarojen, ja tuottoarvon, eli tulevaisuudessa saatavien kassavirtojen nykyarvon, yhdistelmään, kun yhtiön osakkeella ei ole ollut markkinahintaa.²²⁴ Näistä tuottoarvoa on pidetty ensisijaisena arvonmäärityskäytännönä.²²⁵

2.2.2 Muu kuin voitontuottamistarkoitus

Edellä esitetty voitontuottamistarkoitus on OYL 1:5 §:n oletettasäännös. Mikään ei siten estä sitä, että osakeyhtiöllä olisi täysin erilainen toiminnan tarkoitus. Hallituksen esityksessä tarkennetaan, että yhtiön toiminnan tarkoitus voi olla täysin yleishyödyllinen tai yleishyödyllisen tarkoituksen ja voitontuottamistarkoituksen välimuoto.²²⁶ Yhtiön tarkoituksen ollessa muu kuin puhdas voitontuottamistarkoitus, yhtiöjärjestykseen on otettava määräys siitä,

²²⁰ Pääomarakenteen valinnasta katso esimerkiksi Titman – Wessels 1988.

²²¹ Mähönen 2013, s. 569. Katso myös Skog 2015, s. 16.

²²² Tapauksessa KKO 2006:90 vierasvelkavakuuden antamiselta edellytettiin liiketaloudellista perustetta.

²²³ Katso esimerkiksi Berk – DeMarzo 2017, jossa on kattava perusesitys investointien arvonmäärityksestä.

²²⁴ Katso esimerkiksi KKO 2020:99, KHO 2016:18, KHO 2014:33 ja KKO 2011:2.

²²⁵ Tuottoarvon ensisijaisuudesta katso Mähönen – Villa 2020, s. 876–877 ja Mähönen 2001, s.734.

²²⁶ HE 109/2005 s. 39.

miten yhtiön varat on jaettava (OYL 13:9 §). Yhtiöjärjestyksen määräyksellä voidaan tehdä yleishyödyllisen tavoitteen taloudellisesta tukemisesta yhtiön jakokelpoisista varoista mahdollista.²²⁷ Varojenjaon osalta olisi myös järkevää avata laskuperusteita sille, millainen osuus yhtiön toiminnan tuotosta käytetään yleishyödyllisiin tarkoituksiin ja missä määrin hyöty kuuluu osakkeenomistajille.²²⁸

Olen katsonut jaksossa 2.1.4, että yhtiö voi olla yhteiskuntavastuullinen, vaikka se priorisoisi vain yhtä yleishyödyllistä tarkoitusta. Katson siten, että yhteiskuntavastuullinen yritys voi määrittellä yhtiön yleishyödyllisen tarkoituksensa laajasti, jolloin yhtiön tarkoitus on edistää useamman sidosryhmän etua tai suppeasti, jolloin yhtiön tarkoituksena on edistää jonkin sidosryhmän etua voitontuottamistarkoituksen lisäksi. Jotta laajempi yleishyödyllinen tarkoitus ei johda sidosryhmäajattelun kritiikissä nostettuihin ongelmiin (jakso 2.1.4), tulee yhtiön määrittellä sidosryhmien keskinäinen arvojärjestys.²²⁹

Katson, että yhtiö voi ottaa yleishyödyllisen tarkoituksen osaksi yhtiöjärjestyksensä kolmella eri tavalla tai niiden yhdistelmänä: 1) tavoitteena, tällöin yhtiön toiminnan tarkoitus ei ole tuottaa voittoa osakkeenomistajille; 2) liiketoiminnan rajauksena, jolloin yleishyödyllinen tarkoitus rajaa sitä, millaista liiketoimintaa yhtiö voi harjoittaa. Yhtiön tarkoitukseksi voidaan määrittellä esimerkiksi voiton tuottaminen ympäristöystävällisellä tavalla ja; 3) varojenjaon ohjauksena, jolloin yhtiön tarkoituksena säilyy voitontuottaminen, mutta varat ohjataan yhtiöjärjestyksen mukaisesti sidosryhmien kesken.²³⁰

Vaihtoehtoista 2 ja 3 eivät aiheuta ongelmia voitontuottamistarkoituksen kannalta. Vaihtoehto 2 ainoastaan rajaa sitä, miten yhtiö voi pyrkiä toteuttamaan voitontuottamistarkoitusta. Vaihtoehto 3 taas ei vaikuta yhtiön toimintaan mitenkään, ainoastaan miten yhtiön tuottama voitto jaetaan. Vaihtoehdon 1 mukainen tavoite aiheuttaa enemmän harmaita hiuksia. Katson kuitenkin yhtiön tarkoituksen toteuttamisen olevan edelleen laskettavissa nettonykyarvomenetelmällä. Sidosryhmien etuja tulee painottaa niiden arvojärjestyksen perusteella. Laskukaavasta vaikean tekee se, että tiettyjen sidosryhmien edut ovat vaikeasti mitattavissa keskenään. Esimerkiksi ratkaisun ympäristöystävällisyydelle tulee pystyä

²²⁷ Laittomasta varojenjaosta tarkemmin jaksossa 3.2.2.

²²⁸ Samoin tulisi huomioida yhtiön varallisuuden jakaminen toiminnan loppuessa.

²²⁹ Katso esimerkiksi Sitran kestävyuden pyramidimalli. Sitra 2013. Katso jakso 2.1.4.

²³⁰ Samansuuntaisesti Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b s. 85–86. Heidän mukaansa yhtiölle voidaan asettaa ensisijainen tavoite ja toissijaiseksi tavoitteeksi voiton tuottaminen. Kyseessä on siis voitontuottamistarkoitusta rajoittava toinen tarkoitus eli vaikutukseltaan samanlainen määräys kuin voitontuottamisen reunaehdot.

määrittämään jonkinlainen rahallinen arvo. En kuitenkaan katso tätä mahdottomaksi sillä, esimerkiksi juuri päästöille on määritetty hinta päästökauppassakin. Hieman vaikeamman laskukaavan kautta vaihtoehtoista on edelleen valittava nettonykyarvoltaan paras.

Yleishyödyllinen tarkoitus antaa siten yhtiölle paremmat mahdollisuudet toteuttaa yhteiskuntavastuuta, sillä yhteiskuntavastuu ei ole enää taloudelliselle kannattavuudelle alisteinen. Johdon päätöksenteon tehokkuuden ja opportunistin välttämiseksi on kuitenkin tärkeä määrätä yhtiön sidosryhmien arvojärjestyksestä sekä siitä, miten yhtiön voittovarot jaetaan sidosryhmien kesken. Katson, ettei liiketoiminnallisia päätöksiä voida tehdä missään tapauksessa puhtaasti moraalisiin argumentein, vaan päätösten pitää aina perustua nettonykyarvon maksimointiin.²³¹

2.3 Yhtiön etu

2.3.1 Yhtiön tarkoituksen ollessa voiton tuottaminen osakkeenomistajille

OYL 1:8 §:n mukaan yhtiön johdon tehtävänä on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Säännös sisältää yhtiön johdolle kaksi velvollisuutta: huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteen, joiden vaikutusta johdon päätöksentekoon käsitellään tarkemmin jaksossa 3.1. Tässä jaksossa huomio kiinnitetään yhtiön edun määritelmään.

OYL:n esitöissä todetaan yhtiön edun mukaan toimimisen sisältävän toimimisen yhtiön tarkoituksen mukaisesti, joka oletussäännön mukaisesti on voiton tuottaminen osakkeenomistajille.²³² Oikeuskirjallisuudessa yhtiön etu on samaistettu osakkeenomistajien etuun.²³³ Yhtiön etu siis sisältää osakkeenomistajien edun, jonka lisäksi yhtiön toiminnassa on pyrittävä varmistamaan toiminnan jatkuvuus.²³⁴ Tulkintaa tukee se, että edellisessä jaksossa 2.2.1 todettiin myös laskukaavojen kautta yhtiön investointien nettonykyarvon maksimoinnin johtavan myös osakkeenomistajien etuun, vaikka tämä vähentäisi yhtiön jakokelpoisia varoja sillä hetkellä. Osakkeenomistajien intressinä voidaan nähdä siis yhtiön toiminnan jatkuminen, sillä osakkeen arvo perustuu yhtiön kykyyn tuottaa voittoa pitkällä aikavälillä. Johdon asemaa juuri osakkeenomistajien päämiehenä konkretisoi myös osakkeenomistajien lähtökohtainen

²³¹ Katso myös Salo 2015, s. 99.

²³² HE 109/2005 vp, s. 41. Katso lisäksi Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 20. Yhtiön edun mukaisesti toimiminen katsotaan edellyttävän myös toimimisen yhtiön toimialan mukaisesti.

²³³ Katso esimerkiksi Savela 2015, s. 74–75 ja Pönkä 2013a, s. 22 sekä siinä viitatu lähteet.

²³⁴ HE 109/2005 vp, s. 38–39.

oikeus valita ja mahdollisesti myös erottaa yhtiön koko hallitus. Kysymys ei kuitenkaan ole näin yksinkertainen, jonka vuoksi yhtiön etu pyritään määrittelemään alla tarkemmin.

Yhtiön etua voidaan lähestyä ensinnäkin tarkastelemalla yhtiön toimintaan liittyviä kassavirtaketjuja. Yhtiölle kuuluu siis osakeyhtiön liiketoiminnan vapaa kassavirta (*FCF*), jota jo jaksossa 2.2.1 tarkasteltiin. Kun tästä kassavirrasta maksetaan vieraan pääoman kustannukset, saadaan osakkeenomistajille jakokelpoiset varat (osakkeenomistajan residuaaliasema). Yhtiön vapaalla kassavirralla tarkoitetaan liikevaihdosta jäljelle jäävää summaa, kun siitä on vähennetty liiketoiminnan kustannukset (=käyttökate, *EBITDA*), poistot (=liiketulos, *EBIT*), verot (=operatiivinen kassavirta, *OCF*) ja investoinnit²³⁵ (vapaa kassavirta, *FCF*). Vapaa kassavirta kertoo siis sen, kuinka paljon yhtiön tuloksesta voidaan maksaa tuottona oman ja vieraan pääoman sijoittajille. Diskonttaamalla yhtiön tulevat vapaat kassavirrat ja lisäämällä yhtiön omaisuus (reaalipääoma + rahoitusvarat) saadaan yhtiön arvo.²³⁶ Kun yhtiön arvo koostuu omasta ja vieraasta pääomasta ja huomioidaan osakkeenomistajien residuaaliasema, saadaan osakkeenomistajien kassavirraksi: $PV(FCF) + \text{Yhtiön omaisuus} - \text{Vieras pääoma}$.

Edellä olevasta huomataan se, että yhtiön tulevan vapaan kassavirran tai omaisuuden arvon kasvaessa kasvaa myös yhtiön arvo. Jensen huomioi edellä mainitun lisäksi, että yhtiön arvo koostuu toisaalta vieraasta ja omasta pääomasta (taseen vastattava puoli), jonka vuoksi hän näki yhtiön johdon tehtäväksi sen kaikkien liikkeeseen laskemien arvopaperien (osakkeet, velkakirjat yms.) arvon maksimoinnin.²³⁷ *Jensenin* teoriaa kutsutaan valistuneeksi arvon maksimoinniksi (*enlightened shareholder value*). Teorian ei voida katsoa olevan ristiriidassa osakkeenomistajien voitontuottamistarkoituksen kanssa, sillä osakkeenomistajien residuaaliaseman vuoksi heille kuuluu ylijäämä yhtiön tulevien vapaiden kassavirtojen tai omaisuuden arvon kasvattamisesta.²³⁸ Oikeuskirjallisuudessa on siten yleisesti katsottu OYL:n voitontuottamistarkoituksen vastaavan valistunutta arvonmaksimointia.²³⁹ Jaksossa 2.1.3 on toisaalta todettu osakkeenomistajien ja velkojien intressien olevan erilaiset, jonka vuoksi valistunutta arvon maksimointia voidaan kritisoida.²⁴⁰ Olen katsonut velkojien intressissä olevan sijoitukseen liittyvän riskin minimoiminen, sillä, toisin kuin osake, velka lähtökohtaisesti maksetaan takaisin ja sen tuotto perustuu ennalta sovittuun korkoon. Velkojaa kiinnostaa siis se kuinka todennäköistä on, että velallinen maksaa velkansa takaisin. Osakkeenomistaja kerää mahdollisen hyödyn yhtiön riskin kasvaessa, kun taas

²³⁵ Divestoinnit taas lisäävät vapaan kassavirran määrää.

²³⁶ Katso Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 138–152, jossa on yksityiskohtainen kuvaus prosessista, jolla vapaasta kassavirrasta johdetaan oman pääoman arvo.

²³⁷ Jensen 2001, s. 9.

²³⁸ Mähönen – Villa 2015, s. 116.

²³⁹ VN 2020:39, s. 140 ja Mähönen – Villa 2015, s. 350. Valistunut arvonmaksimointi on saanut myös kritiikkiä kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa. Katso esimerkiksi Nyström – Rajavuori 2014, s. 710. Valistunut arvonmaksimointi on nähty puutteellisenä kuvauksena todellisuudesta ja pahimmillaan jopa ”retorisena väistöliikkeenä”, jolla osakkeenomistajien ja/tai johdon todellinen yhteiskuntavastuu motiivi voidaan piilottaa.

²⁴⁰ Vahtera 2011, s. 154 ja Lautjärvi 2015, 2.1.5 Valistunut arvonmaksimointi.

velkojalle samat toimet näyttäytyvät kärjistetyksi vain kasvaneena riskinä.²⁴¹ Jensen on siitä kanssani samaa mieltä, ettei yhtiöllä voi olla ”kahta isäntää”.²⁴²

Katson edellä tässä jaksossa ja jaksoissa 2.2.1 ja 2.3.1 esitettyjen laskukaavojen sekä kassavirtaketjujen perusteella yhtiön eduksi, yhtiön tulevien vapaiden kassavirtojen ja omaisuuden nettohyötyarvon, eli yhtiön arvon maksimoinnin. Tulkintaa tukee se, että tulkinnan voidaan katsoa olevan samoin tavoin linjassa voitontuottamistarkoituksen kanssa, kuten *Jensenin* valistuneen arvon maksimoinnin teorian. Lisäksi oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että yhtiö voi aina ryhtyä hankkeisiin, joiden nettohyötyarvo on positiivinen, vaikka ne epäonnistuessaan voisivat johtaa yhtiön maksukyvyttömyyteen.²⁴³ Yritystoimintaan liittyy aina riski, eikä riskin toteutuminen itsessään tarkoita johdon menetelleen yhtiön edun vastaisesti.²⁴⁴

Edellä esitetyn määritelmän voitaisiin katsoa olevan samaistettavissa osakkeenomistajien etuun, mutta mielestäni eroavaisuuksiakin löytyy. Tätä tulkintaa tukee jo OYL:n ja sen esitöiden sanamuodot. Yhtiön etu ja osakkeenomistajien etu on ensinnäkin jaettu eri pykäliin. Esitöissä täsmennetään, että johdon on keskeistä toimia yhtiön edun mukaisesti ja sitä kautta osakkeenomistajien edun mukaisesti, ja yhtiön toiminnassa on pyrittävä toiminnan jatkuvuuteen.²⁴⁵ Yhtiön johdon lojaliteettivelvollisuus on siis ensisijaisesti yhtiötä kohtaan ja toissijaisesti osakkeenomistajia kohtaan.²⁴⁶ Voittoa pyritään tuottamaan siis ensisijaisesti yhtiölle ja toissijaisesti osakkeenomistajille.²⁴⁷

Mikäli yhtiön johdon velvollisuudeksi katsottaisiin ainoastaan voiton tuottaminen osakkeenomistajille voisi tämä tietyissä tilanteissa johtaa ongelmallisiin tilanteisiin. Ensimmäisenä ongelmana voitaisiin mainita tilanteet, joissa osakkeenomistajat pyrkivät hyödyntämään osakeyhtiömuotoa velkojien kustannuksella. Tällainen tilanne olisi mahdollinen erityisesti, jos yhtiötä uhkaa maksukyvyttömyys. Alla oleva esimerkki osoittaa sen, että nettohyötyarvoltaan negatiivinen investointi voisi olla osakkeenomistajien edun mukainen.

²⁴¹ Velkojankaan intressissä ei toisaalta ole riskin täysi minimoiminen, sillä tämä saattaisi johtaa johdon defensiivisyyteen ja yhtiön maksukyvyttömyyteen. Velkojaakin kiinnostaa siis yhtiön toiminnan jatkuvuus, mutta vain siihen asti, kunnes velka on maksettu.

²⁴² Jensen 2001, s. 297.

²⁴³ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 33. Oikeuskäytännössä on katsottu, että yhtiön johto voi ryhtyä yhtiötä uhkaavan vahingon välttämiseksi sellaisiin hankkeisiin, joihin sisältyvän riskin vuoksi ne eivät olisi itsenäisesti hyväksyttäviä. Voiton tuottamista tulee arvioida eri toimenpiteiden muodostaman kokonaisuuden perusteella. Katso KKO 2000:69 ja HE 109/2005 vp, s. 39. Katso myös Koller – Goedhart – Wessels 2015, s. 44–46.

²⁴⁴ Riskin merkityksestä johdon vastuun arvioinnissa katso Savela 2015, s. 92–101.

²⁴⁵ HE 109/2005 vp, s. 38–39.

²⁴⁶ HE 109/2005 vp, s. 41.

²⁴⁷ Katso Immonen – Villa 2019, s. 28, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 31–32 ja Lautjärvi 2017, s. 103–104.

Toisin sanoen osakkeenomistajien etu ei aina ole yhtiön edun mukainen. Kaikenlainen osakkeenomistajien opportunistinen toiminta velkojien kustannuksella ilman liiketoiminnallista perustetta voidaan katsoa OYL:n vastaiseksi.²⁴⁸

Yksinkertaistettuna tilanne voisi olla seuraava: yhtiöllä on yksi osake, kassavaraja (omaisuutta) 11 euroa, vapaan kassavirran nettohyötyarvo on 0 euroa ja velkaa yhtiöllä on 10 euroa, josta korkona maksetaan vuosittain 1 euro. Yhtiö keksii ainoastaan yhden mahdollisuuden kääntää kassavirran nettohyötyarvo positiiviseksi. Investointi vaatisi 10 euron alkupääoman. Investoinnin onnistuessa yhtiön vapaan kassavirran nettohyötyarvo olisi 19 euroa ja yhtiö selviäisi myös tulevaisuuden korkokuluistaan joka vuosi. Investoinnin epäonnistuessa vapaan kassavirran nettohyötyarvo pysyisi nollassa ja yhtiö menettäisi investoimansa 10 euroa. Investoinnin onnistumistodennäköisyys on 25 prosenttia ja epäonnistumistodennäköisyys 75 prosenttia. Kun edelle kuvattua tilannetta tarkastellaan, huomataan, että investointi olisi osakkeenomistajalle kannattava. Osakkeen arvo on alussa 1 euroa²⁴⁹, jonka osakkeenomistaja menettäisi 75 prosentin varmuudella. Investoinnin onnistuessa osakkeen arvo olisi 10 euroa, jonka osakkeenomistaja saisi 25 prosentin todennäköisyydellä.²⁵⁰ Osakkeenomistajan residuaaliasemasta johtuen osakkeenomistajan odotusarvo investoinnille olisi siten 1,75 euroa.²⁵¹ Tästä huolimatta investoinnin nettohyötyarvo olisi -7,75 euroa.²⁵² Esimerkin kaltainen investointi katsottaisiin laittomaksi varojenjaoksi (OYL 13:1 §)²⁵³ ja/tai yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseksi (OYL 1:7 §).

