

Suomen osakeyhtiölaki ja sen uudistus: vaikutuksia sijoittajansuojaan*

Timo Korkeamäki
Professori
Gonzagan Yliopisto

Elina Rainio
Ekonomisti
Suomen Pankki

Tuomas Takalo
Tutkimusohjaaja, Dosentti
Suomen Pankki ja Helsingin
kauppar korkeakoulu

1. Johdanto

Uusi osakeyhtiölaki (624/2006) astui voimaan 1.9.2006. Lainvalmistelijoiden tavoitteena on ollut luoda kilpailukyysisempi ja joustavampi osakeyhtiölaki, joka huomioi vähemmistö-sijoittajien oikeudet (Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003 ja Hallituksen esitys 109/2005). Lainsäädännön konkreettisia vaikutuksia hyvään hallintotapaan (corporate governance), sijoittajansuojaan ja rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei ole kuitenkaan systemaattisesti tutkittu aikaisemman osakeyhtiölain 734/1978 (voimaan 1. tammikuuta 1980) osalta, eikä siten ole ollut kattavaa tietoa siitä, millaisia vaikutuksia osakeyhtiöainsäädännöllä on ollut ja miten lakia olisi pitänyt muuttaa, jotta lainsäädä-

täjien tavoitteet toteutuisivat. Tässä artikkelissa alustavasti selvitetään sekä vuoden 1980 osakeyhtiölain että uuden lain vaikutuksia sijoittajansuojaan¹.

Viime vuosina on ilmestynyt runsaasti empiirisiä tutkimuksia lainsäädännön vaikutuksista rahoitusmarkkinoilla ja elinkeinoelämässä. Tämän ns. *laki ja rahoitus* (law and finance) -tutkimuksen lähtökohtana ovat La Portan,

* Kiitämme Mikko Leppämäkeä kommentteista kirjoitukseemme sekä Ari Hyytistä ja Iikka Kuosaa hyödyllisistä keskusteluista.

¹ Yhtiöoikeuden keskeinen tehtävä kaikkialla maailmassa on säädellä sijoittajansuojaa (Kraakman, Davies, Hansmann, Hertig, Hopt ja Rock 2004). Suomessa kuten muualla maailmassa sijoittajansuojaa määrittävä lainsäädäntö kattaa puolestaan merkittävän osan yritysten hyvää hallintotapaa koskevasta lainsäädännöstä. Tämän lisäksi se vaikuttaa epäsuorasti siihen, millaiseksi hallintotapa yrityksissä käytännössä muokkaantuu. Yksinkertaisuuden ja täsmällisyyden vuoksi puhumme jatkossa pelkästään sijoittajansuojasta.

Lopez-de-Silanesin, Shleiferin ja Vishnyn (1997, 1998) kehittämät osakkeenomistajien ja velkojien suojaa määrittävät indeksit, joiden avulla lainsäädännön määrittämää sijoittajansuojan tasoa eri maissa pyritään mittaamaan. Nämä indeksit muodostavat nykyään vakiintuneen lähtökohdan lainsäädännön vaikutusten tutkimiseen. Saatujen tulosten perusteella on selvää, että sijoittajansuojaa parantava lainsäädäntö vaikuttaa suotuisasti rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Hyvän sijoittajansuojan takaa-va lainsäädäntö edistää yritysten ulkoisen rahoituksen saatavuutta ja pienentää sen kustannuksia. Tämän seurauksena rahoitusmarkkinoiden likviditeetti paranee ja toiminta tehostuu. Sijoittajansuojan kohentaminen edistää tuottavuuden ja kansantalouden kasvua. Yritysten kansainvälistymisen ja Euroopan integraation myötä yhtiöoikeudesta ja sijoittajansuojasta on tullut myös keino vaikuttaa siihen, miten kilpailukykyisen toimintaympäristön valtio lainsäädännöllään tarjoaa yrityksille.

Tässä artikkelissa alustavasti kartoitetaan vuoden 1980 osakeyhtiölain, sen uudistusten ja vuoden 2006 uuden lain vaikutuksia sijoittajansuojan tasoon rakentamalla aiempaan kirjallisuuteen (La Porta ym. 1997, 1998, Pistor 2000, Pistor, Raiser ja Gelfer 2000, Glaeser, Johnson ja Schleifer 2001, ja Hyytinen, Kuosa ja Takalo 2003a, 2003b) perustuen lainsäädännön eri ulottuvuuksia mittaavia indeksejä. Indeksit osoittavat, että vuoden 1980 laki paransi sekä osakesijoittajien että velkojien oikeuksia, mutta velkojien suoja parani enemmän kuin osakkeenomistajien oikeudet. Tämä saattaa selittyä sillä, että pankkikeskeisillä rahoitusmarkkinoilla velkojien suojaa parantavilla lainsäädännön uudistuksilla oli enemmän tarvetta kuin kehittymättömillä osakemarkkinoilla toimivien osakesijoittajien oikeuksien kohentamisella.

Vuoden 1980 muutos on käytetyillä indekseillä mitattuna merkittävä parannus sijoittajansuojassa. Samaa ei kuitenkaan voi sanoa uudesta laista. Alustavien tutkimustulostemme perusteella uusi laki parantaa sijoittajansuojaa vain vähän: kolme yhdeksästä kokoamastamme osakkeenomistajien oikeuksia mittaavasta indeksistä paranee vain hieman. Velkojien oikeuksiin uusi osakeyhtiölaki ei indekseillä mitattuna vaikuta. Tutkimustuloksemme ei kuitenkaan ole ristiriidassa lainvalmistelijoiden tavoitteen kanssa; he ovat saattaneet onnistua lisäämään osakeyhtiölain tahdonvaltaisuutta ilman, että sijoittajansuoja heikkenee. Mikäli tämä toteutuu myös käytännössä, kyseessä on tervetullut lakiuudistus. Viimeaikaisen taloustieteellisen tutkimuksen valossa olisi kuitenkin voinut odottaa voimakkaampia uudistuksia vähemmistö-sijoittajien oikeuksien turvaamiseksi.

Ymmärtääksemme paremmin vuoden 1980 osakeyhtiölain merkityksen, aloitamme kirjoituksen palauttamalla mieleen olosuhteet, joissa se suunniteltiin (Luvut 2–3). Luvussa 4 käymme läpi lyhyesti osakeyhtiölainsäädännön kehitystä 1980-luvulta nykypäivään ja uuden lain taustoja. Luvussa 5 selvitämme tutkimusmenetelmämme. Luvuissa 6–7 kuvaamme päätuloksemme vuosien 1980 ja 2006 osakeyhtiölakien vaikutuksista sijoittajansuojaan. Johtopäätökset löytyvät luvusta 8.

2. Suomen rahoitusjärjestelmän ja sijoittajansuojaa koskevan lainsäädännön yleispiirteet 1970-luvulla²

1970-luvulla julkinen valta säänteli laajasti ra-

² 1970-luvun rahoitusjärjestelmää on tarkemmin kuvattu esimerkiksi Tarkan (1988) kirjoituksessa ja sijoittajansuojaa koskevaa lainsäädäntöä Rainion (2006) tutkimuksessa.

Taulukko 1. Osake- ja luottomarkkinoiden kehitys 1970-luvulla

	1970	1975	1980
Luottolaitosten lainananto (milj. mk)			
– yhteensä	27 629	67 216	108 887
– josta teollisuudelle	8 189	22 510	47 174
– josta kaupalle	3 357	8 198	18 214
Helsingin arvopaperipörssi myynti (1000 mk)			
– yhteensä*	77 271	207 923	698 846
– osakkeet	53 160	143 081	307 954
– josta teollisuus	37 500	91 352	232 319
– josta pankit	11 519	41 147	75 635
BKT (milj. mk)**	44 857,7	101 882,3	186 139,9

* ml. osakkeet, merkintäoikeudet, debentuurit ja obligaatiot.