Toisena ongelmana voitontuottamistarkoituksen ja yhtiön edun samastamisessa voidaan pitää vieraan ja oman pääoman ehtojen muokkaamista OYL:n olettamista sopimus- tai yhtiöjärjestysmääräyksin.²⁵⁴ Kuten tutkielmassa on aiemmin todettu, perustuu velkojan asema velkasopimukseen ja velkaa voidaan ”virittää” muistuttamaan osaketta esimerkiksi sitomalla velan korko yhtiön liikelokseen. Velkojalle voidaan lisäksi antaa oikeuksia esimerkiksi hallituksen valintaan tai yhtiön varojen käyttöön. Osake voidaan taas ”riisua” muistuttamaan velkainstrumenttia. Osakkeelle ei välttämättä makseta tuottoa tai se maksetaan kiinteämääräisenä. Lisäksi osake voi olla äänivallaton.²⁵⁵ OYL perustuu ajatukselle, että osakkeenomistaja kantaa suurimman riskin, jonka vuoksi hänelle kuuluu myös ylijäämä yhtiön tuotosta. Tälle olettamalle perustuu myös yhtiön johdon velvollisuus toimia osakkeenomistajien päämiehenä. Todellisuudessa tilanne ei kuitenkaan aina ole OYL:n olettamasaännösten mukainen.

²⁴⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 33.

²⁴⁹ 0 euroa + 11 euroa – 10 euroa = 1 euro.

²⁵⁰ 19 euroa + 1 euro – 10 euroa = 10 euroa.

²⁵¹ 0,25 x 10 euroa – 0,75 x 1 euro = 1,75 euroa.

²⁵² 0,25 x 9 euroa – 0,75 x 10 euroa = -7,75 euroa.

²⁵³ Liiketoiminnallisesta perusteesta ja laittomasta varojenjaosta tarkemmin jaksossa 3.2.2.

²⁵⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 170–175. Oman ja vieraan pääoman tunnuspiirteistä Villa 2003a, s. 114.

²⁵⁵ Osakkeenomistajalta vaaditaan kuitenkin OYL 5:29 §:n mukaisissa tilanteissa suostumus, vaikka osake olisi äänivallaton. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 148.

Viimeisenä ongelmana voidaan myös mainita OYL 1:5 §:n voitontuottamistarkoituksen tahdonalaisuus. Yhtiöllä voi olla täysin erilainen tarkoitus kuin tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Tämän osalta katsoisin kuitenkin, että yhtiön johdon on olettamasaännöstä eroavasta tavoitteesta huolimatta pyrittävä edelleen maksimoimaan yhtiön tulevien kassavirtojen ja omaisuuden nettonykyarvo, eli yhtiön arvo, varmistaakseen yhtiön toiminnan jatkuvuus. Katson osakeyhtiön yhteiskuntavastuullisen tarkoituksen ainoastaan rajoittavan sitä, miten voittoa voidaan pyrkiä tuottamaan ja/tai ohjaavan miten yhtiön tuottama voitto tulisi jakaa eri sidosryhmien kesken. Jos yrityksen tarkoituksena on esimerkiksi tuottaa voittoa noudattaen Pariisin ilmastosopimusta, on johdon velvollisuus edelleen maksimoida yhtiön tulevaisuuden kassavirrat, mutta johdon kädet ovat siinä mielessä sidotut, ettei se voi harjoittaa Pariisin ilmastososopimuksen vastaista toimintaa. Jos yhtiön tarkoitus on muotoiltu epätarkemmin esimerkiksi siten, että yhtiön tarkoitus on edistää ympäristön etua, näkisän tilanteen muuttuvan siten, että johdon on edelleen pyrittävä ympäristöystävälliseen toimintaan harjoittaessa liiketoimintaa, jonka lisäksi on määriteltävä, missä määrin yrityksen tuottama ylijäämä on jaettava osakkeenomistajien ja ympäristön kesken.²⁵⁶ Muu kuin voitontuottamistarkoitus asettaa siten rajoitteita harjoitettavalle liiketoiminnalle, mutta ei muuta johdon velvollisuutta maksimoida yhtiön tulevien kassavirtojen ja omaisuuden nettonykyarvoa. Yhteiskuntavastuun lisääminen yhtiön tarkoitukseen voi muuttaa lisäksi yhtiöltä sidosryhmille (perinteisesti osakkeenomistajille) ohjattavaa kassavirtaa, mutta tämä muutos ei vaikuta yhtiön etuun tai johdon velvollisuuksiin - voitot vain ohjataan eri tavalla.²⁵⁷

Tässä yhteydessä voidaan mainita myös tilanne, jossa yhtiön ja osakkeenomistajien edun voidaan katsoa olevan täysin yhteinen. Yhtiön johdolla katsotaan olevan velvollisuus maksimoida osakkeen hinta, kun määräysvalta yhtiöön on myytävänä.²⁵⁸ Tämän vastainen toiminta katsottaisiin OYL 1:8 §:n vastaiseksi toiminnaksi edellyttäen, että yhtiön myynti olisi väistämätön.²⁵⁹

²⁵⁶ Usean sidosryhmän edun ajamista käsitellään tarkemmin jaksoissa 2.3.2 ja 3.1.

²⁵⁷ Yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrätä, että yhtiön voittovarat jaetaan muille kuin osakkeenomistajille. Tällöinkin johdon tulee lähtökohtaisesti pyrkiä tuottamaan mahdollisimman suuri taloudellinen ylijäämä. HE 109/2005 vp. s. 39.

²⁵⁸ HE 109/2005 vp, s. 41. Sulautumistilanteessa johdon tulee puolestaan maksimoida osakkeenomistajien saama sulautumisvastike. Kyseinen velvollisuus on linjassa Yhdysvaltojen Delawaren osavaltion oikeuskäytännössä syntyneen Revlon-velvollisuuden kanssa. Katso Revlon, Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings (506 A.2d 173 [Del. 1986]). Katso myös Savela 1999.

²⁵⁹ Savela 1999, s. 134.

2.3.2 Yhtiön tarkoituksen ollessa muu kuin voitontuottaminen osakkeenomistajille

Edellä on tarkasteltu yhtiön edun ja voitontuottamistarkoituksen eroja. Samat ongelmat pätevät yhtiön edun ja yhtiön tarkoituksen samaistamiseen, jos yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa, mutta jonkin rajauksen puitteissa tai voitot ovat tarkoitus jakaa sidosryhmien kesken. Katson, ettei yhtiön etua voida yhdistää täysin yhtiön tarkoitukseen silloinkaan, kun yhtiön tarkoitukseksi on määritelty yleishyödyllinen tavoite. Katson tämänkin johtuvan pitkälti samasta syystä kuin eron yhtiön ja osakkeenomistajienkin edun välillä. Vaikka yhtiön toiminnan tarkoitus olisi täysin yleishyödyllinen, katson, ettei se voi täysin laiminlyödä taloudellisten vaikutusten arvioimista vaan huomiota tulee kiinnittää myös puhtaasti taloudelliseen nettonykyarvoon. Yhtiön toiminnassa on pyrittävä toiminnan jatkuvuuteen ja toiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi, yhtiön on selvittävä velvoitteistaan.²⁶⁰ Tulkintaa voidaan perustella oikeuskäytännöllä. Korkein oikeus on linjannut keskinäisen kiinteistöosakeyhtiön syyllistyneen laittomaan varojenjakoa jättäessään keräämättä riittävän suuren yhtiövastikkeen.²⁶¹ Varojenjaossa on huomioitava edelleen säännökset maksukyvyyn säilyttämisestä.²⁶² Katson, että maksukyvyyn uhatessa yhtiötä, tulee yhtiön velkojien suojausjärjestelmien ja toiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi valita vaihtoehdoista sellainen, joka mahdollistaa toiminnan jatkumisen ja on yhtiön tarkoituksen mukainen. Jos yhtiöjärjestyksessä on asetettu liiketoiminnan rajausta, tulee tuota rajausta edelleen noudattaa. Katson siten, että yhtiön tarkoituksen ollessa yleishyödyllinen, voi sen päätöksentekoa rajata sekä yleishyödyllinen tarkoitus että taloudelliset perusteet. Yhtiön tarkoitusta toteuttava toiminta ei voi olla yhtiön edun mukainen, jos se johtaa yhtiön toiminnan loppumiseen. Yhtiön etua ei siten voida täysin samaistaa yhtiön tarkoitukseen tässäkin tapauksessa.

Yhtiön eduksi katson siten tässäkin tapauksessa yhtiön arvon maksimoinnin. Yhtiön muu kuin voitontuottamisen tarkoitus voi asettaa rajoituksia siihen, miten johto voi voittoa tavoitella. Olen katsonut yhtiön edun olevan kaikista sen sidosryhmistä erillinen, eikä yhtiön edun mukaisena toimintana voida pitää toimintaa, joka johtaa yhtiön toiminnan loppumiseen. Siten yhtiön arvon maksimointiin kuuluu olennaisesti myös yhtiön toiminnan jatkumisen varmistaminen, joka voi rajoittaa yhtiön toiminnan tarkoituksen toteuttamista.

²⁶⁰ HE 109/2005 vp. s. 39.

²⁶¹ KKO 2003:33. KKO:n ratkaisun ulottaminen kaikkiin osakeyhtiöihin on kuitenkin ongelmallista ottaen huomioon osakkeenomistajien rajoitetun vastuun. Villa 2003b.

²⁶² Katso HE 109/2005 s. 124 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b s. 84–85.

2.3.3 Yhtiön edun määritelmä

Yhteenvetona katson, ettei yhtiön etu voi olla täysin yhteinen osakkeenomistajien kollektiivisen edun tai yhtiön toiminnan tarkoituksen kanssa ylipäätään. Tarkemmin voidaan todeta, että yhtiön edun mukainen toimi on osakeyhtiön tarkoituksen mukainen, mutta yhtiön tarkoituksen mukainen toimi ei aina ole yhtiön edun mukainen.²⁶³ Katson yhtiön edun olevan itsenäinen kaikista yhtiön sidosryhmien eduista.²⁶⁴ Edellä esitetyn perusteella määrittelin yhtiön edun yhtiön tarkoituksen ollessa voiton tuottaminen osakkeenomistajille seuraavasti:

Yhtiön etuna on pidettävä yhtiön arvon maksimointia.

Jos halutaan olla oikein tarkkoja ja miksei oikeuskirjallisuudessa haluttaisi, voitaisiin yhtiön johdon velvollisuutta edistää yhtiön etua edellä esitetyn määritelmän mukaisesti täsmentää vielä, jotta se huomioi myös osakeyhtiön toimialan ja OYL:n vähemmistöosinkosäännön²⁶⁵:

Yhtiön johdon tehtävänä on yhtiön arvon maksimointi yhtiön toimialan ja OYL:n varojenjakosääntöjen mukaisesti.

Edellä esitetyt määritelmät huomioivat laskukaavojen myötä kassavirran määrän, kassavirran ajankohdan sekä liiketoiminnan riskin, eivätkä salli osakkeenomistajien tai muunkaan sidosryhmän opportunistista toimintaa yhtiön tai sen muiden sidosryhmien kustannuksella. Määritelmät huomioivat myös OYL:n tahdonvaltaisen luonteen ja soveltuvat siten myös tilanteisiin, joissa oman tai vieraan pääoman ehtoja on muokattu sopimus- tai yhtiöjärjestysmääräyksin. Määritelmä ei kuitenkaan sovi tilanteeseen, jossa yhtiön tarkoitus on muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Yhtiön edun määritelmää voidaan muokata huomioimaan tällainen tilanne seuraavasti:

Yhtiön etuna on pidettävä yhtiön arvon maksimointia osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen mukaisesti.

Yhtiön johdon velvollisuutta edistää yhtiön etua voitaisiin puolestaan muokata seuraavasti:

Yhtiön johdon tehtävänä on yhtiön arvon maksimointi yhtiön toimialan, osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen ja OYL:n varojenjakosääntöjen mukaisesti.

²⁶³ Katso myös KKO 2018:19. Ratkaisussa katsottiin yhtiön edun mukaisen toimen olevan lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen.

²⁶⁴ Samoin Lautjärvi 2017, s. 250.

²⁶⁵ Yhtiön johto ei voi investoida kaikkia yhtiön toteutuneita, vaikka se olisi yhtiön arvon maksimoinnin puolesta järkevää, jos osakkeenomistajat vaativat OYL 13:7 §:n mukaisesti vähemmistöosingon maksamista.

Kaksi viimeistä määritelmää perustuvat edellä jaksossa 2.3.2 tehtyyn tulkintaan siitä, ettei muu kuin voitontuottamistarkoitus lopulta poista yhtiön johdon velvollisuutta huolehtia yhtiön arvon maksimoinnista nettonykyarvolaskelmaan perustuen. Arvon maksimointi tarkoittaa yhtiön toiminnan tarkoituksen parhaiten toteuttavaa toimintaa, edellyttäen sen mahdollistavan yhtiön toiminnan jatkuvuuden ja velkojiensuojan toteutumisen.

2.4 Yhteinen etu?

Yhteiskuntavastuun on katsottu perustuvan vapaaehtoisuuteen ja sen on katsottu myös tarkoittavan luopumista jossain määrin voitontuottamisesta sidosryhmien hyväksi. Vapaaehtoisuus voidaan katsoa perustelluksi, koska yhteiskuntavastuu tarkoittaa toimimista yli lakien asettamien reunaehtojen²⁶⁶ ja yhtiön johdolla on vapaus päättää keinot, joilla se pyrkii yhtiön tarkoitusta, eli usein voitontuottamista osakkeenomistajille, edistämään.²⁶⁷ Tutkielman johdannossa on kuitenkin todettu vastuullisuudesta tulleen kannattavaa. Toki yhteiskuntavastuu ei ole kaikissa tilanteissa kannattavaa ja yhteiskuntavastuun kannattavuudellakin on rajansa – yhteiskuntavastuuseen ei voida investoida enempää kuin se yhtiölle tuottaa. Katson edellä mainitusta huolimatta, että yhteiskuntavastuusta on tullut tietyissä tilanteissa yritysten menestymisen tai toiminnan jatkumisen edellytys ja siten myös yhtiön johdon OYL:in perustuva velvollisuus.²⁶⁸ Esimerkiksi suuryrityksen toimitusketjussa toimiva yritys voi olla käytännössä pakotettu implementoimaan yhteiskuntavastuun osaksi liiketoimintaansa, mikäli suuryritys tätä toimittajiltaan edellyttää.

Yksi tapa lähestyä yhteiskuntavastuun ja voitontuottamisen yhtenäistämistä on Porterin ja Kramerin *creating shared value* -teoria. Teorialla tarkoitetaan yrityksen menettelyä, joka samanaikaisesti parantaa yrityksen tulosta ja luo arvoa yhtiötä ympäröivälle yhteiskunnalle ja/tai ympäristölle.²⁶⁹ Yrityssektorin ja yhteiskunnan välillä nähdään vahva ja välttämätön yhteys: yritykset tarvitsevat menestyäkseen hyvinvoivaa yhteiskuntaa ja hyvinvoiva yhteiskunta tarvitsee puolestaan menestyviä yrityksiä.²⁷⁰ Yritysten ja yhteiskunnan päätösten

²⁶⁶ KOM[2011] 681, s. 7.

²⁶⁷ Katso esimerkiksi Bénabou – Tirole 2010, s. 2. Sorsa on katsonut, että yhteiskuntavastuu nojautuu aina yrityksen omiin lähtökohtiin, arvoihin ja strategioihin perustuvaan vastuullisuuteen, joka on sekä omaehtoista että aktiivista. Sorsa 2010, s. 13.

²⁶⁸ Katso esimerkiksi Mähönen 2013, s. 571 ja Keay 2008, s. 673–675 lähteineen.

²⁶⁹ Porter – Kramer 2011, s. 66.

²⁷⁰ Katso myös Kannianen 2003, s. 112. Kannianen näkee yhteiskunnan yrityksen ”partnerina” sijoittamalla esimerkiksi yritysten tarvitsemaan infrastruktuuriin. Kannianen näkee yhteiskuntavastuun perustuvan tähän vastavuoroisuuteen. Yrityksellä on velvollisuus antaa jotain takaisin yhteiskunnalle, sillä se hyödyntää yhteiskunnan kouluttamaa työvoimaa, infrastruktuuria, instituutioita yms.

tulisi hyödyttää molempia, sillä lyhytaikainen voitto toisen kustannuksella johtaa lopulta vahvan yhteyden vuoksi molempien tappioon.²⁷¹

Porter ja Kramer tunnistivat kolme tapaa luoda yritysten ja yhteiskunnan yhteistä arvoa.²⁷² Ensimmäinen tapa on tehostaa yhtiön resurssien käyttöä. Esimerkkinä voidaan mainita energian kulutus. Kun energian kulutusta pienennetään, yhtiölle kertyy säästöjä ja yhteiskuntaan aiheutuu vähemmän saasteita. Yhtiö voi myös pyrkiä tukemaan toimittajiaan, asiakkaitaan, paikallista yhteisöä ja työntekijöitä. Tukemalla toimittajia yhtiö voi varmistaa tuotteiden saatavuuden ja parantaa mahdollisesti niiden laatua. Tukemalla asiakkaita ja paikallista yhteisöä yritys voi parantaa brändiään, pitää nykyiset asiakkaat, saada mahdollisesti uusia asiakkaita sekä mahdollisesti saada tuotteistaan paremman hinnan. Tukemalla työntekijöitä yritys on kilpailukykyisempi työmarkkinoilla ja työntekijöiden tuottavuus kasvaa.

Toinen tapa luoda arvoa on yhtiön tuotteiden tai markkinoiden suunnitteleminen uudelleen. Yhtiö voi pyrkiä suunnittelemaan uusia tuotteita, jotka samaan aikaan vastaavat yhteiskunnallisiin tarpeisiin tai myydä jo olemassa olevia tuotteita uusille markkinoille, joissa tuotteille on yhteiskunnallinen tarve. Kolmas tapa luoda arvoa on kehittää paikallisia ”klustereita”, joilla Porter ja Kramer tarkoittavat yritysten, läheisten toimialojen, alihankkijoiden, palveluntarjoajien ja logistiikkainfrastruktuurin muodostamaa maantieteellistä kokonaisuutta. Klusterien voidaan katsoa saavan resurssit tehokkaampaan käyttöön parantaen yhtiön tuottavuutta, innovointikykyä ja kilpailukykyä – kaikkea ei tarvitse tehdä itse, vaan yhtiö voi keskittyä ydinosaamiseensa. Klusterissa toimivan yhtiön parantaessa omaa kilpailukykyään, parantaa yhtiö koko klusterin toimintaa, josta hyötyy myös yhteiskunta.

Porterin ja Kramerin teoriaa on kritisoitu siitä, että se soveltuu hyvin harvoihin tilanteisiin²⁷³, ja että se vähättelee taloudellisten ja yhteiskunnallisten päämäärien välisiä ristiriitaisuuksia.²⁷⁴ Yhteiskuntavastuun toteuttaminen vaatii usein johdolta huomattavasti laajempaa punnintaa siitä, onko yhteiskuntavastuuseen sijoittaminen kannattavaa. Johdon pitää arvioida investoinnista saatava hyöty (vaikutus kassavirtoihin), hyödyn toteutumisen todennäköisyys (riski) ja verrata saatua nettonykyarvoa yhtiön muihin vaihtoehtoihin (vaihtoehtoiskustannus). Katson, että yhteiskuntavastuu on yhdistettävissä osakkeenomistajien etuun, mutta vain tietyissä tilanteissa. Lisäksi on erikseen määriteltävä se, missä määrin yhteiskuntavastuuta on

²⁷¹ Porter – Kramer 2006, s. 84.

²⁷² Porter – Kramer 2011, s. 68–75.

²⁷³ Aakhus – Bzdak 2012, s. 237–241.

²⁷⁴ Katso esimerkiksi Crane ym. 2014, s. 134–141.

kannattavinta toteuttaa. Porterin ja Kramerin teoria tarjoaa siten vain käytännön tapoja yhdistää voitontuottaminen osakkeenomistajille ja muiden sidosryhmien edut.