** 1981 markkinahintaan.

hoitusmarkkinoiden toimintaa. Julkisen vallan itsensä harjoittamalla lainanannolla sekä sen sääntelemällä pankkien lainanannolla oli merkittävä rooli rahoitusmarkkinoilla. Vähemmän säännöstellyt rahoitusmarkkinoiden alueet, kuten arvopaperimarkkinat, jäivät merkitykseltään suppeaksi. Helsingin Arvopaperipörssissä oli 1970-luvun alussa noteerattu vain noin 40 yritystä. Vaikka määrä kasvoi vuosikymmenen kuluessa, pankkisektorin kilpailukyky säilyi rahoitusmarkkinoilla ylivoimaisena arvopaperimarkkinoihin verrattuna muun muassa verotussyistä. Lukuisat tekijät heikensivät piensijoittajien asemaa ja siten hidastivat arvopaperimarkkinoiden kehittymistä: yritysten omistus oli keskittynyt, yritysten ristiinomistukset ja pankkien yritysomistukset olivat huomattavia. Taulukossa 1 on kuvattu Suomen rahoitusmarkkinoiden kehitystä vertailemalla osake- ja luottomarkkinoiden kokoa 1970-luvun kuluessa.

Yksi este piensijoittajien aseman kohentumiselle ja osakemarkkinoiden kehittymiselle oli sijoittajansuojaa sääntelevän lainsäädännön puutteellisuus. Sijoittajansuojasta säädettiin 1970-luvulla lähinnä osakeyhtiölaissa, joka oli

peräisin 1800-luvulta (Laki osakeyhtiöistä, annettu 2.5.1895, voimaan 1. heinäkuuta 1896). Velkojien suojaa määrittäviä lakeja olivat osakeyhtiölain ohella sitä vieläkin vanhempi konkurssisääntö 31/1868 (voimaan 9. marraskuuta 1868), sekä akordilaki 148/1932 (voimaan 19. toukokuuta 1932) ja irtaimistonkiinnityslaki 55/1923 (voimaan 1. maaliskuuta 1923). Nämä lait pysyivät sijoittajien suojaa määrittäviltä säädöksiltään muuttumattomina läpi 1970-luvun, vaikka taloudellisen ja yhteiskunnallisen kehityksen seurauksena erityisesti osakeyhtiölakiin oli kohdistunut muutospainetta jo 1900-luvun alusta. Tässä artikkelissa keskitytään osakeyhtiölakiin ja sen uudistuksiin.³

³ *Konkurssilainsäädäntöä uudistettiin 1990-luvun alussa, jolloin koko konkurssilainsäädäntö monipuolistui ja nykyaikaistui huomattavasti. Akordilaki oli voimassa vuoden 1992 loppuun ja kumottiin konkurssilainsäädännön uudistuksen yhteydessä. Korkeamäen, Koskisen ja Takalon (2006) tutkimuksen mukaan uudistukset paransivat merkittävästi suomalaisten yritysten arvoa. Irtaimistokiinnityslain korvasi vuonna 1986 laki yritysikiinnityksistä 634/1984 (voimaan 1.1.1986), jonka vaikutus on ensi kertaa otettu huomioon tässä artikkelissa.*

3. Osakeyhtiölainsäädäntö 1970-luvulla

Suomen ensimmäinen osakeyhtiötä koskeva asetus on vuodelta 1864. Se pohjautui Ranskan lainsäädäntöön, ja sille oli tyypillistä osakeyhtiötä koskevan sääntelyn jättäminen yhtiösopimuksen varaan. 1970-luvulla voimassa ollut vuoden 1895 osakeyhtiölaki perustui Ruotsin ja Norjan samanaikaisiin lainvalmistelutöihin. Laki oli hyvin väljä: siinä säänneltiin vain osakeyhtiön yleispiirteet ja jätettiin niiden puitteisissa osakkaille vapaus sopia yritykselle tarpeellisista lisämääräyksistä yhtiöjärjestyksessä, minkä sisältöä ei juuri rajoitettu. Lain säännökset koskivat lähinnä yrityksen perustamista ja voitonjakoa.

Vuoden 1895 osakeyhtiölaki soveltui voimaantuloajankohtansa agraaritalouteen, mutta talouden alkaessa kehittyä se osoittautui puutteelliseksi. Sen suurimpia puutteita olivat osakepääoman suorittamiseen ja sen korottamiseen liittyvät jäykät säännöt, sekä osakepääoman alentamiseen, tilintarkastukseen ja fuusioihin liittyvien sääntöjen puutteellisuus. Siitä puuttuivat myös yrityksen rahoittamista koskevat yksityiskohdat ja osakeyhtiön selvitystilaan asettamista koskevat säädökset. Yhtiölainsäädännön sijasta julkinen valta säänteli monella muulla tavalla yritysten toimintaa, mutta talouden kehittyessä lainsäädännön puutteet johtivat epäyhtenäiseen käytäntöön yritysten sääntelyssä. Koska lakia muutettiin ja täydennettiin sen voimassaoloaikana vain 10 kertaa, voidaan kuitenkin todeta, että laki oli iästään huolimatta toimiva ja monissa kohdissa joustava. Laki oli voimassa vuoteen 1980 saakka.

Osakeyhtiölaki ei alun perin sisältänyt kuin yhden varsinaisesti vähemmistön oikeuksia määrittävän säännöksen (OYL 31 §), joka

myöntää osakkeenomistajille, jotka omistavat 1/10 osakepääomasta, oikeuden kutsua koolle yhtiökokouksen.⁴ Laki sisälsi kuitenkin useita sääntöjä, joiden tarkoitus oli turvata kaikkien osakkaiden asemaa, mutta joilla oli erityistä merkitystä vähemmistöosakkaille. Tällaiset säännöt liittyivät esimerkiksi osakeyhtiön perustamiseen, osakepääoman maksuun sekä yhtiöjärjestyksen muuttamiseen.

Osakeyhtiölain säännökset eivät ajan mittaan riittäneet tehokkaasti ehkäisemään enemmistöosakkaiden vallan väärinkäytöksiä. Tämä loi jo 1930-luvulla paineita lainuudistuksiin, joita tehtiinkin, jotta osakkeenomistajien ja erityisesti vähemmistöosakkaiden oikeusturva olisi saatu lisättyä. Vuonna 1935 tehdyn lainmuutoksen (350/1935, voimaan 15. marraskuuta 1935) tavoitteena oli turvata kaikkien osakkeenomistajien asema, ja tätä kautta suojella vähemmistöosakkaiden oikeuksia. Tältä osin merkittävin uudistus oli ns. osakeyhtiöoikeudellinen yleissäännös, jonka mukaan osakkeenomistaja ei saa yhtiökokouksen päätösten perusteella asettaa eriarvoiseen asemaan.

Vuonna 1980 tuli voimaan uusi osakeyhtiölaki 734/1978, joka laadittiin jälleen yhteispuhjoismaisena hankkeena. Pohjoismainen yhteistyö lainvalmistelussa sekä lainsäädännön skandinaavinen alkuperä vaikuttivatkin laajasti suomalaisen osakeyhtiölain kehitykseen 1980-luvulle saakka. Lain valmistelu oli laaja projekti, joka oli aloitettu jo 1960-luvulla. Vuoden 1980 laki perustui vanhaan vuoden 1895 lakiin, mutta se säänteli myös monia sellaisia kysymyksiä, joita ei aiempi laki ollut huomioinut ollenkaan tai joita koskevat säännökset olivat olleet niukkoja.

⁴ Yhtiöjärjestyksessä voitiin säätää myös pienempi osuus osakepääomasta riittäväksi.

Lakiuudistuksen tavoitteena oli erityisesti osakeyhtiötä koskevan julkisen tiedon lisääminen. Uutta laissa olivat myös osakeyhtiön perustamisen helpottamiseen ja omarahoituksen lisäämiseen pyrkivät säännöt sekä osakeluideloiden kirjaamiseen liittyvät säännökset. Merkittäviä uusia säädöksiä olivat konserneja sekä vaihtovelkakirja- ja optiolainoja koskevat säännöt. Lisäksi pyrittiin muuttamaan hallintoneuvoston asemaa, sekä selventämään useita osakkeenomistajan asemaa koskevia säännöksiä. Vaikka osakeyhtiölainsäädännön perusteissa ei tapahtunut muutoksia, se muuttui kuitenkin tarkemmaksi ja lain tulkinnanvaraisuus väheni.

4. Osakeyhtiölaki vuodesta 1980 nykypäivään

Vuoden 1980 osakeyhtiölaki säilyi lähestulkoon muuttumattomana 1980-luvulla. Täydennysten määrä kasvoi kuitenkin 1990-luvulla. Erityisesti vuoden 1997 syksyllä osakeyhtiölakia uudistettiin merkittävästi Euroopan Unioniin liittymisen ja rahoitusmarkkinoiden kehittymisen myötä. Hyytinen ym. (2003a, 2003b, 2003c) tutkivat näiden muutosten vaikutuksia sijoittajansuojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen.