Yhteiskuntavastuu perustuu pitkälti yhtiön asiakkaisiin. Vaikuttaako vastuullisuus yhtiön nykyisten ja potentiaalisten asiakkaiden ostopäätöksiin ja ovatko asiakkaat valmiita maksamaan enemmän vastuullisen yrityksen tuotteista. Kysymys on haastava, sillä tutkimuksissa on huomattu eroavaisuuksia perustuen ensinnäkin yhtiön toimialaan ja kokoon. Esimerkiksi suuret kansainväliset yritykset, esimerkiksi energia- ja muotialalla ovat kärsineet merkittäviä mainehaittoja ihmisoikeus- ja ympäristöloukkauksien johdosta. Mainehaittojen vaikutus vaihtelee myös sen mukaan, mitkä ongelmat yhteiskunnassa koetaan juuri sillä hetkellä kaikkein polttavimmiksi. Asiakkaiden vastuullisuuden arvottamiseen vaikuttaa lisäksi monta kriteeriä. Vaikutusta on havaittu olevan asiakkaiden iällä, koulutuksella sekä maantieteellisellä sijainnilla. Eniten vastuullisuutta arvostavat nuoret korkeakoulutetut länsimaalaiset.²⁷⁵ Yhtiön tulee siis tuntea nykyiset ja potentiaaliset asiakkaansa hyvin arvioidakseen yhteiskuntavastuullisuuden potentiaalisia hyötyjä. Asiakkaiden ostokriteerien arvioiminen tulevaisuudessa on myös haastavaa, vaikka tällä hetkellä trendi näyttäisi siltä, että vastuullisuuden merkitys kuluttajille jatkaa kasvuaan myös tulevaisuudessa. Kuitenkin kuluttajien mieltymykset voivat muuttua nopeastikin ja esimerkiksi mahdollisessa talouden taantumassa kuluttajat käyttäytyvät todennäköisesti hyvin erilaisella tavalla kuin noususuhdanteessa.

Yrityksen tulee lisäksi pohtia vastuullisuuden vaikutusta muihinkin sidosryhmiin. Rahoituksen saanti ja saatavan rahoituksen ehdot ovat myös yksi huomioitava tekijä, sillä sijoittajien ja mm. pankkien kiinnostus lainanantajina vastuullisesti toimiviin yrityksiin on ollut jatkuvassa kasvussa.²⁷⁶ Rahoittajien osalta hyötyjen ennakointi voi olla helpompaa verrattuna jäljellä oleviin sidosryhmiin. Yhtiö voi panostaa mm. työntekijöihinsä, mutta on vaikea arvioida, miten panostukset vaikuttavat työntekijän tuottavuuteen. Pahimmassa tapauksessa esimerkiksi työnantajan jatkokouluttama työntekijä voi vaihtaa koulutuksen jälkeen nopeasti työpaikkaansa. Epäselvää on myös parantaako toimittajien tukeminen tuotteiden saatavuutta vai olisivatko tuotteet olleet muutoinkin saatavilla ja panostaisiko toimittaja mahdollisesti oma-aloitteisesti tuotteidensa kehittämiseen. Myös kilpailijoiden toiminta ja mahdolliset vastatoimet

²⁷⁵ Global Sustainability Study 2021.

²⁷⁶ Katso esimerkiksi Geczy ym. 2015, s. 129 ja Vanhala ym. 2022, s. 292.

täytyy huomioida, sillä yritys ei saavuta kilpailuetua toimimalla samalla tavalla kuin kilpailijat.²⁷⁷ Toisaalta kilpailussa mukana pysyminen voi edellyttää vastuullisempaa toimintaa.

Yritykset joutuvat lisäksi pohtimaan mahdollisia sääntelyuudistuksia, niiden toteutumisen todennäköisyyttä ja toteutumisen vaikutuksia. Valtio pyrkii pakottavan sääntelyn lisäksi ”tuuppaamaan” (*nudge*) yrityksiä, sijoittajia ja kuluttajia kohti toivomaansa käyttäytymistä markkinoilla, mm. ohjeistuksella, verotuksella ja päästökaupalla.²⁷⁸ Esimerkiksi *SSAB:n* tekemät investoinnit puhtaamman terästuotannon puolesta, voidaan nähdä ennakkointina tulevaisuudessa tiukkenevaan ympäristöpäästöjä koskevaan sääntelyyn. Yritys voi tällä tavoin yrittää saada etumatkaa kilpailijoihin nähden ns. oppimisedun kautta, vaikka puhdas terästuotanto olisikin tällä hetkellä kalliimpaa. Tällainen menettely voi kuitenkin kostautua, sillä kilpailija saattaa kehittää täysin uuden ja tehokkaamman tuotantomenetelmän, jolloin yhtiö joutuukin kilpailijaan nähden takamatkalle. Myöhemmin tuotantomenetelmän käyttöön ottava kilpailija voi mahdollisesti myös hyötyä yrityksen kustannuksella välttämällä sen oppimisprosessissa jo tekemät virheet. Valtion tai yrityksen ennakoidun lainsäädännön toteutumisesta tai tuuppauksen onnistumisesta ei myöskään ole olemassa takeita. Mikäli yritys pyrkii kehittämään täysin uusia yhteiskuntaa hyödyttäviä innovaatioita, on tietysti myös täysin mahdollista, ettei kehitystyö tuota yritykselle yhtään mitään.

2.5 Yhteenveto

2.5.1 Johtaako voitontuottamistarkoitus lyhytnäköisyyteen vai voidaanko voitontuottaminen ja yhteiskuntavastuu yhdistää?

Osakkeenomistajakeskeisyydestä huolimatta katson, ettei yhtiön ja osakkeenomistajien etua voida keskenään samaistaa. Usein nämä kulkevat käsi kädessä, mutta jaksossa 2.3.1 on todettu, että joissakin tapauksissa osakkeenomistajien kannalta edullinen päätös tarkoittaisi todennäköisesti yhtiön arvon vähenemistä, jota ei tietenkään voida pitää yhtiön edun mukaisena.²⁷⁹ Yleishyödyllisten yritysten osalta olen katsonut jaksossa 2.3.2, etteivät nekään voi painottaa ainoastaan yhtiön tarkoitusta, vaan päätöksenteossa on huomioitava myös yhtiön toiminnan jatkuvuuden turvaaminen. Yhtiön johdon tehtäväksi on siten määritelty yhtiön arvon

²⁷⁷ Millon 2015, s. 70.

²⁷⁸ Myös yritykset voivat pyrkiä tuuppaamaan kuluttajia suosimaan yhteiskuntavastuullisia tuotteita esimerkiksi erilaisten tuotemerkkien, kuten reilun kaupan ja joutsenmerkin, avulla ja antamalla kuluttajille tietoa kulutus päätösten vaikutuksista. Tuuppauksesta tarkemmin Thaler – Sunstein 2008.

²⁷⁹ Samastamisen ongelmana on myös OYL:n tahdonvaltaisuus ja sen sallimat mahdolliset oletamasäännöistä poikkeavat tilanteet.

maksimointi yhtiön toimialan, osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen ja OYL:n varojenjakosääntöjen rajoissa.

OYL:n ei voida mielestäni katsoa kannustavan lyhyen aikavälin voittojen maksimointiin yhtiön pitkän aikavälin menestyksen kustannuksella.²⁸⁰ Laskukaavat osoittavat mielestäni tulkinnan oikeaksi, sillä yhtiön edun mukaisten investointien tulisi nostaa yhtiön arvoa investoinnin nettonykyarvon verran, ja nostaa siten myös osakkeiden arvoa.²⁸¹ Yhtiön toiminnan odotetaan jatkuvan lähtökohtaisesti ikuisesti, jolloin suurin osa sen arvosta perustuu tulevaisuuden kassavirtoihin.²⁸² Osakkeenomistajat hyötyvät osakkeen arvon noususta oli heidän sijoitusaikajänteensä, mikä tahansa, sillä he voivat lähtökohtaisesti, milloin tahansa realisoida toteutuneen arvon nousun myymällä osakkeensa.²⁸³ Siten osakkeenomistajienkin intressissä on lähtökohtaisesti yhtiön voitontuottamiskyky pitkällä aikavälillä ja yhtiön johto voi kohdella heitä kollektiivina ottamatta huomioon osakkeenomistajien henkilökohtaisia preferenssejä.²⁸⁴

Katson, että OYL sallii myös yhteiskuntavastuun huomioimisen, vaikka yhtiön tarkoitus olisi OYL 1:5 §:n olettasäännön mukaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Yhtiön johdolla on lähtökohtaisesti vapaat kädet päättää, miten se haluaa yhtiön tarkoitusta toteuttaa.²⁸⁵ Voitontuottamistarkoitus jopa kannustaa ottamaan yhteiskuntavastuullisuuden huomioon yhtiön ja siten osakkeenomistajien edun nimissä.²⁸⁶ Toisaalta voitontuottamistarkoitusta ei voida tulkita liian väljästi ja yhtiön johdon pitäisi valita vaihtoehdoista nettonykyarvoltaan paras vaihtoehto.²⁸⁷ Sääntöä voidaan kritisoida siinä mielessä, että yritysten yhteiskuntavastuu toteutuu yleisen mielipiteen perusteella²⁸⁸ – yrityksen sidosryhmät määrittelevät lopulta sen, onko lain vähimmäisvaatimukset ylittävä yhteiskuntavastuu yritykselle kannattavaa ja missä määrin sitä on mahdollisesti kannattavaa toteuttaa. Voidaankin kyseenalaistaa se, halutaanko koko maailmaa uhkaava riski ilmastonmuutoksesta jättää erityisesti kuluttajien ja sijoittajien

²⁸⁰ Hallituksen esityksessä täsmennetään nimenomaisesti, että voiton tuottamista tulee tarkastella ”pitkällä tähtäyksellä”. HE 109/2005 vp. s. 39.

²⁸¹ Laskukaavat jaksoissa 2.2.1 ja 2.3.1.

²⁸² Barton 2011, s. 87. Yhtiön arvosta yleensä noin 70–90 % koostuu yli kolmen vuoden päästä realisoituvista kassavirtaodotuksista.

²⁸³ Katso esimerkiksi Berk – DeMarzo 2017, s. 314.

²⁸⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 43, Mähönen – Villa 2015 s. 244 ja Salo 2015, s. 50.

²⁸⁵ Yhtiön johdon päätöksentekoa käsitellään tarkemmin jaksossa 3.

²⁸⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 334. Katso myös Thomsen 2001 ja Millon 2015, s. 70. Hallituksen esityksessä todetaan, että voiton tuottaminen edellyttää usein yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen noudattamista sellaisissakin tilanteissa, joissa lainsäädäntö ei siihen pakota. HE 109/2005 vp. s. 39.

²⁸⁷ Villa on katsonut, että yhtiön tuloksen ollessa kiinni esimerkiksi yhtiön toiminnan ympäristöystävällisyydestä markkinoilta tulevan painostuksen vuoksi, ajan tasalla oleva yhtiön johto ymmärtää varmasti, että yhtiö voi saavuttaa toimintansa tarkoituksen paremmin, jos se kehittää liiketoimintaansa vastaamaan paremmin markkinoiden odotuksia. Villa 2020, s. 167–169. Katso myös HE 109/2005 vp. 38–39.

²⁸⁸ HE 109/2005 vp. s. 36.

moraalin varaan. Pessimistinä suosittelisin luottamaan, ainakin koko yhteiskunnan kannalta tärkeissä asioissa, ihmisten hyvyyteen verrattain harvoin.

Katson edellä mainitusta huolimatta voitontuottamistarkoitusta kritisoiden haukkuvan ns. väärää puuta yhteiskuntavastuun toteutumisenkin osalta. Kyseessä on todellisuudessa erityisesti työ- ja ympäristölainsäädännön epäonnistuminen, ei OYL:n epäonnistuminen.²⁸⁹ OYL:sta puhuttaessa pitää muistaa se, että OYL:n sääntelyn piiriin kuuluu hyvin erikokoisia ja erilaista toimintaa harjoittavia yrityksiä. Siten on lähes mahdotonta säätää esimerkiksi kaikkia osakeyhtiöitä koskevaa ympäristölainsäädäntöä, jonka vuoksi yhteiskuntavastuun syvempi implementoiminen OYL:n jäisi väkisin hyvin epämääräiseksi tavoitteeksi.²⁹⁰ Selkeän päämäärän puuttuminen johtaisi pahimmillaan johdon päätöksenteon lamautumiseen ja lisäksi johdon opportunistisen käyttäytymisen riskiä, joka puolestaan lisäisi agenttikustannuksia.²⁹¹ Kun huomioidaan OYL:n systematiikka, epämääräisen tavoitteen lisääminen yhtiön tarkoitukseen tekisi itseasiassa koko OYL:n tulkinnasta haastavampaa, sillä yleisenä periaatteena yhtiön tarkoitus ohjaa koko lain tulkintaa. Lisäksi periaatteiden avulla pyritään ratkaisemaan tilanteet, joihin OYL ei anna suoraa vastausta.²⁹² Yhtiön johdolla tulee olla vapaat kädet toimia ja selkeä päämäärä toteuttaakseen yhtiön tarkoitusta tehokkaasti.²⁹³ Pakottavan ympäristölainsäädännön pitäisi puolestaan estää se, että yhtiöt laillisesti toimiessaan tuhoavat maapallon.

Yleishyödyllisen tavoitteen lisääminen osaksi yhtiön yhtiöjärjestyksestä lisää johdon mahdollisuuksia toteuttaa yhteiskuntavastuuta. Edellä olen katsonut, että liian avoin osakeyhtiön tarkoitus johtaa epämääräiseen tavoitteeseen, joka vaikeuttaa päätöksentekoa ja lisää agenttikustannuksia. Mikäli yhtiön johdon tulisi edistää esimerkiksi kaikkien tai kahdenkin sidosryhmän etua, joutuu se sidosryhmien ristiriitaisista intresseistä johtuen tekemään priorisointia etujen välillä. Sidosryhmäajattelussakin esitettyjen ongelmien välttämiseksi tulee yleishyödyllisen tarkoituksen olla tarpeeksi rajattu tai luoda arvohierarkia yhtiön johdon päätöksenteon tehokkuuden varmistamiseksi ja opportunistin estämiseksi.²⁹⁴ Katson johdon velvollisuudeksi edelleen yleishyödyllisestä tavoitteesta huolimatta yhtiön arvon maksimoinnin osakeyhtiön tarkoituksen ja OYL:n varojenjakosääntöjen mukaisesti.

²⁸⁹ Richardson – Sjäfjell 2015, s. 12.

²⁹⁰ Katso esimerkiksi Mähönen – Sjäfjell 2014, s. 59 ja Sjäfjell 2009, s. 469.

²⁹¹ Katso esimerkiksi Hansmann – Kraakman 2000, s. 448.

²⁹² HE 109/2005 vp., s. 36–37.

²⁹³ Katso esimerkiksi Timonen 2000, s. 140.

²⁹⁴ Esimerkiksi Sitran kestävyuden pyramidimalli. Sitra 2013. Katso jakso 2.1.4.

Katson myös, että yritys voi olla yhteiskuntavastuullinen siitä huolimatta, että se korostaa ja priorisoi vain tiettyä yleishyödyllistä tarkoitusta edellyttäen, että yritys noudattaa kuitenkin soveltuvaa lainsäädäntöä ja työehtosopimuksia kaikilta osin ja huomioi toimintansa vaikutukset yhtiön kaikkiin sidosryhmiin.²⁹⁵

Olen edellä katsonut, ettei OYL:n osakkeenomistajakeskeisyyden voida itsessään katsoa aiheuttavan lyhytnäköisyyttä tai yhteiskuntavastuun laiminlyöntiä. Ympäristö- ja työlainsäädännön epäonnistumisen lisäksi voidaan kuitenkin vielä tunnistaa mielestäni muutama ilmiö ja puute, jonka vuoksi OYL:n vastaista lyhytnäköisyyttä ja yhteiskuntavastuun laiminlyöntiä voidaan kuitenkin havaita. Ongelmaksi nostaisin markkinoiden lyhytnäköisyyden, osakkeenomistajien mahdollisuuden painostaa yhtiön johtoa, osakkeenomistajien ja johdon välisen tiedon epäsymmetrian, ei-taloudellisen tiedon huonon saatavuuden, johdon kannustimet sekä inhimillisten tekijöiden vaikutuksen johdon päätöksentekoon. Mainittuihin ongelmiin ei tässä tutkimuksessa ole mahdollisuutta pureutua syvemmin, mutta alla niitä avataan lyhyesti.

Hinnan vaihtelu ei toteudu julkisilla osakemarkkinoilla todellisuudessa läheskään aina laskukaavojen mukaisesti. Epätäydellisillä markkinoilla pörssiyrityksen osakkeiden hintaan vaikuttavat tosiasiallisesti huomattavasti esimerkiksi lyhytaikaiset trendit ja ilmiöt.²⁹⁶ Osakkeenomistajat kiinnittävät huomiota osakkeen hinnan nopeaan vaihteluun, erityisesti suunnitellun sijoitusajan ollessa lyhyt. Pitkäaikaisenkin sijoittajan voi olla vaikeaa luottaa johdon tekemiseen osakekurssin tippuessa, sillä tiedon epäsymmetriasta johtuen osakkeenomistajan saatavilla on huomattavasti vähemmän tietoa yhtiön toiminnasta verrattuna yhtiön johtoon.²⁹⁷ Markkinahintojen muodostuksesta ja tiedon epäsymmetriasta voi seurata osakkeenomistajien painostus johtoa kohtaan voiton lyhytaikaiseksi maksimoinniksi, jolloin myös mahdollisesti tulevaisuudessa kannattavat investoinnit yhteiskuntavastuuseen voivat tulla hylätyksi. Ei-taloudellisen tiedon raportoinnin kehitysaskelista huolimatta kuluttajilla tai sijoittajilla ei voida katsoa olevan aina myöskään riittävästi ja helposti vertailtavissa olevaa ei-taloudellista tietoa yritysten toiminnasta, jotta he voisivat suosia yhteiskuntavastuullisia yrityksiä haluamallaan tavalla.²⁹⁸ Yhteiskunnan mielipiteen nopeasta muuttumisesta huolimatta muutos ei siten välttämättä näy yritysten tuloksessa, joka vähentää myös yritysten insentiiviä siirtyä yhteiskuntavastuulliseen toimintaan. Lähtökohtaisesti osakkeenomistajat valitsevat johdon vuosittain järjestettävässä yhtiökokouksessa ja luottamuksen saamiseksi johdon pitäisi pystyä kertomaan hyviä uutisia. Yhtiön johdon pesti ei siis ole taattu kuin lähtökohtaisesti vuodeksi kerrallaan, jonka vuoksi heillä on jo ensinnäkin taloudellinen kannustin

²⁹⁵ DLGC title 8 § 366. Katso myös KOM[2011] 681, s. 7.

²⁹⁶ Osakkeen hinnan muodostukseen markkinoilla on havaittu vaikuttavan mm. yhtiön trendi markkinoilla (ns. momentum) Momentumin vaikutuksesta tarkemmin katso Jegadeesh – Titman 1993. Lisäksi on huomattu sijoittajien ylireagoivan esimerkiksi odottamattomiin tai dramaattisiin tapahtumiin. De Bondt – Thaler 1985.

²⁹⁷ Tiedon epäsymmetriasta tarkemmin Bebchuck 2002.