Syyskuussa 2006 voimaan astunut laki ei vain uudista aikaisempaa lakia vaan kumoaa sen. Uudistus on siis Suomen kolmas osakeyhtiölaki sitten vuoden 1895. Osakeyhtiölakityöryhmän mietinnön (2003) ja hallituksen esityksen 109/2005 mukaan lain uudistamisen taustalla ovat osakeyhtiöiden toimintaympäristössä tapahtuneet muutokset. Uuden lain tavoitteena on joustava ja kilpailukykyinen osakeyhtiölaki, jonka avulla yritykset voivat järjestää toimintansa mahdollisimman tehokkaasti. Tämä hei-

jastelee kansainvälistä suuntausta yrityslainsäädännön uudistamisessa, minkä mukaan hyvä osakeyhtiöoikeus nähdään yritysten kilpailutekijänä. Uudistuksen muita lähtökohtia ovat mm. maailmankaupan ja sijoitustoiminnan vapautuminen, yritysrakenteen muuttuminen, rahoitusjärjestelmän kansainvälistyminen ja muuttuminen markkinakeskeisemmäksi. Uudistuksessa pyritään myös selkeyttämään ja yksinkertaistamaan osakeyhtiölain rakennetta sekä poistamaan laista ongelmalliseksi koettuja säännöksiä.

Periaatteellisella tasolla osakeyhtiölaki vaihtaa palaavan lähemmäs ennen vuotta 1980 vallinnutta tilannetta, jolloin maassamme oli voimassa tahdonvaltaisuuden nojaava väljä laki vuodelta 1895. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö (2003) ja ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi pitivät sisällään suurempia ja merkittävämpiä muutoksia sääntelyyn kuin lopullinen, eduskunnan hyväksymä laki. Ehdotuksessa pyrkimyksenä oli sääntelyn määrää vähentämättä keventää ja poistaa erilaisia rajoituksia ja muotomääräyksiä sekä laajentaa tahdonvaltaisen sääntelyn alaa. Siinä ehdotettiin mm. luopumista yhtiöjärjestyksestä ja pienten yhtiöiden tilintarkastusvelvollisuudesta.

Hallituksen esityksen 109/2005 perusteella lakiuudistuksen tavoite vaikuttaa sijoittajan suojan kannalta neutraalilta tai sitä hieman parantavalta. Uuden lain pääasiallisesta sisällöstä sanotaan hallituksen esityksessä mm. ”Ehdotettu laki ei kokonaisuutena arvioiden vaikuta velkojien tai vähemmistöomistajien oikeussuojan tasoon... Esitys sisältää lisäksi osakkeenomistajien useita velkojien ja vähemmistöosakkeenomistajien oikeussuojaa vahvistavia säännöksiä.” (HE 109/2005 s.1). Sijoittajansuojaa pyritään vahvistamaan mm. korostamalla yleisten periaatteiden, kuten yhdenvertaisuusperiaat-

teen ja johdon huolellisuusveloitteen merkitystä, tehostamalla oikeussuojakeinoja, kuten korvausvastuuta ja osakkeenomistajien kanne-oikeutta, sekä yleisellä sääntelyn selkeyttämisellä. Lisäksi lakiin on kirjattu pienempiä, yksityiskohtaisia säännöksiä sijoittajan suojan vahvistamiseksi.

5. Sijoittajansuojan taso Suomessa

1970-luvulla voimassa ollutta lainsäädäntöä, vuoden 1980 osakeyhtiölain ja nykyisen osakeyhtiölakiuudistuksen vaikutuksia sijoittajansuojaan tutkitaan Hyytisen ym. (2003a, 2003b) aiemmin Suomen kehityksen mittaamiseen käyttämällä indekseillä. Indeksien avulla saadaan selville, kuinka merkittäviä vuoden 1980 osakeyhtiölaki ja uusi laki ovat sijoittajansuojan kannalta, ja miten muutokset suhteutuvat lainsäädännön kehitykseen tällä välillä.