²⁹⁸ Ei-taloudellisesta tiedonannosta tarkemmin Mähönen 2013, s. 572–578.

maksimoida voitot lyhyellä aikavälillä, jotta he voivat esitellä osakkeenomistajille positiivisia tuloksia tulevassa yhtiökokouksessa ja pitää pestinsä. Kun yhtiön tuloksia tarkkaillaan verrattain lyhyellä aikavälillä ja johto nimitetään lähtökohtaisesti vuodeksi kerrallaan, ovat johdon palkkiot usein myös riippuvaisia menestyksestä lyhyellä ajanjaksolla. Johdon kannustimet onkin usein sidottu yhtiön osakekurssiin.²⁹⁹ Johdon ja yhtiön etu voi siten olla pahimmassa tapauksessa hyvin ristiriitainen. Inhimillisten tekijöiden vaikutusta ei sovi myöskään aliarvioida. Inhimillisiä tekijöitä havainnollistavana teoriana voidaan tarkastella Kahnemanin ja Tverskyn kehittämää prospektiteoriaa. Teoria käsittelee ihmisen suhtautumista riskiin, joka on myös olennainen osa nettonykyarvon laskukaavaa. Teorian mukaan ihminen valitsee mieluummin 100 prosentin mahdollisuuden tienata 94 euroa kuin 95 prosentin todennäköisyyden tienata 100 euroa. Ihminen valitsee myös mieluummin 100 prosentin todennäköisyyden hävitä 6 euroa kuin 5 prosentin todennäköisyyden hävitä 100 euroa. Molemmissa esimerkeissä odotusarvo olisi vastakkaiselle vaihtoehdolle suurempi, mutta pettymyksen pelkäämisen vuoksi ihminen valitsee ”turvallisemman” vaihtoehdon.³⁰⁰ Katson pettymyksen pelon selittävän osaltaan johdon haluttomuutta muuttaa liiketoimintaansa tai tehdä yhteiskuntavastuullisia investointeja niiden odotetusta hyödystä huolimatta. Johto voi nähdä nykyisen toiminnan tuottavan varmasti samankaltaisen kassavirran tulevaisuudessakin, jolloin yhteiskuntavastuullisen muutoksen pitäisi olla prospektiteorian mukaan odotusarvoltaan selkeästi korkeampi kuin nykyisen toiminnan. Toisaalta vaikka johto arvioisi nykyisellä liiketoimintamallilla jatkamisen aiheuttavan kassavirran vähäisen laskun, voi yhteiskuntavastuullinen investointi olla sen verran kallis ja epävarma, että johto tyytyy pysymään yhtiön nykyisessä liiketoimintamallissa. Prospektiteoria selittää myös turhaa riskinottoa. Ihminen valitsee todennäköisemmin 5 prosentin todennäköisyyden voittaa 100 euroa kuin 100 prosentin todennäköisyyden voittaa 6 euroa. Ihminen valitsee myös mieluummin 95 prosentin todennäköisyyden hävitä 100 euroa kuin 100 prosentin todennäköisyyden hävitä 94 euroa. Tässä tapauksessa toivo suuresta voitosta saa ihmisen valitsemaan odotusarvoltaan heikomman vaihtoehdon.³⁰¹ Katson toivon suuresta voitosta selittävän osakkeenomistajien sekä johdon lyhytnäköisyyttä. Residuaaliaseman ansiosta erityisesti salkkunsaa hajauttanut osakkeenomistaja saattaa olla kiinnostunut isommista voitoista pienten voittojen sijasta. Suuria tappioita jo kärsinyt osakkeenomistaja voi olla valmis riskeeraamaan loputkin sijoituspääomastaan suuremman voiton toivossa. Lisäksi psykologisissa tutkimuksissa on havaittu useita muita erilaisia kognitiivisia vinoumia.³⁰²

²⁹⁹ Kannustin toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti voidaan toisaalta nähdä hyvänä asiana, kun se samalla edistää yhtiön etua. Mähönen – Villa 2015, s. 221. Johdon kannustinjärjestelmistä tarkemmin Helaniemi – Kallunki – Niemelä 2003 ja Kanninen 1996.

³⁰⁰ Kahneman – Tversky 1979.

³⁰¹ Ibid.

³⁰² Ihmisillä on taipumus esimerkiksi jättää huomioimatta ilmeisen negatiivisia asioita (ns. strutsiefekti), kieltäytyä varautumasta tai reagoimasta katastrofiin, jota ei ole ennen tapahtunut (ns. normaaliusvinouma), painottaa heille ensimmäiseksi tarjottua tietoa (ns. ankkurointivinouma), tehdä erilaisia johtopäätöksiä perustuen siihen, onko asia esitetty negatiivisesti vai positiivisesti (ns. rajausefekti), kuvitella muiden ajattelevan samalla tavalla kuin itse (ns. yksimielisyysharha), muistaa paremmin asiat, jotka tukevat omaa mielipidettä/oletusta (ns. vahvistamisväärentymä) ja mukauttaa ajatuksensa siihen, mitä muut sanovat (ns. konsensusvaikutus). Kognitiivisista vinoumista katso esimerkiksi Kahneman 2013, erityisesti osa II, III ja IV ja siinä mainitut lähteet, ja Boyer 2012, erityisesti s. 341–342 ja siinä mainitut lähteet.

2.5.2 Tapausesimerkit Finnair ja Fortum

OYL 5:29 §:ssä säädetään tilanteista, joissa yhtiön kaikkien osakkeenomistajien suostumus on saatava yhtiöjärjestyksen muuttamiseen.³⁰³ Suostumus tarvitaan mm., jos osakkeenomistajan oikeutta yhtiön voittoon tai netto-omaisuuteen vähennetään yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Säännöksen voidaan katsoa ilmentävän OYL:n yhdenvertaisuusperiaatetta tarjoamalla vahvan suojan vähemmistöosakkeenomistajille erityisesti yhtiön enemmistöosakkeenomistajan opportunistiselta käyttäytymiseltä.³⁰⁴ Yhtiöjärjestyksen vaihtamiseen vaaditaan muutoin määräenemmistö päätös yhtiökokouksessa (OYL 5:27 §).³⁰⁵

Finnairin tapauksessa voidaan katsoa selväksi, ettei OYL 5:29 §:n mukaiselle kaikkien osakkeenomistajien suostumukselle ollut tarvetta. Yhtiö on laajentanut toimialaansa ja ilmaissut asian vielä siten, että ”yhtiö voi harjoittaa tai tukea toimintaa, joka tähtää yhtiön liiketoiminnan hyväksyttävyyden ja siten pitkän aikavälin kannattavuuden turvaamiseen vahvistamalla myönteisiä vaikutuksia tai vähentämällä liiketoiminnan kielteisiä vaikutuksia ympäristöön ja yhteiskuntaan.”³⁰⁶ Yhtiöjärjestyksen muutos ei siten velvoita johtoa harjoittamaan liiketoimintaa jollakin tavalla, eli ”sido yhtiön johdon käsiä”, vaan yhtiön johto voi edelleen päättää, milloin sen on taloudellisesti kannattavaa ryhtyä edistämään yhteiskuntavastuuta. Lisäksi yhteiskuntavastuullisen toiminnan tulisi tähdätä hallituksen esityksen mukaisesti pitkän aikavälin voitontuottamiskyvyn parantamiseen ja turvaamiseen (*going concern*), mikä on myös hallituksen esityksessä nähty usein edellyttävän yhteiskunnallisesti hyväksyttävää liiketoimintaa. Yhteiskuntavastuullisen toiminnan taloudellinen tukeminen, eli hyväntekeväisyys, voidaan myös katsoa usein voitontuottamistarkoituksen mukaiseksi.³⁰⁷

Fortumin yhtiökokouksessa ehdotettu yhtiöjärjestyksen muutos voidaan nähdä syystä vaikeammaksi tapaukseksi. Yhtiökokouksessa oli siis ehdotettu, että Fortum sopeuttaisi

³⁰³ Suostumus on saatava myös äänivallattomilta osakkeilta. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho, 2018a, s. 148.

³⁰⁴ Määräävien osakkeenomistajien opportunistiselta on vaikeampaa suojautua kuin johdon opportunistiselta: johto voidaan tarvittaessa vaihtaa, mutta määräävän osakkeenomistajan asemaan ei voida vastaavalla tavalla puuttua, mikäli tämä haluaa pysyä yhtiössä. Mähönen – Villa, s. 354. Katso myös Bergström – Samuelsson 2001, s. 30 ja 147–148. Korkean vähemmistöosakkeenomistajan suojan on katsottu vaikuttavan positiivisesti yritysten arvoon. La Porta ym. 2002.

³⁰⁵ Yhtiöjärjestyksen merkitystä voidaan pitää erityisesti osakkeenomistajien riskiposition arvioinnin kannalta tärkeänä. Osakkeenomistajan ”sopimussuhteen” yhtiöön nähden määrittelee nimittäin ensisijaisesti yhtiöjärjestys, jota täydentää OYL. Katso Vahtera 2012, s. 1050. Velkojien riskipositio määräytyy pitkälti sopimusoikeudellisin keinoin ja heidän pitää varautua muutoksiin yhtiöjärjestyksessä. Osakeyhtiön tarkoituksen muuttamista voidaan kuitenkin pitää myös velkojan riskiposition kannalta merkittävänä muutoksena.

³⁰⁶ Finnairin yhtiöjärjestyksessä määritelty toimiala kokonaisuudessaan jaksossa 1.1.3.

³⁰⁷ HE 109/2005 vp. s. 38–39.

toimintansa Pariisin ilmastopöytäkirjan mukaiseksi ja raportoi tavoitteen toteutumisesta vuosittain.³⁰⁸ Fortumin hallitus sekä ministeri Tuppurainen tulkitsevat yhtiöjärjestyksen määräyksen vievän Fortumia yleishyödyllisen yhtiön suuntaan ja olevan siten voitontuottamistarkoituksen vastainen. Ehdotuksen tehneen WWF Suomen oikeudellinen neuvonantaja Raija-Leena Ojanen taas katsoi kestävyuden olevan osa kannattavaa liiketoimintaa eikä tämä muuttuisi, vaikka kestävyys otettaisiin osaksi yhtiöjärjестystä. Ministeri Tuppurainen katsoi lisäksi, ettei ehdotettu yleishyödyllinen tarkoitus ole sopiva pörssi-yhtiölle.

Katson, että OYL:n 5:29 §:n arvioimisen kannalta olennaista ei ole, onko kestävyys osa kannattavaa liiketoimintaa nyt tai edes tulevaisuudessa. Merkitystä on sillä, sitooko määräys yhtiön johdon käsiä päätöksenteossa, eli rajaako se jotain menettelytapoja johdon päätöksenteon ulkopuolelle. Kukaan ei voi ennustaa, millainen menettely tulee olemaan tulevaisuudessa varmasti kannattavaa, jolloin mikä tahansa johdon päätöksentekoa rajoittava yhtiöjärjestyksen määräys voi osoittautua voitontuottamistarkoituksen kanssa ristiriitaiseksi. Kyseessä eivät ole myöskään ainoastaan yhteiskuntavastuulliset tavoitteet. Esimerkiksi, jos yhtiön tarkoitus olisi tuottaa voittoa ja valmistaa laadukkaita tuotteita, voisi jossain vaiheessa yhtiön toimintaa osoittautua kannattavammaksi valmistaa halpoja vähemmän laadukkaita tuotteita. Yhtiön toiminnan oletetaan jatkuvan tästä hetkestä ikuisuuteen, joten päätöksenteon rajaamisen kannattavuutta ei voida perustella pitkäaikaisillakaan ennusteilla, vaikka ne olisivat kuinka vakuuttavia. Katson myös, että yhtiöjärjestykseen tehtävät muutokset voitontuottamistarkoituksen korvaamisesta yleishyödyllisellä tavoitteella ja varojenjakamisesta myös muille sidosryhmille edellyttävät selkeästi kaikkien osakkeenomistajien suostumusta, sillä ne vähentävät oikeutta yhtiön voittoon ja netto-omaisuuteen.

Tulkintani voidaan katsoa olevan jyrkkä ja nopeasti herääkin ajatus, että eikö yhtiöjärjестystä voitaisi vain muuttaa uudestaan, mikäli esimerkiksi laadukkaiden tai ympäristöystävällisten tuotteiden valmistus osoittautuu kannattamattomaksi. Tähän voidaan todeta, että molemmat muutokset olisivat olleet turhia: OYL:n säännökset olisivat sallineet ja käytännössä jopa edellyttäneet yhtiön johtoa tuottamaan tuotteita kannattavalla tavalla. Toinen kysymys, joka kyseisestä tulkinnasta voidaan esittää, on pitäisikö yhtiön toimialaa supistavaan päätökseen saada myös yhtiön kaikkien osakkeenomistajien suostumus. Tähän kysymykseen otetaan kantaa jaksossa 3.4.1.

³⁰⁸ Fortumin yhtiökokouksessa ehdotettu muutos kokonaisuudessaan jaksossa 1.1.3.

Kyseenalaistan kuitenkin ministeri Tuppuraisen yhtiöoikeuden osaamisen siltä osin, sopiiko yleishyödyllinen tavoite pörssiyhtiölle. Voitontuottaminen ja yhteiskuntavastuu ovat yhdistettävissä ja yleishyödyllisen tavoitteen lisääminen osaksi yhtiön tarkoitusta ei mielestäni ole este tuottavan liiketoiminnan harjoittamiselle, matalille agenttikustannuksille tai johdon tehokkaalle päätöksenteolle. Todellisuudessa yritysjohtajat tasapainottelevat ja priorisoivat jo nyt erilaisten sidosryhmien etuja.³⁰⁹ Fortumin yhtiön toiminnan tarkoitukseen ehdotettu muutos olisi vain rajoittanut sitä, millä tavoilla yhtiö olisi voinut voittoa tuottaa. Tällaisen rajoituksen ei voida katsoa olevan kaikille pörssiyhtiöille epäsopiva, toki Fortumin tapauksessa muutos olisi voinut olla mahdotonta toteuttaa karsimatta merkittävästi yhtiön tuotoista.

³⁰⁹ Nyström 2016 s. 54–55.

3 Osakeyhtiön johdon päätöksenteko

Tämän osion tarkoituksena on arvioida edellisessä jaksossa määriteltyjen yhtiön tarkoituksen ja yhtiön edun merkitystä osakeyhtiön johdon päätöksenteossa. OYL 1:8 §:ssä säädetäänkin johdon velvollisuudesta edistää yhtiön etua huolellisesti toimien. Tästä säännöksestä pyritään löytämään tulkintaohjeita siihen, miten yhtiön johdon tulee huomioida yhteiskuntavastuu toimiakseen säännöksen edellyttämällä tavalla, jos yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille tai jos yhtiön tarkoitus on yleishyödyllinen.

Seuraavaksi tarkastellaan yhtiön johdon tekemien toimien sitovuutta ja mahdollista pätemättömyyttä. Johdon päätöksentekoa rajoittavina tekijöinä tarkastellaan yhtiöjärjestyksen toimialamääräystä ja OYL:n liiketaloudellisen perusteen vaatimusta ja miten nämä vaikuttavat yhtiön mahdollisuuteen huomioida yhteiskuntavastuu toiminnassaan. Lopuksi tarkastellaan vielä osakkeenomistajien ja yhtiön muiden sidosryhmien mahdollisuutta vaatia johtoa toimimaan yleishyödyllisen tarkoituksen mukaisesti.

Jakson tavoitteena on tutkia, miten yhteiskuntavastuu on mahdollista huomioida yhtiön johdon päätöksenteossa ja mitä mahdollisuuksia ja vaikeuksia yhtiöjärjestykseen osaksi otettu yleishyödyllinen tarkoitus luo yhtiön johdon päätöksenteolle. Lisäksi tarkoituksena on selvittää riittääkö yleishyödyllisen tarkoituksen lisääminen osaksi yhtiöjärjestyksestä yhteiskuntavastuun toteuttamiseksi, miten yleishyödyllinen tarkoitus kannattaa muotoilla ja vaaditaanko yhtiöltä lisäksi muitakin toimia yhteiskuntavastuun toteuttamiseksi järkevällä tavalla. Yhteenvedossa tehtyjä huomioita pohditaan vielä Finnairin ja Fortumin tapausesimerkkien näkökulmasta.

3.1 Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus

OYL 1:8 §:n mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Pykälässä määritellään johdon kaksiosainen yleinen tehtävä: se sisältää yhtäältä velvollisuuden toimia huolellisesti ja toisaalta velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti. Toimiminen yhtiön edun mukaisesti sisältää lojaliteettivelvollisuuden suhteessa yhtiöön ja ”viimekädessä” sen kaikkiin osakkeenomistajiin.³¹⁰ Katson lojaliteettivelvollisuuden tukevan jaksoissa 2.3.1 ja 2.3.2 tehtyä tulkintaa yhtiön edusta. Yhtiön etua ja yhtiön tarkoitusta ei voida täysin rinnastaa, vaikka yhtiön etu johtaakin osakkeenomistajien kannalta usein kannattavimpaan ratkaisuun.

³¹⁰ HE 109/2005 vp. s. 40.

Lojaliteettivelvoitteen kohdistuminen ”viimekädessä” osakkeenomistajiin kuvaa sitä, että osakeyhtiön tarkoituksen mukainen ratkaisu on pääsääntöisesti yhtiön edun mukainen.³¹¹

Hallituksen esityksen säännös käsittelee OYL:n olettamasäännöksen mukaista tilannetta, jossa yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Katson, että sidosryhmien intressit on huomioitava tässäkin tapauksessa, jos niiden huomioiminen on yhtiölle kannattavaa. Ei-voitontuottamistarkoituksen yrityksen on huomioitava yhtiön tarkoituksessa määriteltyjen sidosryhmien edun lisäksi taloudellinen puoli ainakin siinä määrin, joka turvaa yhtiön toiminnan jatkuvuuden. Huolellisuusvelvollisuuden toteutumista tehostaa siihen kytketty johdon vahingonkorvausvelvollisuus. OYL 22:1 §:n mukaan yhtiön johdon jäsenen on korvattava vahinko, jonka hän on tehtävässään huolellisuusvelvoitteen vastaisesti tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle.³¹² Huolellisuuden osalta tärkeä kysymys on siten se, millaista toimintaa voidaan pitää huolellisena ja millaista ei.

Hallituksen esitys konkretisoi huolellisuusvelvoitetta ja huolellisen toiminnan voidaan katsoa sisältävän neljä elementtiä: 1) johdon tulee pyrkiä aktiivisesti edistämään yhtiön etua; 2) ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto; 2) saatavilla olevan tiedon perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi; ja 3) päätöksen tai muun toimen tekoon eivät ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.³¹³

Hallituksen esityksen ohjeita voidaan täsmentää entisestään muissa oikeusjärjestelmissä kehittyneen *Business judgement rulen* avulla. *Business judgement rule* pohjautuu Yhdysvaltojen, erityisesti Delawaren osavaltion, oikeuskäytäntöön ja on käytössä mm. Yhdysvalloissa, Yhdistyneissä Kuningaskunnissa ja Kanadassa.³¹⁴ Sääntö sisältää suomalaisen lainsäädännön tavoin johdon huolellisuus- (*duty of care*) ja lojaliteettivelvollisuuden (*duty of loyalty*). Huolellisuusarviointi perustuu päätöksentekohetkeen, eikä sen lopputulokseen. *Business judgement rule* asettaa korkean standardin johdon vastuun realisoitumiselle, sillä johdon oletetaan toimivan yhtiön edun mukaisesti, ellei toisin näytetä, johdon ei odoteta tekevän aina optimiratkaisuja ja vastuun realisoitumiseksi johdon on täytynyt toimia selvästi

³¹¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 54.

³¹² Yhtiön johdon on korvattava myös vahinko, jonka hän on tehtävässään muuten OYL:a tai yhtiöjärjestyksestä rikkomalla aiheuttanut tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle, osakkeenomistajille tai muulle henkilölle (OYL 22:1.2 §).

³¹³ HE 109/2005 vp, s. 41.

³¹⁴ Katso alkuperäiset oikeustapaukset *Puma v. Marriot* (283 A.2d 693 [Del. 1971]), *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971) ja *Lewis v. Aronson* v. Lewis 473 A.2d 805 (Del. 1984). *Business Judgement Rulea* muovanneena ensimmäisenä oikeustapauksena voidaan pitää jo tapausta *Dodge v. Ford Motor Company* (204 N.W. 668 [Mich. 1919]), jossa annettiin johdolle valtaa päättää yhtiön johtamisesta.

yhtiön edun vastaisesti.³¹⁵ Riskillisessä toiminnassa riski silloin tällöin realisoituu ja yhtiön toiminnassa tapahtuu väkisinkin inhimillisiä virheitä.³¹⁶ Huolellisuusvelvoitteen asettaminen liian korkealle johtaisi johdon passiivisuuteen, toisaalta sen asettaminen liian matalalle sallisi johdon opportunistin.

Delawaren oikeuskäytännön tapauksessa *Grobv v. Perot* on luotu yleiset suuntaviivat *business judgement rulen* arvioinnille. Näiden suuntaviivojen mukaan yhtiön johdon tulisi toimia: 1) vilpittömässä mielessä (*act in good faith*); 2) yhtiön parhaan edun mukaisesti; 3) tietoon perustuen; 4) tehokkaasti, eikä resursseja tuhlaten; ja 5) ajamatta omaa etuaan.³¹⁷

Business Judgement Rulen avulla voidaan tunnistaa kolme kriteeriä johdon huolellisuuden arvioimiseksi päätöksenteossa. 1) Päätöksen tulee olla johdonmukainen yhtiön edun kanssa; 2) päätöksenteon tulee olla linjassa sen kanssa, miten huolellinen henkilö toimisi samassa tilanteessa. Voidaan katsoa, mitä merkittävämpi ja/tai riskillisempi päätös yhtiön kannalta on, sitä korkeampaa huolellisuutta johdolta odotetaan.³¹⁸ 3) päätöksenteon tueksi on hankittava asiassa riittävä selvitys. On kuitenkin huomioitava se, että liiketoiminnassa pitää pystyä tekemään päätöksiä nopeasti ja rajallisin resurssein.³¹⁹ Johdon on siten hankittava ”tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto”³²⁰ ja selvitysvelvollisuus korostuu merkittävässä ja korkean riskin päätöksissä.³²¹ Katsoisin tilanteissa, joissa johdolla ei ole resursseja tai mahdollisuutta hankkia kovin kattavaa tietoa päätöksen tueksi, on tiedon vähäisyys otettava huomioon korkeampana toteutusriskinä nettohyötyä laskettaessa.

Yhtiön toiminnan tarkoituksen merkitystä ei sovi unohtaa arvioidessa johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta edistää yhtiön etua. Rajaniemi ja Villa ovat katsoneet, että yhtiön johdon toimintaa sekä johdon toiminnan huolellisuutta ja lojaalisuutta arvioidaan yhtiön tarkoituksen värittämien silmälasien lävitse.³²² Mähönen ja Villa kutsuvat tarkoituksen toteutumisen arviointia ratiotestiksi. Ratiotestillä tarkoitetaan yksikertaisuudessaan sitä, että johtaako liiketoiminta yhtiön etua määrittelevän yhtiön tarkoituksen toteutumiseen.³²³

Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa on otettu kantaa siihen, miten huolellisesti toimivan johdon tulisi huomioida yhteiskuntavastuu. Johdolla on katsottu olevan velvollisuus mm.: 1) noudattaa sidosryhmäintressejä suojaavaa lainsäädäntöä³²⁴ 2) hankkia riittävä tieto päätöksen

³¹⁵ Johnson ym. 2000, s. 23. Katso myös Mähönen – Villa 2015, s. 373.

³¹⁶ Taxell 1963, s. 67.

³¹⁷ *Grobv v. Perot*, 539 (A.2d 180 [Del. 1988]).

³¹⁸ HE 109/2005 vp, s. 41. Katso myös Savela 2015, s. 97. Säännös ei tarkoita, etteikö johto voisi tehdä virheitä.

³¹⁹ Savela 2015, s. 101 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 52.

³²⁰ HE 109/2005 vp, s. 41.

³²¹ Savela 2015, s. 101 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 51.

³²² Rajaniemi & Villa 2004, s. 161.

³²³ Mähönen – Villa 2015, s. 159.

³²⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 389.

tueksi; 3) tarkastella tekemiään päätöksiä yhtiön toiminnan kokonaisuuden kannalta³²⁵; 4) huomioida sidosryhmien intressit yhtiön edun edellyttämässä laajuudessa³²⁶; 5) ottaa huomioon toiminnan julkisuusvaikutukset; ja 6) ylläpitää yhtiön toiminnan kannalta asianmukaisia riskinhallintajärjestelmiä.³²⁷

Lisäksi voidaan tarkastella Yhdistyneen Kuningaskunnan osakeyhtiölakia (*UK Companies Act 2006*), jonka pykälässä 172 säädetään johdon velvollisuuksista toimia yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti huomioiden mm.: 1) päätöksen todennäköiset vaikutukset pitkällä aikavälillä; 2) yhtiön työntekijöiden intressit; 3) mahdollisuudet edistää yhtiön liikesuhteita sen toimittajien, asiakkaiden ja muiden sidosryhmien kanssa; 4) yhtiön toiminnan vaikutukset yhteiskuntaan ja ympäristöön; 5) yhtiön maineen liikekumppanina³²⁸; ja 6) yhdenvertaisuuden yhtiön osakkeenomistajien välillä.³²⁹ Lista ei ole tyhjentävä, mutta se sisältää tärkeimpiä tekijöitä sidosryhmien edun huomioimiseksi.³³⁰ Johdolla on siis velvoite huomioida sidosryhmien edut arvioidessaan päätöksen yhtiön edun mukaisuutta³³¹. Johdon huolellisuuden arviointi muistuttaa sidosryhmälähtöisestä ajattelusta huolimatta huomattavasti *business judgement rulen* arviointikriteerejä. Toimiakseen huolellisesti johdon tulee: 1) toimia kohtuullisen huolellisesti, taidokkaasti ja ahkerasti verrattuna siihen, mitä yhtiön johtohenkilöltä voidaan yleisesti edellyttää huomioiden myös kyseisen henkilön tietotaidon ja kokemuksen³³²; 2) hankkia hyvän liiketavan mukainen tieto päätöksen tueksi; 3) huomioida riittävällä tavalla ja tasapuolisesti 172 pykälässä mainitut sidosryhmien intressit³³³; 4) toimia vilpittömässä mielessä; 5) toimia yhtiön parhaan edun mukaisesti.³³⁴ Johdolla on kuitenkin laaja vapaus päättää liiketoiminnastaan ja siitä missä määrin yhtiön etu vaatii sidosryhmien edun huomioimista.³³⁵

Yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteen arviointiin voidaan ottaa mallia *business judgement rulesta* sekä Yhdistyneiden Kuningaskuntien osakeyhtiölaista. Huolellisuusvelvoitteen arvioinnissa on otettava huomioon monia eri asioita. Tärkeintä on kuitenkin se, että johto on hankkinut asianmukaisen tiedon päätöksen tueksi ja pohtinut eri vaihtoehtojen paremmuutta hankittuun tietoon perustuen. Huolellisuusvelvoite edellyttää myös relevanttien sidosryhmien huomioimista päätöksentekoprosessissa, vaikka yhtiön tarkoituksena olisi voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Tällöin relevanttina sidosryhmänä voidaan pitää

³²⁵ Taxell 1963, s. 73.

³²⁶ Salo 2015, s. 97.

³²⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 808.

³²⁸ Katso Salo 2015, s. 94–100.

³²⁹ Yhdistyneiden Kuningaskuntien osakeyhtiölain voidaan katsoa edustavan sidosryhmäajattelun ratkaisemista liikkeenjohdollisella strategialla. Katso jakso 2.1.4.

³³⁰ UK Companies Act Explanatory notes, kohta 326.

³³¹ Katso French – Mayson – Ryan 2016, s. 491–492 ja Keay 2012, s. 130.

³³² Johdon huolellisuutta verrataan minimitasolla siihen, mitä kohtuullisen huolelliselta henkilöltä voidaan olettaa. Minimitasoa käytetään, kun johdon jäsenellä ei katsota olevan erityistä tietotaitoa tai kokemusta. Tietotaidon kasvaessa ja kokemuksen kertyessä johdon jäseneltä odotettava huolellisuusstandardi tiukkenee. Marson – Ferris 2015, s. 391.

³³³ Keay 2012, s. 113.

³³⁴ UK Companies Act Explanatory notes, kohta 327. Katso myös Keay 2012, s. 95.

³³⁵ Katso Keay 2012, s. 105–106.

tahoa, jolla on riittävän suuri vaikutus päätöksen nettonykyarvoon. Yhdistyneiden Kuningaskuntien osakeyhtiölaki asettaa näennäisesti kovan velvoitteen sidosryhmien edun huomioimiselle. Katson kuitenkin, että huolellisesti toimivan johdon tulee huomioida muutoinkin sidosryhmien etu, jos sidosryhmien edulla on riittävä vaikutus nettonykyarvolaskelmaan. Suomen osakeyhtiölaki myös edellyttää johdolta aktiivisia toimia yhtiön edun toteuttamiseksi.³³⁶ Yleishyödyllisen tarkoituksen omaavissa yrityksissä huolellisuutta voi olla vaikeampi arvioida, jos sidosryhmien määrää, jonka etua yrityksen tulisi edistää, ei ole rajattu. Tällöin herää kysymys, minkä kaikkien sidosryhmien edut johdon tulisi huomioida ja miten kunkin sidosryhmän etu tulisi arvottaa. Yhdistyneiden Kuningaskuntien osakeyhtiölaista voidaan tehdä mielestäni tulkintaohjeita erityisesti relevanttien sidosryhmien tunnistamisen ongelmaan. Yhtiöillä tulee kuitenkin olla mahdollisuus luoda oma arvojärjestyksensä eri sidosryhmien edun painottamiselle, joka vaikuttaa siihen, mitä sidosryhmiä voidaan pitää relevantteina.³³⁷ Päätöksen merkittävyyttä ja riskillisyyttä arvioidessakaan huomiota ei voitaisi kiinnittää ainoastaan yhtiön arvoon, vaan myös päätöksen vaikutuksiin relevantteja sidosryhmiä kohtaan. Johdolla voisi siten olla vaikeaa tunnistaa myös, milloin kyseessä on yhtiön kannalta merkittävä tai riskillinen päätös. Yrityksillä tulisi siten olla rajattu yleishyödyllinen tarkoitus tai sidosryhmien välinen arvojärjestys, jotta huolellisuuden arviointi ja tehokas päätöksenteko olisi mahdollista. Johto ei voi laiminlyödä myöskään täysin taloudellisten vaikutuksien arviointia, sillä johdon keskeinen tehtävä on huolehtia yhtiön toiminnan jatkuvuudesta.

Lojaliteettivelvollisuuden arviointi taas perustuu siihen, onko johto huolellisen päätöksentekoprosessin jälkeen valinnut yhtiön edun mukaisen ratkaisun, eli nettonykyarvoltaan korkeimman vaihtoehdon. Katsoisin, että lojaliteettivelvoitteen osalta olennaisinta on yhtiön johdon toiminta vilpittömässä mielessä yhtiön edun mukaisesti. Keskeistä tämän osalta ei ole se, osoittautuuko päätös myöhemmin tappiolliseksi, vaan se olisiko kohtuullisen huolellinen ihminen voinut päätyä samaan ratkaisuun ja onko päätöksellä pyritty edistämään yhtiön etua. Arviointia ei mielestäni voida suorittaa liian tiukasti, jotta johdon päätöksenteko ei passivoidu.³³⁸ Lojaliteettivelvoite voidaan mielestäni katsoa rikotuksi

³³⁶ HE 109/2005 vp, s. 41.

³³⁷ Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että Yhdistyneiden Kuningaskuntien osakeyhtiölain 172 pykälässä esitetty listaus voitaisiin ymmärtää hierarkkisena siten, että listassa ylempänä oleva tekijä olisi ristiriitatilanteessa alempana olevia tekijöitä merkittävämpi. Keay 2012, s. 92. On kuitenkin huomattava, että yksittäistapauksessa tekijöiden painoarvojen määrittäminen kuuluu johtohenkilön tehtävien piiriin. Keay 2012, s. 131.

³³⁸ Taxell on katsonut, että johdon vastuun riittäisi poistamaan jo se, että toimeen tai päätökseen on liittynyt riittävä mahdollisuus yhtiön edun mukaisiin vaikutuksiin. Taxell 1963, s. 74.

lähinnä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisissa tai laittomaksi varojenjaoksi katsotuissa päätöksissä.³³⁹ Nettonykyarvon laskemisen osalta on huomioitava se, että prosessi on huomattavasti helpompaa silloin, kun yhtiön tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Tuolloin kiinnitetään huomiota vain taloudellisiin vaikutuksiin. Lojaliteettivelvollisuuden arviointi on vaikeampaa yhtiön tarkoituksen ollessa yleishyödyllinen, sillä yhtiö joutuu arvottamaan osakeyhtiön tarkoituksen mukaiset relevantit sidosryhmien edut nettonykyarvolaskelmassaan. Yhtiön edun arvioinnista tekee entistä vaikeampaa se, ettei yhtiö voi sokeasti edistää eri sidosryhmien etuja, sillä johdon on pidettävä huolta myös yhtiön toiminnan jatkuvuudesta.

Huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteen osalta voidaan kuitenkin perustellusti katsoa, että johdon vastuun realisoitumisen kynnyks on korkeaa. Johtohenkilö ei voi joutua vastuuseen sen perusteella, että tuomioistuimen mielestä johtohenkilön päätöksen olisi sisällöllisesti pitänyt olla toinen.³⁴⁰ Tuomioistuimen tarkoitus ei ole kyseenalaistaa liiketoiminnallisten päätösten sisältöä, vaan päätöksentekoprosessin huolellisuutta ja johdon intressejä.³⁴¹ Yhtiön tarkoituksella on mielestäni suuri merkitys sekä huolellisuuden että johdon intressien arvioimisen kannalta. Voitontuottamistarkoituksen omaavissa yhtiöissä arviointi on helpompaa, sillä huolellisuutta voidaan arvioida perustuen siihen, onko johto huomionut riittävällä tasolla kaikki taloudellisesti vaikuttavat tekijät, ottaen huomioon päätöksen riskit ja merkityksen sekä johdon lojaliteettivelvoitteen perustuen siihen, onko harkinnan perusteella valittu taloudellisesti kannattavin vaihtoehto pitkällä aikavälillä.

Katso, ettei yhtiön johdon vastuun toteutumisen korkeat kriteerit ole ongelma. Osakkeenomistajat arvostelevat yhtiön johdon toimintaa äänestämällä yhtiön hallituksen kokoonpanosta vuosittaisessa yhtiökokouksessa. Johdon toimintaa ei olekaan siten tarkoituksenmukaista arvioida tuomioistuimessa.³⁴² Johdon tulee yhtiökokouksessa pystyä perustelemaan tekemiänsä päätöksiä ja vakuuttamaan osakkeenomistajat siitä, että johto on huolellisesti toimien pyrkinyt edistämään yhtiön etua ja siten sen tarkoitusta. Ongelman muodostaa kuitenkin se, ettei muilla sidosryhmillä kuin osakkeenomistajilla ole äänioikeutta yhtiökokouksessa. Yleishyödyllisen yrityksen johtoakin arvioivat siten osakkeenomistajat, joiden yhteiskuntavastuulliset intressit perustuvat heidän omatuntoonsa ja moraaliinsa.

³³⁹ Laittomasta varojenjaosta tarkemmin jaksossa 3.2.2.

³⁴⁰ French – Mayson – Ryan 2016, s. 487 ja siinä viitattu oikeuskäytäntö.

³⁴¹ Katso esimerkiksi Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 559 ja siinä viitattu oikeuskirjallisuus.

³⁴² Katso Savela 1997, s. 1281.

Ongelmaa pahentaa johdon ja osakkeenomistajien tiedon epäsymmetria. Osakkeenomistajan on käytännössä mahdotonta arvioida kaikkia mahdollisia muita vaihtoehtoja johdon tekemille päätöksille ja olisivatko mahdolliset vaihtoehdot toteuttaneet paremmin yhtiön etua. Lisäksi yhteiskuntavastuun laiminlyövien toimien negatiiviset vaikutukset saattavat olla havaittavissa vasta pitkän ajan kuluttua.

3.2 Oikeustoimien sitovuus

Yhtiö on itsenäinen oikeushenkilö, mutta sen puolesta toimimaan tarvitaan aina edustaja. Yhtiön edustajan tekemien oikeustoimien sitovuudesta säädetään OYL 6:28 §:ssä, jonka mukaan edustajan yhtiön puolesta tekemä oikeustoimi ei sido yhtiötä, jos: 1) edustaja on toiminut vastoin OYL:ssa säädettyä kelpoisuuden rajoitusta; 2) edustaja on toiminut vastoin kaupparekisteriin merkittyä rajoitusta, jonka mukaan kahdella tai useammalla henkilöllä on vain yhdessä edustamisoikeus; taikka 3) edustaja on ylittänyt toimivaltansa ja se, johon oikeustoimi kohdistui tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä.

Säännöksessä on erotettu yhtiön edustajan kelpoisuus ja toimivalta. Kelpoisuudella tarkoitetaan rajoja, joiden puitteissa edustaja voi ylipäätään tehdä yhtiötä sitovia oikeustoimia.³⁴³ Kelpoisuuden rajoja sääntelee OYL ja rajat määrittävät siis sen, missä suhteessa edustaja voi edustaa yhtiötä kolmanteen nähden.³⁴⁴ Tämän tutkielman osalta ei ole olennaista tarkastella esimerkiksi yhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan toimivallan välisiä kelpoisuuden rajoja, edustajalle yhtiöjärjestyksessä asetettuja edustamisoikeuden rajoituksia tai oikeustoimen sitovuuden teknisiä Aspekteja. Voidaan kuitenkin todeta, että laajin edustamisoikeus on yhtiön hallituksella (OYL 6:2 §:n yleistoimivalta). Kelpoisuuden vastaisia toimia ovat varojenjakovoikojoijensuojasäännösten vastaisesti.³⁴⁵ Pääsääntöisesti kelpoisuuden ylitykseksi voidaan katsoa OYL 1:7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen päätös.³⁴⁶ Myös laitton varojenjakovoikojoijensuojasäännösten vastaisesti.³⁴⁷ Myös laitton varojenjakovoikojoijensuojasäännösten vastaisesti.³⁴⁷

Laittoman varojenjaon ja siten liiketaloudellisen perusteen puuttumisen johdon kelpoisuuden ylittäväksi toimeksi voidaan mielestäni kyseenalaistaa. Liiketaloudellisen perusteen vaatimus konkretisoi mielestäni OYL 1:8 §:n mukaista johdon velvollisuutta toimia yhtiön edun mukaisesti, joka taas määrittyy pitkälti yhtiön toiminnan tarkoituksen

³⁴³ Kelpoisuuden ja toimivallan käsitteitä on konkretisoitu vuoden 1978 osakeyhtiölain (osakeyhtiölaki 734/1978, jäljempänä ”EOYL”) esitöissä. HE 27/1977 vp. s. 57–58. Nykyisen OYL:n on katsottu näiltä osin vastaavan sisällöllisesti EOYL:ia. HE 109/2005 vp. s. 89. Katso myös KKO 2014:65.

³⁴⁴ Katso esimerkiksi Immonen – Villa 2019, s. 66.

³⁴⁵ Pönkä 2013b, s. 226.

³⁴⁶ Mähönen – Villa 2019, s. 396.

³⁴⁷ Pönkä 2013b, s. 225–226 ja Immonen – Villa 2019, s. 59.

perusteella. Oikeuskirjallisuudessa on pidetty kiistanalaisena sitä, rajoittaako yhtiön tarkoitus yhtiön johdon kelpoisuutta vai toimivaltaa.³⁴⁸ Tulkinta siitä, että laitonta varojenjakoä pidetään kelpoisuutta rajoittavana johtaa mielestäni siihen, että yhtiön toiminnan tarkoitustakin tulee pitää johdon kelpoisuutta rajoittavana.³⁴⁹ Toisaalta laitoman varojenjaon ja siten osakeyhtiön tarkoitusta voidaan pitää perustellusti kelpoisuuden ylittävänä, eli ulkoisesti havaittavana, vain jos oletetaan yhtiöiden tarkoituksen olevan voitontuottaminen osakkeenomistajille. Mikäli yleishyödylliset yritykset yleistyvät, ei osakeyhtiön tarkoitusta voida enää pitää perustellusti johdon kelpoisuutta rajoittavana. Sopimuskumppanin tulkintaa liiketoiminnallisen perusteen olemassaolosta vaikeuttaa se, että yhtiöt ovat alkaneet huomioida yhteiskuntavastuuta enenevässä määrin. Monet yritykset tukivat esimerkiksi Ukrainaa hyvinkin suurilla summilla, eikä lahjoitusten tarkoituksena välttämättä ollut yhtiön maineen kiillottaminen. Pitäisikö lahjoituksen vastaanottavan säätiön pohtia, ovatko suuret lahjoitukset lahjoituksenantajien toiminnan tarkoituksen mukaisia? Mielestäni ei. Sopimuskumppanin pitäisi tuntea yrityksen toiminta todella hyvin tunnistaakseen liiketaloudellisen perusteen puuttumisen. Siksi nostaisin sopimuskumppanin vilpittömän mielen suojan hyvin korkeaksi ja vilpillisen mielen osoittamiseksi sopimuskumppanin tulisi tosiasiallisesti tietää oikeustoimen olevan sopimuskumppanin toiminnan tarkoituksen vastainen.

Edustajan toimivallalla tarkoitetaan taas edustajalle suhteessa yhtiöön kuuluvaa valtaa toimia yhtiön puolesta.³⁵⁰ Toimivalta eroaa kelpoisuudesta ensinnäkin siten, että toimivallan ylityksestä huolimatta, oikeustoimi voi olla yhtiötä sitova, jos oikeustoimen toinen osapuoli on ollut perustellusti vilpittömässä mielessä. Osapuolen katsotaan toimineen perustellusti vilpittömässä mielessä, jos hän ei ole tiennyt eikä hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä. Vilpittömän mielen suoja on perusteltua, sillä toimivallan rajoitukset eivät ole ulkoisesti havaittavissa, kuten kelpoisuuden rajat. Edustajan toimivaltaa voivat rajoittaa mm.: 1) yhtiöjärjestyksen toimialamääräys (OYL 6:27.2 §); 2) muut yhtiöjärjestyksen edustamisoikeusrajoitukset³⁵¹ 3) ylemmiltä toimielimiltä saadut ohjeet ja määräykset³⁵²; 4) esteelliseen päätökseen perustuva edustusvalta³⁵³; 5) pätemättömään päätökseen perustuva edustusvalta.³⁵⁴ Edustajan toimivallan osalta on keskeistä, millä yhtiön toimielimellä tai kenellä on päätösvalta tehdä yhtiötä koskeva oikeustoimi.³⁵⁵ Tämän tutkielman osalta tällä

³⁴⁸ Immonen – Villa 2019, s. 59–60, ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 581. Katso myös Villa 2020, s. 143.

³⁴⁹ Samoin Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 582, Mähönen – Villa 2019, s. 391 sekä Immonen – Villa 2019, s. 69–70. Vrt. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 628, Mäntysaari 2002, s. 236, Vahtera 2011, s. 196, Pönkä 2013b, s. 225–226 ja Rasinaho 2013, s. 557–558. Katso myös KKO 2006:90, kohta 31.

³⁵⁰ HE 27/1977 vp, s. 57–58.

³⁵¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 586.

³⁵² HE 89/1996 vp s. 109.

³⁵³ Ibid.

³⁵⁴ Mähönen – Villa 2019, s. 396.

³⁵⁵ Mähönen – Villa 2019, s. 382.

kysymyksellä ei ole kuitenkaan merkitystä. Tutkielman kannalta olennaista on kuitenkin huomioida yhtiön toimialan vaikutus yhtiön johdon päätöksentekoon.

3.2.1 Toimiala

Yhtiöjärjestyksessä tulee aina määritellä toimiala, jolla yhtiö harjoittaa liiketoimintaa (OYL 2:3 §). Toimiala rajoittaa yhtiön edustajan toimivaltaa (OYL 6:27.2 §) ja yhtiön toiminnan tulisi lähtökohtaisesti tapahtua yhtiön toimialan rajoissa.³⁵⁶ Toimialamääräyksen merkityksen osalta on kuitenkin huomioitava ensinnäkin se, että OYL:n esitöiden mukaan yhtiön kasvaessa sen toimialastakin tulee jossain määrin liukuva.³⁵⁷ Toiseksi on otettava huomioon vilpittömän mielen suoja: riittävänä osoituksena siitä, että sopimuskumppanin tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä, ei voida pitää sitä, että toimivaltaa koskevat rajoitukset on rekisteröity kaupparekisteriin. Oikeustoimi sitoisi siis yhtiötä toimivallan ylityksestä huolimatta.³⁵⁸ Vilpillisen mielen vaatimus toimialaylityksen osalta täyttyy siten käytännössä vain silloin, kun sopimuskumppani on tosiasiaa jotenkin tiennyt toimivallan rajoituksesta.³⁵⁹ Kolmanneksi on vielä huomioitava se, että yritykset tarvitsevat pääsääntöisesti rahoitusta toimintaansa toimialasta riippumatta, jonka vuoksi on katsottu, että toimialan rajoittava vaikutus koskee vain yhtiön tuotantoa koskevaa päätöksentekoa.³⁶⁰ Neljänneksi on huomioitava se, ettei toimialamääräyksen tarkoitus ole määrittää keinoja, joilla yhtiön tulee toteuttaa tarkoitustaan, se kertoo vain sen, millä alalla yhtiö lähtökohtaisesti liiketoimintaa harjoittaa. Vielä on huomioitava se, että toimiala voi olla avoin, jolloin yhtiöjärjestyksessä yhtiön toimialaksi määritellään kaikki laillinen liiketoiminta.

Toimialasäännöksen tulkinnassa ei siten voida olla täysin ehdottomia, sillä esityöt sallivat liukuman.³⁶¹ Toimialamääräystä ei voida kuitenkaan erityisesti pienten yhtiöiden kohdalla tulkita liiankaan väljästi. Katson toimialamääräyksen tarkoituksiksi parantaa sijoittajien mahdollisuutta arvioida sijoitukseen liittyvää riskiä. Siten liiketoiminnan harjoittaminen yhtiön

³⁵⁶ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 11.

³⁵⁷ HE 27/1977 vp, s. 58, ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 586.

³⁵⁸ Toimivallan ylityksellä on sitovuudesta huolimatta merkitystä yhtiön edustajan mahdolliseen vahingonkorvausvelvollisuuteen. Vahingonkorvausvelvollisuus edellyttää toki, että vahinkoa on syntynyt. Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 99.

³⁵⁹ Mähönen – Villa 2019, s. 397. Katso myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 78.

³⁶⁰ Mähönen ja Villa ovat todenneet, ettei yhtiön toimialaan tarvitse ottaa määräystä siitä, että yhtiö voi sijoittaa ylimääräisiä varojaan arvopapereihin. Mähönen – Villa 2019, s. 306. Katson Mähösen ja Villain tulkinnan perustelluksi, mutta se ei mielestäni tarkoita sitä, että yhtiö voisi sijoittaa varojaan, mihin tahansa tuotteisiin. Monimutkaisten ja korkean riskin arvopapereiden osalta tulisi huomioitavaksi se, voidaanko toimet katsoa liiketaloudellisesti perustelluiksi sekä tavallisiksi huomioiden yhtiön muun liiketoiminnan.

³⁶¹ HE 27/1977 vp, s. 58, ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 586.

yhtiöjärjestyksessä määritellyn toimialan ulkopuolisella ja riskitasoltaan huomattavasti eroavalla toimialalla voidaan katsoa päämiehen (osakkeenomistajien) ohjeistuksen vastaiseksi toiminnaksi. Yhtiöjärjestys on merkittävä osa sijoittajien ja yhtiön välistä ”sopimussuhdetta”. Erityisesti osakkeenomistajien tulisi pystyä luottamaan siihen, että yhtiö toimii yhtiökokouksessa tehtyjen päätösten ja yhtiöjärjestyksen mukaisesti. Velkojillekaan yhtiöjärjestys ei ole merkityksetön asia, mutta velkojien osalta on huomioitava, heidän mahdollisuutensa määrittää riskipositionsa sopimusoikeudellisin keinoin. Toimialamääräyksen vastaista toimivallan ylittämistä arvioidessa tulisi siten mielestäni kiinnittää huomiota sijoittajien perusteltuihin odotuksiin toimialoista, joilla yhtiö voi toimintaansa harjoittaa ja toimivallan ylityksen vaikutuksesta sijoittajien riskipositioon. Esimerkiksi yhtiön koon kasvaessa voi sijoittaja olettaa sen toiminnan monipuolistuvan. Lisäksi suuren yhtiön toiminta osittain toimialamääräyksen ulkopuolella vaikuttaa sijoittajien riskipositioon vähäisesti. Toimialamääräystä tulkittaessa tulee siis mielestäni kiinnittää huomiota yhtiön tosiasialliseen toimintaan.

Kun tarkastellaan toimialamääräyksen suhdetta yhteiskuntavastuulliseen toimintaan, voidaan mielestäni katsoa edellä mainitun perusteella selväksi se, ettei toimialamääräys rajoita yhtiön johdon päätöksentekoa sen toimiessa toimialamääräyksen rajoissa. Toimialamääräys ei siten aseta rajoitteita sidosryhmien edun huomioimiselle. Toimialamääräys voi rajoittaa mielestäni yhteiskuntavastuullisiin toimiin ryhtymistä lähinnä silloin, kun tällainen toiminta olisi selvästi toimialamääräyksen ulkopuolista toimintaa. Arvioinnissa on otettava mielestäni huomioon yrityksen koko, osakkeenomistajien perustellut odotukset sille, millä aloilla yhtiö voi toimintaa harjoittaa ja toimialan ylityksestä aiheutunut muutos sijoittajien riskipositioon.

3.2.2 Liiketaloudellinen peruste

Jaksossa 2 on käsitelty tarkemmin OYL 1:5 §:n voitontuottamistarkoituksen ja 1:8 §:n mukaisen yhtiön edun käsitteitä. Jaksossa 3.1. on käsitelty tarkemmin OYL 1:8 §:n yhtiön johdolle asettamaa huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitetta. Näiden sääntöjen lisäksi johdon on huomioitava OYL:n 13.1 § käyttäessään yhtiön varoja. OYL 13:1 § luetellaan lailliset varojenjakotavat ja todetaan muiden liiketapahtumien, jotka vähentävät yhtiön varoja tai lisäävät sen velkoja ilman liiketaloudellista perustetta, olevan laitonta varojenjako. Laittoman varojenjaon osalta ei ole merkitystä sillä, mille taholle varoja jaetaan ja säännös soveltuu

lähtökohtaisesti kaikkiin toimiin, jotka vähentävät yhtiön varoja tai lisäävät sen velvoitteita.³⁶² Hallituksen esityksen mukaan OYL 13.1 § liiketaloudellisen perusteen vaatimus ei ole itsessään tyhjentävä kriteeri laittoman varojenjaon tunnistamiselle, mutta säännöksen avulla voidaan tunnistaa lailliset liiketoimet ja laitton varojenjako.³⁶³

Hallituksen esityksessä katsotaan, että liiketaloudellisesti perusteltu toimi voidaan katsoa automaattisesti myös osakeyhtiön tarkoituksen mukaiseksi.³⁶⁴ Oikeuskirjallisuudessa on katsottu siten laittomaksi varojenjaoksi toimet, jotka ovat yhtiön toiminnan tarkoituksen vastaisia.³⁶⁵ Osa on katsonut myös edellä mainitun hallituksen esityksen väitteen myös kääntäen todeksi: yhtiön toimella on liiketoiminnallinen peruste, jos se on osakeyhtiön tarkoituksen mukainen.³⁶⁶ Laittomaksi varojenjaoksi on puolestaan katsottu 1) alihintainen tai maksuton luovutus tai muu suoritus; 2) ylihinnan maksaminen³⁶⁷; ja 3) voiton saamatta jäämiseen johtanut passiivisuus.³⁶⁸ Arviointi perustuu kuitenkin vain päätöksentekohetkeen, eli tiesikö päätöksen tehnyt, ettei päätöksellä ole liiketaloudellista perustetta. Liiketaloudellisen perusteen vaatimukseen ei siten vaikuta se, osoittautuuko toiminta tosiasiasa myöhemmin tappiolliseksi.³⁶⁹

Katson OYL 13:1 §:n mukaisen liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen perustuvan OYL 1:8 §:n mukaiseen johdon velvollisuuteen edistää yhtiön etua ja konkretisoivan kyseistä periaatetta. Siten sääntöä tulee tulkita erityisesti tämän periaatteen näkökulmasta. Olen katsonut jaksossa 2.3.1 ja 2.3.2, ettei yhtiön etua ja osakkeenomistajien etua voida aina rinnastaa.³⁷⁰ Siten katson, että oikeuskirjallisuudessa esitetty kanta, jonka mukaan yhtiön toiminnalla on liiketaloudellinen

³⁶² Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2017, s. 1099. Liiketaloudellisen perusteen vaatimuksen soveltumista ei rajoita sekään, siirtyykö yhtiöstä varoja rahana vai esimerkiksi arvopapereina. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 14. Merkitystä ei siten ole katsottu olevan myöskään sillä merkittääkö toimi yhtiön kirjanpitoon vai ei. Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 431. Katso myös Mähönen – Villa 2020, s. 512–513 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 31–32. Korkein oikeus on katsonut, että keskinäinen kiinteistöosakeyhtiö syyllistyi laittomaan varojenjakoön jättäessään keräämättä riittävän suuren yhtiövastikkeen. KKO 2003:33. KKO:n ratkaisun ulottaminen kaikkiin osakeyhtiöihin on kuitenkin ongelmallista ottaen huomioon osakkeenomistajien rajoitetun vastuun. Villa 2003b.

³⁶³ Esitöiden mukaan tällaisia muita laittoman varojenjaon tilanteita voivat olla esimerkiksi maksukykytestin vastainen tai yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen varojenjako, joka muodollisesti toteutetaan OYL 13:1.1:ssä säädetyillä tavoilla. HE 109/2005 vp, s. 124.

³⁶⁴ HE 109/2005 vp, s. 124. Katso myös Mähönen – Villa 2020, s. 512.

³⁶⁵ Mähönen – Villa 2020, s. 517.

³⁶⁶ Lindholm – Storå 2010, s. 411. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 33.

³⁶⁷ HE 109/2005 vp, s. 124 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 32 ja Kyläkallio 2007. Katso lisäksi KKO 1982 II 191, KKO 1991:122 ja KKO 1991:123 ja KKO 2006:90.

³⁶⁸ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b, s. 32.

³⁶⁹ HE 109/2005 vp, s. 124.

³⁷⁰ Esimerkiksi yhtiön tarkoituksen ollessa voitontuottaminen osakkeenomistajille voi toimi olla samanaikaisesti osakkeenomistajien edun mukainen, mutta yhtiön edun vastainen.

peruste, jos se on osakeyhtiön tarkoituksen mukainen, ei pidä paikkaansa. Tämän vuoksi katson, että liiketaloudellisen perusteen vaatimusta tulee tarkastella yhtiön edun kannalta, eikä osakkeenomistajien.³⁷¹ Olen kuitenkin samaa mieltä siitä, että liiketaloudellisesti perusteltu toimi voidaan katsoa automaattisesti yhtiön toiminnan tarkoituksen mukaiseksi. Katson myös laittomaksi varojenjaoksi osakeyhtiön tarkoituksen vastaiset toimet. Edellä oikeuskirjallisuudessa mainitut esimerkit laittomasta varojenjaosta eivät ole yhtiön tarkoituksen mukaisia olettaen, että yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Yleishyödyllisten yritysten osalta katson lisäksi, jos yrityksessä on rajattu keinot, joilla yritys voi tavoitella voittoa, on kyseisten rajausten vastainen toiminta laitonta varojenjako. Katson kuitenkin vielä, että osakeyhtiön tarkoituksenkin mukaiset toimet voivat olla laitonta varojenjako, mikäli toimet ovat yhtiön edun vastaisia. Jaksossa 2.3.1 ja 2.3.2 on annettu esimerkkejä tällaisista toimista. Yleishyödyllisten yhtiöiden osalta katson laittomaksi varojenjaoksi myös toimet, jotka eivät turvaa yhtiön toiminnan jatkuvuutta.³⁷² Laittoman varojenjaon kieltä konkretisoi siten erityisesti johdon lojaliteettivelvoitetta yhtiötä kohtaan. Laittomaksi varojenjaoksi voidaan katsoa päätökset, joilla johto ei pyri aktiivisesti maksimoimaan nettonykyarvoa, vaan valitsee tietoisesti yhtiön edun kannalta epäedullisemmän vaihtoehdon.³⁷³ Liiketaloudellisen perusteen ja laittoman varojenjaon tulkinnan osalta on huomioitava jaksossa 3.1. tehdyt tulkintaohjeet johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteesta: yhtiön johdon voidaan katsoa menetelleen yhtiön edun vastaisesti vain, jos sen päätöksentekoprosessissa ei ole noudatettu asianmukaista huolellisuutta tai yhtiön johto on tehnyt yhtiön edun vastaisen päätöksen vilpillisessä mielessä. Merkitystä ei voida antaa sille, mikä on päätöksen todellinen seuraus.³⁷⁴

3.2.3 Seuraukset toimivallan ja kelpoisuuden ylityksestä

Kuten jaksossa 3.2.1 on todettu, yhtiön toimialan on määritelty rajoittavan yhtiön toimivaltaa. Toimivallan ylityksestä seuraa toimen sitomattomuus Toimialan ylityksestä huolimatta yhtiön edustajan tekemät toimet sitovat edelleen yhtiötä, ellei sopimuskumppani ole tiennyt toimialamääräyksen rikkomisesta. Tämän osoittaminen käytännössä voi olla hyvin haastavaa, sillä riittäväksi osoitukseksi siitä, tiesikö tai olisiko sopimuskumppanin pitänyt tietää toimialan ylityksestä ei voida pitää sitä, että toimiala on rekisteröity kaupparekisteriin osaksi

³⁷¹ Lindholm – Storå 2010, s. 411.

³⁷² Katso KKO 2003:33.

³⁷³ Katso myös Pönkä 2013b, s. 223–224.

³⁷⁴ Katso jaksosta 3.1. erityisesti *business judgement rule*.

yhtiöjärjestystä. Lisäksi on huomioitava se, että toimialan ylityksellä ei ole käytännön merkitystä, ellei kyseinen toimi osoittaudu yhtiön edun vastaiseksi. Myös edustajan mahdollinen vahingonkorvausvastuu edellyttää, että toimi on aiheuttanut vahinkoa.

Liiketoiminnallisen perusteen puuttuessa yhtiön edustajan tekemä toimi katsotaan laittomaksi varojenjaoksi. Laittomana varojenjako yhtiöstä saadut varat on OYL 13:4:n mukaan palautettava, jos varojen saaja tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää jakamisen tapahtuneen OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti.³⁷⁵ Yhtiön on mahdollisesti korvattava puuttuva määrä yhtiölle, jos varoja ei saada kokonaisuudessaan perittyä takaisin.³⁷⁶ Laiton varojenjako on katsottu kelpoisuuden ylittäväksi toimeksi.³⁷⁷ Kelpoisuuden ylittävät toimet katsotaan pätemättömiksi riippumatta toisen osapuolen vilpittömästä mielestä ja sopimusoikeudesta seuraa, että pätemättömän sopimuksen perusteella tehdyt suoritukset on palautettava puolin ja toisin.³⁷⁸ Yhtiössä tilanne saadaan siis ennallistettua joka tapauksessa. Johdolle syntyy tällaisessa tilanteessa todennäköisesti vahingonkorvausvelvollisuus OYL 22:1 §:n nojalla sopimusosapuolta kohtaan, mikäli tämä on ollut vilpittömässä mielessä koskien toimivallan ylitystä.³⁷⁹

3.3 Kanneoikeus

OYL sisältää kaksi erilaista kannemuotoa, joilla intressitahot voivat toteuttaa oikeussuojaansa: 1) yhtiökokouksen päätöksen moitekanne ja 2) vahingonkorvauskanne. OYL 21.1 §:n mukaisen moitekanteen perusteella osakkeenomistaja voi moittia yhtiökokouksen päätöstä, jos päätös on yhtiöjärjestyksen tai OYL:n vastainen. Myös hallituksen päätöstä voidaan moittia, jos se on yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen, OYL 5:29 §:n mukaista osakkeenomistajan suostumusta ei ole saatu tai OYL:n vastainen (OYL 21:2 § ja OYL 21:3 §).

Moitekanne tarkoittaa yleishyödylliselle yritykselle sitä, että sen osakkeenomistajilla on oikeus moittia yhtiökokouksen päätöstä, jos se on yhtiön tarkoituksen vastainen. Hallituksen päätöstä osakkeenomistaja ei voi moittia samasta syystä, vaan päätöksen pitäisi olla

³⁷⁵ Palautettavalle määrälle on lisäksi maksettava vuotuista korkoa korkolain 12 §:ssä tarkoitettun voimassa olevan viitekoron mukaisesti.

³⁷⁶ Katso Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2017, s. 1104.

³⁷⁷ Pönkä 2013b, s. 225–226 ja Immonen – Villa 2019, s. 59.

³⁷⁸ Katso esimerkiksi Saarnilehto – Annola 2018, s. 135. Katso myös KKO 2014:65.

³⁷⁹ Mähönen – Villa 2020, s. 517. Vahingonkorvausvelvollisuus voi syntyä myös sopimusoikeudellisin perustein, jos yhtiön katsotaan olevan vastuussa sopimuksen pätemättömyydestä. Tässäkin tapauksessa yhtiö joutuisi korvaamaan aiheuttamansa vahingon OYL:n 22:1 §:n nojalla, tällä kertaa vain yhtiölle. Lopputulos olisi sama. Katso esimerkiksi Saarnilehto – Annola 2018, s. 135.

yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Yhdenvertaisuuteen vetoaminen edellyttää, että hallituksen päätös on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (OYL 1:7 §). Yleishyödyllisen yrityksen osakkeenomistajan ei voida katsoa voivan moittia hallituksen yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista päätöstä, ellei päätös aiheuta myös taloudellista vahinkoa. Haittaedellytystä ei täyty pelkkä mielipaha siitä, ettei yhtiö toiminut niin kuin oli ”sovittu”.³⁸⁰ Moitekanteella ei voida myöskään vaatia tietyn päätöksen tekemistä, vaikka johto rikkoisi huolellisuusvelvoitettaan.

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että yhtiön tekemä päätös, joka ei ole yhtiön toiminnan tarkoituksen mukainen, on lähtökohtaisesti yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.³⁸¹ Tämä tulkinta perustuu kuitenkin oletukseen, että yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille. Yleishyödyllisen yrityksen osalta yhtiön tarkoituksen vastaisen ratkaisun ei voida katsoa aiheuttavan kenellekään etua yhtiön tai sen osakkeenomistajien kustannuksella. Esimerkiksi, jos yhtiö ei tuota tuotteitaan yhtiön tarkoituksen edellyttämällä ympäristöystävällisellä tavalla, ei kukaan saa tästä hyötyä, eikä yhtiö tai osakkeenomistajat koe taloudellisia menetyksiä, ellei tuotantotapa ole ympäristöystävällistä tuotantotapaa kalliimpi. Lisäksi olen katsonut, ettei yhtiö voi täysin unohtaa taloudellista puolta, vaikka yhtiön tarkoitus olisi täysin yleishyödyllinen, sillä yhtiön johdon tehtävänä on varmistaa toiminnan jatkuvuus. Tasapainon hakeminen yhtiön toiminnan jatkuvuuden varmistamisen ja toiminnan tarkoituksen toteuttamisen välillä on yleishyödylliselle yhtiölle liiketoimintapäätös, joka sisältää tasapainottelua kahden tavoitteen välillä.³⁸² Yleishyödyllisen yrityksen kohdalla päätös voidaan siten mielestäni katsoa yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseksi vain, jos se on sekä osakeyhtiön tarkoituksen vastainen että taloudellisesti kannattamaton. Sekä yleishyödyllisen että voitontuottamistarkoituksen omaavan yrityksen osakkeenomistajat voivat vedota yhteiskuntavastuun laiminlyöntiin, mikäli yhteiskuntavastuullisempi toiminta olisi ollut nettonykyarvoltaan parempi. Toki voisi olla vaikeaa näyttää päätöksen johtaneen yhtiön kassavirtojen pienentymiseen, jonka lisäksi arvioitavaksi tulisivat vielä johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus.³⁸³

Johdolla on vahingonkorvausvelvollisuus, kun se on toiminut OYL 1:8 §:n huolimattomuusvelvollisuuden vastaisesti (OYL 22:1 §). Vahingonkorvauskanteen menestyminen kuitenkin edellyttää, että se olisi aiheuttanut vahinkoa. Vahingonkorvauskanteella ei voida vaatia päätöksen muuttamista, joten pelkkää mielipahaa ei

³⁸⁰ Pönkä on katsonut, ettei yhtiön noudattaman toimintapolitiikan ollessa toisen osakkeenomistajan arvokäsitysten mukainen ja toisen osakkeenomistajan arvokäsityksen vastainen tarkoita epäoikeutetun edun tuottamista ensiksi mainitulle viimeksi mainitun kustannuksella. Pönkä 2012, s. 288 ja 345.

³⁸¹ Vahtera 2011 s. 169 ja Pönkä 2012 s. 301–302 ja 337–344.

³⁸² Katso Pönkä 2012 s. 338–339.

³⁸³ Vertaa Nyström 2016 s. 231–232. Nyströmin mukaan vahingon näyttö- ja syy-yhteysongelmiin viittaaminen on vain välttelevä vastaus. Nyström puhuu kuitenkin tilanteista, joissa johto on poikennut voitontuottamisesta yhteiskuntavastuun toteuttamiseksi.

vahingonkorvauskanteellakaan voida korvata.³⁸⁴ Yleishyödyllinen tavoite sisältää myös lähtökohtaisesti ongelman, ettei kanteeseen oikeutettua voida yksilöidä.³⁸⁵ Mikäli yhtiön pitää osakeyhtiön tarkoituksen mukaan esimerkiksi tuottaa tuotteitaan ympäristöystävällisesti, ei ympäristölle voida nimetä edustajaa, joka voisi kanteen nostaa.

Mielenkiintoisen tilanteen vahingonkorvauskanteen kannalta luo kuitenkin yhtiöjärjestyksen määräys, jonkin tietyn yleishyödyllisen tarkoituksen tukemisesta. Yleishyödyllinen tavoite voi luoda johdolle vahingonkorvausvelvollisuuden, jos siinä määritellään tietty toimintavelvoite tiettyä tahoja kohtaan.³⁸⁶ Yhtiöjärjestyksessä voitaisiin esimerkiksi määrätä, että yhtiön on käytettävä vuosittain kolmasosa jakamiskelpoisista varoistaan Suomen Punaisen Ristin tukemiseen lahjoituksin. Suomen Punainen Risti voidaan katsoa yhtiöjärjestyksen määräyksen perusteella yhtiön velkojaksi.³⁸⁷

Edellä kuvattua tilannetta voidaan hahmottaa yhtiöjärjestyksen tulkinnalla. Yhtiöjärjestys on katsottu sopimukseen rinnastuvaksi asiakirjaksi, jolloin siinä voitaisiin sopia jostain asiasta myös kolmannen hyväksi.³⁸⁸ Esteeksi ei tällöin pitäisi muodostua myöskään se, että yhtiöjärjestystä voidaan myöhemmin muuttaa. Yhtiöjärjestys eroaa kuitenkin normaalista sopimuksesta siinä mielessä, että sitä voidaan muuttaa ilman kaikkien sopimuksen osapuolten suostumusta. En näe tätä kuitenkaan vahingonkorvauskanteen esteelle, jos esimerkin kaltaisessa tilanteessa ei ole toimittu yhtiöjärjestyksen tarkan toimintavelvoitteen tavalla. Sopimus kolmannen hyväksikin voidaan tehdä asettaen ehtoja sopimuksen voimassa pysymiselle. Etua saava sidosryhmä ei kuitenkaan voi odottaa edun jatkuvan ainiaan, vaan sen pitää ymmärtää, että yhtiöjärjestystä voidaan muuttaa.³⁸⁹ Vahingonkorvausvastuu syntyy, kun yhtiön johto toimillaan on aiheuttanut sen, ettei yhtiö kykene suorittamaan velkojan saatavaa.³⁹⁰ Myös vastakkaisia näkemyksiä on tehty. Yhtiöjärjestys on katsottu yhtiön johdon ja osakkeenomistajien väliseksi sopimukseksi, eikä siten muiden sidosryhmien suojaksi. Siten yhtiöjärjestys ei synnyttäisi velvollisuuksia tai korvausvastuuta muita sidosryhmiä kohtaan.³⁹¹ Tällainen tulkinta on kuitenkin OYL 22.1.2 §:n sanamuodon vastainen. Näkemys perustuu oppiin normin suojatarkoituksesta, mutta mielestäni normin suojatarkoitus tulisi kohdistaa ennemmin kyseisen yhtiöjärjestyksen säännön suojatarkoitukseen, eikä yhtiöjärjestyksen suojatarkoitukseen.³⁹² Tulkintaa ei voida pitää

³⁸⁴ Yhtiöjärjestyksen yleishyödyllisyysmääräyksen mukainen edunsaaja voi vaatia vahingonkorvausta, jos hän on mitoittanut oman toimintansa luottaen yhtiön tuottamaan etuuteen. Tällöin edunsaajan luottamus voi saada suojaa perusteltujen odotusten perusteella. Katso esimerkiksi KKO 2009:45 ja KKO 1991:186.

³⁸⁵ Katso myös Mähönen – Villa 2015 s. 335–336 ja Toiviainen 2004 s. 428.

³⁸⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b s. 84. Savela katsoo, että yhtiöjärjestyksen tulkinnanvaraisuus voi toisaalta vapauttaa johdon vahingonkorvausvelvollisuudesta. Savela 2015 s. 69.

³⁸⁷ Katso Savela 2009 s. 19.

³⁸⁸ Sopimuksesta kolmannen hyväksi katso esimerkiksi Hemmo 2003 s. 412–415.

³⁸⁹ Poikkeuksellisesti on mahdollista, että vakiintunut käytäntö muodostuu toimintavelvoitteeksi vastapuolen luottamuksen suojan ja perusteltujen odotusten vuoksi.

³⁹⁰ Katso af Schultén 2004 s. 633.

³⁹¹ Savela 2015 s. 148.

³⁹² Katso myös af Schultén 2004 s. 632. af Schultén katsoo, ettei suojatarkoitusta tulisi huomioida ollenkaan, sillä vuoden 2006 OYL:n uudistuksen tarkoituksena ei ollut rajoittaa tai tiukentaa korvausvastuuta. HE 109/2005 s. 194.

siinäkään mielessä perusteltuna, että yhtiön osakkeenomistajilla on valta päättää yhtiöjärjestyksen sisällöstä. Jos yhtiön johto voisi kuitenkin toimia halutessaan vastoin yhtiöjärjestyksen yleishyödyllisiä määräyksiä, olisi osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksista hyvin näennäistä, sillä johto voisi aina toimia OYL:n olettamasääntöjen mukaisesti.

OYL ei siis sisällä kannemahdollisuutta, jolla voitaisiin vaatia yhtiön yleishyödyllisen tarkoituksen toteuttamista, kuten *Benefit corporation*eita säätelevä mallilaki MBCL.³⁹³ Täten herää kysymys, voidaanko yhtiöjärjestykseen ottaa tällaisen mahdollisuuden salliva määräys. OYL:n esitöissä mainitaan vahingonkorvausta koskevan sääntelyn olevan pakottavaa, mutta johdon vastuun rajoittamisen olevan tietyssä määrin mahdollista yhtiöjärjestyksen määräyksellä.³⁹⁴ Hallituksen esityksessä ei oteta kantaa kanneoikeuden laajentamisesta. En näe kanneoikeuden laajentamista ongelmallisena toisin kuin kanneoikeuden liiallista rajaamista. Osakkeenomistajilla tulee olla mahdollisuus päättää vapaasti yhtiöjärjestyksen määräyksistä edellyttäen, etteivät säännökset loukkaa OYL:n pakottavia säännöksiä, kuten vähemmistöosakkeenomistajia suojaavia säännöksiä.³⁹⁵ Kanneoikeuden laajentamisen ei voida katsoa loukkaavan OYL:n pakottavilla säännöillä suojattuja etuja. Myös vastuun osittaista rajoittamista on perusteltu sopimusvapaudella, joten sopimusvapauden pitäisi kelvata perusteluksi myös toiseen suuntaan.³⁹⁶

Kannemahdollisuuden pitäisi olla kuitenkin täytöntöönpantavissa myös tuomioistuimessa. Muutoin sen merkitys jäisi vähäiseksi, jos johto ei kanteen nostajan vaatimukseen suostuisi. Yhtiöjärjestyksen määräyksellä tulisi siten luoda intressitaholle yksilöity oikeus, joka velvoittaisi yhtiön johdon edistämään yhtiön tarkoitusta. Tällainen voi kuitenkin olla helpommin sanottu kuin tehty. Yhtiöjärjestyksessä tulisi olla tarkat määräykset miten yleishyödyllisiä tarkoituksia tulee edistää, jotta OYL:n mukainen vahingonkorvauskanne olisi riittävällä tavalla yksilöity ja tuomioistuin voisi velvoittaa johdon toimimaan toivotulla tavalla. Jos yhtiöjärjestyksessä määrätään vain yleishyödyllisestä tavoitteesta, ei tavoitteen avulla kyetä yksilöimään, millaiseen toimintaan johto on tarkalleen velvoitettu.

³⁹³ MBCL:sta tarkemmin jaksossa 2.1.4.

³⁹⁴ Katso. HE 109/2005 s. 31 ja 194. Katso myös KKO 2016:58. KKO linjasi, ettei hallituksen sisäisellä työnjaolla voida rajoittamaan hallituksen jäsenten vahingonkorvausvastuuta laiminlyönnistä, joka kuului yhtiön toiminnan ydinalueelle. Johdolla katsottiin olevan velvollisuus huolehtia yhtiön toiminnalle keskeisimmistä asioista riippumatta sisäisestä työnjaosta. Jos yhtiöjärjestyksen määräyksellä on asetettu yleishyödyllisyys yhtiön keskeiseksi tarkoitukseksi, ei sisäinen työnjako voisi rajoittaa vastuuta sen toteutumisesta.

³⁹⁵ Tapauksessa eBay Domestic Holdings, Inc. v Newmark (16 A.3d 1 [Del. Ch. 2010]) katsottiin, ettei yhtiö voinut vähentää vähemmistöosakkeenomistajien lakiin perustuvia oikeuksia suojatakseen yhtiön yleishyödyllistä tavoitetta.

³⁹⁶ Helminen 2006 s. 85.

Kanneoikeuden luominen yhtiön yleishyödyllisen tarkoituksen varmistamiseksi on siten OYL:n puitteissa mahdollista, mutta yleishyödyllisen tarkoituksen mukaisen toiminnan vaatiminen on käytännössä mahdotonta. Yhtiön sidosryhmillä voidaan katsoa olevan kanneoikeus ainoastaan tilanteessa, jossa tarkka yhtiöjärjestyksen määräys tekee sidosryhmästä yhtiön velkojan.

Kannemahdollisuuksien osalta tulee lisäksi huomata se, että vain yhtiön osakkeenomistajilla on lähtökohtaisesti mahdollisuus valita yhtiön hallituksen kokoonpano (OYL 6:9 §). Osakkeenomistajat eivät siten käytännössä varsinaisesti tarvitse kannemahdollisuutta kuin räikeisiin väärinkäytöksiin, joihin kanteet soveltuvatkin, sillä osakkeenomistajat voivat vaihtaa hallituksen, jos hallituksen työskentely ei heitä miellytä. Tämä toisaalta heikentää sidosryhmien asemaa entisestään, sillä yhtiön johdolla on paine toimia osakkeenomistajien intressissä, eikä sidosryhmillä ole lähtökohtaisesti mahdollisuutta vaikuttaa yhtiön johdon päätöksentekoon kuin sopimusoikeudellisin keinoin. Joillakin sidosryhmillä ei ole tätäkään mahdollisuutta heikosta neuvotteluasemasta johtuen.

3.4 Yhteenveto

Yhtiön johdolla on siis velvollisuus edistää jaksossa 2.3.3 määriteltyä yhtiön etua. Yhtiön johdon tehokkaan päätöksenteon turvaamiseksi pitäisi yhtiön tarkoituksen olla selkeä. Johdon huolellisuusvelvollisuus tarkoittaa, että sen pitää ottaa kaikki relevantit seikat huomioon yhtiön tarkoituksen kannalta ja arvottaa kyseiset seikat. Lojaliteettivelvollisuus tarkoittaa sitä, että yhtiön johdon tulee mahdollisista vaihtoehdoista valita se, joka parhaiten edistää yhtiön etua. Voitontuottamistarkoitus tekee tästä prosessista verrattain helppoa, sillä yhtiön tulee ottaa huomioon vain taloudellinen kannattavuus. Yhteiskuntavastuun osalta se tarkoittaa sitä, että johdolla on velvollisuus huomioida muita sidosryhmiä päätöksenteossaan, jos niillä on vaikutusta yhtiön vapaaseen kassavirtaan. Johdon tehtävänä on valita yhtiön etua parhaiten pitkällä aikavälillä edistävä vaihtoehto eli nettonykyarvoltaan korkein vaihtoehto.

Yleishyödyllisissä yrityksissä prosessi ei ole aina yhtä helppo. Jos yleishyödyllinen tarkoitus rajaa sitä, miten yhtiö voi pyrkiä tuottamaan voittoa, ei tämä ole ongelma, sillä johto voi edelleen käyttää samaa nettonykyarvolaskelmaa. Kaikki vaihtoehdot eivät vain ole yhtiön tarkoituksen mukaisia ja siten mahdollisia. Vielä yksinkertaisempi on tilanne, jossa yleishyödyllinen tarkoitus toteutuu vain varojenjakona. Tällöin yhtiön johto voi edelleen pyrkiä tuottamaan voittoa samoin kuin voitontuottamistarkoituksyrityksessä. Haastavamman tilanteesta tekee voitontuottamisen tilalle otettu yleishyödyllinen tavoite. Katson, että sidosryhmäajattelun ongelmien välttämiseksi, yhtiöllä tulisi olla tässä tapauksessa sidosryhmien arvojärjestys, jotta on selvää, mitä voidaan pitää yhtiön edun mukaisena toimintana.

Katson, että liiketaloudellisen perusteen vaatimus täsmentää yhtiön etua käsittelevää yleistä periaatetta (OYL 1:8 §). Säännös turvaa sen, että yhtiön johto saa ryhtyä vain nettohyötyarvoltaan positiivisiin hankkeisiin, muutoin se syyllistyy laittomaan varojenjako. Tilanne voidaan ennallistaa peräyttämällä laitton varojenjako tai johdon vahingonkorvausvelvollisuudella. Nettohyötyarvolaskelmaan vaikuttaa toki yhtiön tarkoitus ja yleishyödyllisen tarkoituksen tulee pystyä arvottamaan yleishyödyllinenkin tarkoitus. Olen katsonut, ettei yleishyödyllinen yritys voi täysin unohtaa taloudellisia vaikutuksia, sillä johdon tärkeä tehtävä on varmistaa yhtiön toiminnan jatkuvuus.

Olen katsonut, ettei yhtiöjärjestyksen toimialamääräystä pidä tulkita liian tiukasti, vaan toimiala sisältää tietyn asteisen liukuman. Toimialamääräyksen tarkoitus ei ole rajoittaa johdon päätöksentekoa, vaan se on keino ohjata johtoa ja viestiä sijoittajille ja velkojille, millä alalla yhtiö toimii yhtiön riskitason arvioimiseksi. Toimivallan ylitystä arvioidessa huomio tulee kiinnittää toimialamääräyksen rikkomisen merkitykseen yhtiön sijoittajille. Nostaako toimialan ylitys yrityksen riskitasoa, viekö toimialan ylitys yritystä eri suuntaan, mitä osakkeenomistajat edellyttävät ja oliko toimialan ylitys odotettavissa vai ei. En katso, että toimialamääräys varsinaisesti rajoittaisi yhteiskuntavastuun toteuttamista. Yhtiön johdolla on vapaus päättää keinot, miten se pyrkii tuottamaan voittoa yhtiöjärjestyksen mukaisella toimialallaan. Yleishyödyllisen tavoitteen tukeminen rahallisesti taas vaatii voitontuottamistarkoituksyrityksessä ja yleishyödyllisessä yrityksessä liiketoimintaperusteen tai varojenjako koskevan yhtiöjärjestyksen määräyksen.

Kanneoikeutta tarkasteltaessa on huomattu yksi Suomen OYL:n heikkouksista sidosryhmäajattelun toteuttamiselle. Sidosryhmillä ei ole kanneoikeutta, jolla vaatia yhtiötä toimimaan yleishyödyllisen tarkoituksen mukaisesti, ellei yhtiöjärjestys sisällä tarkkaa toimintavelvoitetta. Tarkkojen toimintavelvoitteiden asettaminen yhtiöjärjestykseen, muutoin kuin varojenjaon osalta, on kuitenkin käytännössä mahdotonta. Tämä tarkoittaa sitä, että yleishyödyllisen tarkoituksen toteutumisen valvonta jää osakkeenomistajien omatunnon ja moraalin varaan.

3.4.1 Tapausesimerkit Finnair ja Fortum

Finnairin yhtiöjärjestyksessä on siis muutettu yhtiön toimialaa, eikä yhtiön tarkoitusta. Toimiala ei kuitenkaan ole siinä mielessä ehdoton, ettei se sallisi tietyn asteista liukumaa, eikä se rajoita keinoja, joilla yhtiön johto voi liiketoimintaa harjoittaa kyseisellä toimialalla. Tästä syystä suhtaudun hiukan pessimistisesti Finnairin yhtiöjärjestyksen muutokseen, sillä mikään

ei mielestäni muutu. Finnair olisi voinut pyrkiä ilman yhtiöjärjestyksenkin muutosta yhteiskuntavastuulliseen toimintaan, jos tällaiset toimet olisivat yhtiölle pitkällä aikavälillä arvioituna kannattavia. Toisaalta hyvin kriittisesti suhtautuva voisi katsoa tällaisen yhtiöjärjestysmääräyksen lentoyhtiöllä lähinnä viherpesuksi. Hieman positiivisemmin suhtautuva voisi katsoa, ettei muuta ole ainakaan yhtiöjärjestyksen mukaan tehtävissä, sillä suuressa pörssiyhtiössä kuten Finnair on kaikkien osakkeenomistajien suostumus käytännössä mahdotonta saada. Tämän vuoksi yhtiö ei voi tehdä muutoksia yhteiskuntavastuulliseen suuntaan, jos ne ovat voitontuottamistarkoituksen vastaisia.

Otetaan seuraavaksi kantaa kysymykseen pitäisikö toimialamääräyksen supistaminen katsoa voitontuottamistarkoituksen vastaiseksi. Mielestäni näin ei voida katsoa, kun tarkastellaan toimialamääräyksen funktiota. Toimialamääräys ei määrittele keinoja, miten yhtiön johto voi pyrkiä voittoa tuottamaan. Lisäksi toimialamääräys ei ole ehdoton, vaan se sallii johdolle liukuman. Lisäksi yhtiön toimiessa hyvinkin erilaisella toimialalla toimialamääräyksen vastaisesti, toimet sitovat yhtiötä edelleen, jos sopimuskumppani on ollut vilpittömässä mielessä toimialamääräyksen ylityksestä. Yhtiön toiminnan tarkoituksen rajaaminen taas tosiasiallisesti ”sitoo johdon käsiä”, sillä yhtiön tarkoituksen vastainen toimi on pätemätön ja laitonta varojenjakoa. Johdon vahingonkorvausvastuu edellyttäisi huolimattomuutta tai yhtiön edun vastaista päätöksentekoa ja vahingon aiheutumista toimialamääräyksen ylittämisestä. Yhtiön toimialan supistamista ei siten toimialamääräyksen luonteen vuoksi voida katsoa voitontuottamistarkoituksen vastaiseksi, eikä toimialamääräyksen tarkoitus ole estää yhtiön edun mukaista toimintaa.

Fortumin yhtiökokouksessa ehdotettu muutos olisi mielestäni ollut johdon päätöksentekoa ainoastaan rajoittava tekijä. Yhtiön tarkoituksena olisi edelleen säilynyt voitontuottaminen osakkeenomistajille, johdon käytettävissä olevat keinot olisivat vain vähentyneet. Pariisin ilmastopimuksen vastainen toiminta olisi katsottu yhtiön tarkoituksen vastaiseksi toiminnaksi ja siten laittomaksi varojenjaoksi.

4 Johtopäätökset

Tutkielmassa on aluksi tutkittu viime vuosina kansainvälisesti kritiikkiä saanutta voitontuottamistarkoitusta. Voitontuottamistarkoitusta tarkasteltaessa on huomattu sen olevan selkeä tavoite yhtiön johdolle, sillä johdon ei tarvitse huomioida osakkeenomistajien henkilökohtaisia preferenssejä, vaan se voi kohdella osakkeenomistajia kollektiivina. Selkeyden vuoksi voitontuottamistarkoitus tekee myös johdon päätöksenteosta tehokasta ja johdon toiminta on myös helposti mitattavissa. Tämän vuoksi voitontuottamistarkoitus vähentää agenttikustannuksia ja johdon opportunistia. Katson, ettei voitontuottamistarkoitus itsessään johda yhteiskuntavastuun laiminlyöntiin, vaan jopa kannustaa huomioimaan yhteiskuntavastuun, sen vaikuttaessa positiivisesti yhtiön kassavirtoihin.³⁹⁷ Voitontuottamista tulee myös tarkastella pitkällä aikavälillä ja yhtiön toiminnan jatkumisen turvaaminen on myös osakkeenomistajien intressissä.³⁹⁸ Mielestäni voitontuottamistarkoitusta kritisoivat ovat siten haukkuneet väärää puuta. Lyhytnäköisyyttä ja yhteiskuntavastuun laiminlyöntiä aiheuttavat erityisesti epäonnistunut työ- ja ympäristölainsäädäntö.³⁹⁹ On kuitenkin myönnettävä se tosiasia, että esimerkiksi epäonnistunut ympäristölainsäädäntö sallii yritysten voiton tavoittelun ympäristöä tuhoavalla tavalla ja voitontuottamistarkoitus jopa toisaalta kannustaa tällaiseen menettelyyn, mikäli se on yhteiskunnallisesti hyväksyttävä ja tuottavaa. Voitontavoittelu voi siten tulevaisuudessa johtaa ihmisten hyvinvoinnin laskuun.⁴⁰⁰ Yhteiskuntavastuu ja voitontuottamistarkoitus ovat yhdistettävissä täysin vain silloin, kun yhteiskuntavastuun huomioiminen johtaa suurempiin voittoihin. Muissa tapauksissa yhteiskuntavastuu ja voitontuottamistarkoitus ovat keskenään ristiriidassa. Osakkeenomistajakeskeisyyden käytännön ongelmina olen lisäksi nostanut esiin osakkeenomistajien mahdollisuuden painostaa johtoa, epätäydelliset markkinat, tiedon epäsymmetrian, ei-taloudellisen tiedon raportoinnin kehittymättömyyden, johdon kannustinjärjestelmät ja inhimilliset tekijät päätöksenteossa.

Yhtiön edun osalta voidaan todeta se, ettei se ole täysin yhtenevä yhtiön tarkoituksen kanssa. Voittoa pyritään tuottamaan ensisijaisesti yhtiölle ja toissijaisesti osakkeenomistajille.⁴⁰¹ Yhtiön edun mukaiset toimet ovat yhtiön tarkoituksen mukaisia, mutta yhtiön tarkoituksen

³⁹⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 334. Katso myös Thomsen 2001 ja Millon 2015, s. 70. Hallituksen esityksessä todetaan, että voiton tuottaminen edellyttää usein yhteiskunnallisesti hyväksyttävien menettelytapojen noudattamista sellaisissakin tilanteissa, joissa lainsäädäntö ei siihen pakota. HE 109/2005 vp. s. 39.

³⁹⁸ HE 109/2005 vp. s. 39–40.

³⁹⁹ Richardson & Sjöfjell 2015, s. 12.

⁴⁰⁰ Vertaa Friedman 1970.

⁴⁰¹ Katso Immonen – Villa 2019, s. 28, Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018a, s. 31–32 ja Lautjärvi 2017, s. 103–104.

mukaiset toimet eivät aina yhtiön edun mukaisia. Tätä on havainnollistettu jakson 2.3 esimerkeillä. Yhtiön etu on siis kaikista sidosryhmistä erillinen intressi, mutta sidosryhmien intresseistä riippuvainen. Yhtiön etua tulee tarkastella nettonykyarvolaskelman avulla, joka huomioi sijoituksesta saadun hyödyn, riskin hyödyn toteutumisesta ja ajan kulumisen. Yhtiön eduksi on määritelty yhtiön arvon maksimointi osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen mukaisesti. Yhtiön johdon tehtäväksi on siten määritelty yhtiön arvon maksimointi yhtiön toimialan, osakeyhtiön toiminnan tarkoituksen ja OYL:n varojenjakosääntöjen mukaisesti. Osakeyhtiön tarkoitus vaikuttaa nettonykyarvolaskelmaan ja yhtiön tarkoituksen ollessa yleishyödyllinen pitää sidosryhmien edut pystyä arvottamaan.

Johdon huolellisuusvelvollisuus edellyttää erityisesti riittävän tiedon hankkimista päätöksen tueksi ja päätöksen tekemistä saatavilla olevan tiedon perusteella. Lojaliteettivelvollisuus tarkoittaa erityisesti johdon velvollisuutta valita parhaiten yhtiön etua edistävä vaihtoehto eli nettonykyarvoltaan korkein vaihtoehto. Liiketoiminnallisen perusteen vaatimus täsmentää huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta, sillä yhtiön edun vastainen toimi voidaan katsoa laittomaksi varojenjaoksi ja siten pätemättömäksi, joka turvaa erityisesti osakkeenomistajien asemaa. Olen katsonut, ettei huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitetta ole tarpeen tarkastella liian ankarasti, sillä muutoin johdon päätöksenteosta voisi tulla defensiivistä.⁴⁰² Liiketoiminta sisältää aina riskin, eikä riskin realisoitumista voida pitää huolimattomuus- tai lojaliteettivelvollisuuden vastaisena toimintana.⁴⁰³ Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta tulee tarkastella päätöksentekoprosessin osalta, eikä päätöksenteon seurausten perusteella.⁴⁰⁴

Toimialamääräyksen olen katsonut rajoittavan jossain määrin johdon päätöksentekoa, mutta toimialamääräyksen tarkoitus ja OYL:n systematiikka huomioiden, ei toimialamääräyksen tarkoitus ole rajoittaa keinoja, joilla yhtiön johto voi pyrkiä edistämään yhtiön etua. Katson toimialamääräyksen sijoittajien keinoksi määritellä riskitasoan huomioimalla ja vaikuttamalla siihen, kuinka riskipitoisella toimialalla yhtiö liiketoimintaa harjoittaa. Toimialamääräys ei siten vaikuta yhtiön johdon mahdollisuuteen huomioida yhteiskuntavastuuta päätöksenteossaan.

OYL on erityisesti vuoden 2006 jälkeen osakkeenomistajakeskeinen, mutta mikään ei estä poikkeamista OYL:n olettasäännöistä. Toki olemassa oleville yrityksille tämä voi olla

⁴⁰² Johnson ym. 2000, s. 23. Katso myös Mähönen – Villa 2015, s. 373.

⁴⁰³ Riskin merkityksestä johdon vastuun arvioinnissa katso Savela 2015, s. 92–101.

⁴⁰⁴ Katso esimerkiksi Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 559 ja siinä viitattu oikeuskirjallisuus.

haastavaa, sillä voitontuottamistarkoitusta muutettaessa yleishyödylliseen suuntaan, tarvitaan kaikkien osakkeenomistajien suostumus. Yhteiskuntavastuun ottaminen osaksi yhtiön tarkoitusta mahdollistaa yhteiskuntavastuun painottamisen päätöksenteossa, eikä johdon ole aina valittava puhtaan taloudelliselta nettonykyarvoltaan korkeinta vaihtoehtoa. Olen katsonut, että yhtiö voi olla yhteiskuntavastuullinen, vaikka yhtiö korostaisi ja priorisoisi vain yhtä tiettyä yleishyödyllistä tarkoitusta edellyttäen, että se kuitenkin huomioi toimintansa vaikutukset muihin sidosryhmiin ja noudattaa soveltuvan lainsäädännön ja työehtosopimusten vaatimuksia. Yleishyödyllinen tarkoitus on mahdollista integroida osaksi yhtiön toiminnan tarkoitusta kolmella tavalla, joista mielestäni kaksi toimivat hyvin OYL:n muun sääntelyn kanssa eivätkä aiheuta sidostyhmäajattelulle tyypillisiä ongelmia, kuten päätöksenteon passivoitumista, johdon opportunistin mahdollisuutta ja korkeita agenttikustannuksia.⁴⁰⁵

Yhtiö voi ottaa yhteiskuntavastuun osaksi yhtiöjärjestyksestä ensinnäkin yhtiön toimintaa rajoittavana. Tästä esimerkkinä voidaan mainita Fortumin yhtiökokouksessa ehdotettu muutos, jonka perusteella Fortum olisi sitoutunut sopeuttamaan liiketoimintansa Pariisiin ilmastopöytäkirjan mukaiseksi. Rajoittavana tekijänä yleishyödyllinen tarkoitus ei muuta johdon velvollisuuksia maksimoida yhtiön taloudellinen arvo, vaan rajoittaa keinoja, joilla yhtiön johto voi tähän tavoitteeseen pyrkiä. Yhtiön toiminnan tarkoituksen vastainen toiminta voidaan katsoa laittomaksi varojenjaoksi, jonka vuoksi yhtiön osakkeenomistajilla on hyvät mahdollisuudet puuttua yleishyödyllisen tarkoituksen vastaiseen toimintaan. Toki voidaan kyseenalaistaa, onko heillä tähän insentiiviä, jos päätös osoittautuu taloudellisesti kannattavaksi. Lisäksi toiminnan ollessa taloudellisesti kannattavaa, ei voida osoittaa, että päätöksestä olisi aiheutunut vahinkoa.⁴⁰⁶

Toinen järkevä tapa toteuttaa yhteiskuntavastuuta yhtiöjärjestyksen määräyksellä on määrätä varojenjaosta yleishyödylliseen tarkoitukseen. Tämä ei myöskään muuta johdon velvollisuutta maksimoida yhtiön tulevien vapaiden kassavirtojen ja nykyisen omaisuuden arvo. Varojenjakosäännöt eivät vaikuta yhtiön omiin kassavirtoihin, vaan yhtiöstä muualle ohjattaviin kassavirtoihin. Lisäksi olen katsonut, että varojenjaon osalta on tarkalla yhtiöjärjestyksen määräyksellä mahdollista luoda riittävän tarkka suoritusvelvollisuus, jotta myös yhtiön muu sidosryhmä kuin osakkeenomistaja, voi ajaa onnistuneesti kannetta yleishyödyllisen tarkoituksen toteutumiseksi.⁴⁰⁷ Yhtiöjärjestyksen määräyksessä tulee tällöin

⁴⁰⁵ Sidostyhmäajattelun ongelmista tarkemmin jaksossa 2.1.4.

⁴⁰⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 337. Katso myös Turtaainen 2004, s. 138.

⁴⁰⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b s. 84 ja Savela 2009 s. 19.

määritellä kuitenkin tarkasti, mille tahoille varoja jaetaan ja kuinka paljon. Epämääräisyys voi johtaa siihen, ettei yhtiöjärjestyksen määräyksestä voida päätellä tarkkaa suoritusvelvoitetta.⁴⁰⁸

Kolmas tapa ottaa yhteiskuntavastuu osaksi yhtiön tarkoitusta voi johtaa samoihin ongelmiin, mistä sidosryhmäajattelua kritisoidaan. Yhtiö voi ottaa tarkoitukseensa avoimemman tavoitteen edistää yleishyödyllistä tarkoitusta. Tällöin yhtiön johdon tulisi huomioida päätöksenteossaan vaikutukset kaikkiin yhtiön sidosryhmiin ja päätöksenteosta voisi tulla tehotonta ja defensiivistä.⁴⁰⁹ Yhtiön voisi olla vaikeaa ylipäättään tunnistaa kaikkia sidosryhmiä saatikka arvioida päätöksen vaikutuksia niihin. Johtoa olisi myös vaikeaa valvoa, sillä myös sidosryhmille olisi epäselvää, mikä katsotaan yhtiön edun mukaiseksi toiminnaksi ja johdon toimintaa olisi vaikeaa arvioida. Yhtiön tarkoituksen ollessa laaja, epäselvä ja ristiriitainen on siten olemassa suuri riski johdon opportunistille. Tämän ongelman välttämiseksi yhtiöllä pitäisi olla relevanttien sidosryhmien arvojärjestys, jonka avulla yhtiön johto sekä sidosryhmät voisivat arvioida, millainen toiminta on yhtiön edun mukaista ja millainen ei.⁴¹⁰ Johto voisi tukeutua arvojärjestykseen ja painottaa yhtiölle tärkeiden sidosryhmien etua päätöksenteossaan. Päätöksenteko pysyisi tällöin tehokkaana, opportunistin riski pieneneisi ja sidosryhmät olisivat tietoisia oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan. Olen katsonut, että tällaisessakin tapauksessa johdon päätöksenteon pitää perustua yhtiön arvon maksimointiin ja siten nettonykyarvon laskukaavaan. Vaikeuksia tämän osalta aiheuttaa yleishyödyllisen edun arvottaminen, mutta en ole pitänyt tätä mahdottomana, sillä päästökaupassakin on pystytty määräämään päästöille rahallinen arvo. Johdon päätöksenteosta mutkikkaan tekee myös velvollisuus varmistaa yhtiön toiminnan jatkuvuus.⁴¹¹ Olen katsonut, että tämä voi rajata tiettyjä päätöksiä pois johdon vaihtoehdoista. Kokoavasti voidaan todeta, ettei johto voi missään tapauksissa perustaa päätöstään ainoastaan moraalisiin argumentteihin⁴¹², eikä unohtaa taloudellisia vaikutuksia täysin.

Suomen OYL asettaa kuitenkin siinä mielessä käytännön haasteita tällaiselle yleishyödylliselle tavoitteelle, ettei sidosryhmillä ole mahdollisuutta vaatia johtoa toimimaan yleishyödyllisen tarkoituksen mukaisesti. Kanneoikeudet eivät tarjoa keinoa määrätä johtoa toimimaan tietyllä tavalla, ja johdon vastuu realisoituu korvausvelvollisuutena vain, jos yleishyödyllisen tarkoituksen vastainen toiminta johtaa myös taloudellisiin tappioihin. Lisäksi on huomioitava

⁴⁰⁸ Savela 2015 s. 69.

⁴⁰⁹ Hansmann – Kraakman 2000, s. 448.

⁴¹⁰ Katso esimerkiksi Sitran kestävyuden pyramidimalli. Sitra 2013. Katso jakso 2.1.4.

⁴¹¹ HE 109/2005 vp. s. 39 ja 124 ja Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2018b s. 84–85.

⁴¹² Katso myös Salo 2015, s. 99.

se, ettei sidosryhmillä ole lähtökohtaisesti mahdollisuutta vaikuttaa yhtiön hallituksen kokoonpanoon, jonka vuoksi yhtiön johdolla on selkeä insentiivi ja paine toimia juuri osakkeenomistajien edun mukaisesti. Sidosryhmät voivat vaikuttaa yhtiön toimintaan sopimusoikeudellisin keinoin ja sidosryhmien mahdollisuus vaikuttaa yhtiön toimintaan on siten riippuvainen niiden markkinavoimasta ja neuvottelutaidoista.⁴¹³ Kaikilla sidosryhmillä ei kuitenkaan ole tosiasiallista mahdollisuutta vaikuttaa sopimuksen ehtoihin.

⁴¹³ Katso Mähönen – Villa 2015, s. 179.