Indeksit perustuvat kulloinkin voimassa olevan lainsäädännön määräyksiin eikä niissä arvioida arvopaperipörssien eikä pankkien tai muiden rahoitusinstituuttien asettamia sääntöjä. Indeksien muuttujat saavat pääsääntöisesti arvon yksi tai nolla riippuen siitä, onko niiden osoittamia kriteerejä kirjattu maan lakiin vai ei.⁵ Mitä suurempia arvoja indeksit saavat, sitä paremmin sijoittajansuoja on niiden mukaan laissa määriteltä. Indeksejä ja muuttujia on tarkemmin esitelty alkuperäisissä lähteissä (LLSV 1997, 1998, Pistor 2000, Pistor ym. 2000 ja Glaeser ym. 2001) ja aiemmassa kotimaisessa kirjallisuudessa (Timonen 2000 ja Hyytinen ym. 2003b).

Sijoittajansuojaa kuvaavien indeksien lähtötaso on muodostettu seuraten lähinnä 1970-luvun osakeyhtiölainsäädäntökirjallisuutta⁶ ja lakitekstejä. Vuosien 1980–2000 tasojen lähteenä on Hyytinen ym. (2003a, 2003b). Muuttujat kuvaavat tilannetta kunkin vuoden lopussa. Lain tulkitseminen muuttujien oikean arvon saamiseksi ei ole aina yksiselitteistä, ja tuloksemme ovatkin vasta alustavia ja vaativat jatkoselvityksiä. Indeksit on laadittu La Porta ym. (1997, 1998) alkuperäisiä tutkimuksia tiukemmin, koska yhtiöjärjestyksellä laista poikkeamisen katsotaan voivan huonontaa indeksin arvoa. Jos yleisesti yhtiöjärjestykset kumoavat muuttujan voimassaolon, muuttujan arvo määräytyy vallitsevan käytännön mukaan, ja muuttuja saa arvon nolla. Jos taas yhtiöjärjestyksien määräykset yleisesti toteuttavat muuttujan kriteerit, käytäntö ei kuitenkaan vaikuta indeksin arvoon, joka määräytyy lakitekstin mukaan. Käytämme siis kaavaa indeksin arvo = $\min\{\text{lakitekstin mukainen arvo, yhtiöjärjestyksen määräysten mukainen arvo}\}$.

5.1. Osakkeenomistajien oikeuksia määrittävät indeksit

Osakkeenomistajien oikeuksien määrittelyssä käytetään tässä yhdeksää indeksiä, joista La Porta ym. (1998) ovat kehittäneet alkuperäiset kaksi (tässä LLSVsh_6 ja LLSVsh_8), Pistorin ym. (2000) sekä Glaeserin ym. (2001) laajennukset alkuperäisiin LLSV-indekseihin (LLSVsh_pis ja LLSVsh_gla), sekä viisi Pistorin ym. (2000) kehittämää uutta indeksiä. Pistor ym. kehittämät uudet indeksit mittaavat edellisiä yksityiskohtaisemmin lainsäädännön

⁵ Joissakin kohdissa olemme antaneet indeksin muuttujalle ykkösestä tai nollasta poikkeavan arvon, esimerkiksi 0,5, jos selkeästi puolet muuttujan kriteereistä täyttyvät.

⁶ Erityisesti Caselius, Heikonen ja Huttunen (1970, 1973, 1977), Caselius ja Heikonen (1974) ja Huttunen (1984).

tarjoamia mahdollisuuksia, joilla vähemmistö-osakkaat voivat vaikuttaa kontrolloivien osakkaiden ja yritysjohdon päätöksentekoon. Pistor ym. (2000) kehittämät indeksit ovat nimeltään VOICE, EXIT, ANTIMANAGE, ANTI-BLOCK ja SMINTEGR. Näistä VOICE ja EXIT kuvaavat osakkaiden valtaoikeuksia; osakkeenomistajathan voivat käyttää valtaansa joko äänestämällä yhtiökokouksessa tai myymällä osakkeensa. Ne perustuvat lainsäädännön eri kohtiin. ANTIMANAGE mittaa klasista intressiristiriitaa osakkeenomistajien ja johdon välillä, erityisesti osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia johdon päätöksentekoon, ja ANTIBLOCK puolestaan keskittyy vähemmistö- ja enemmistöosakkaiden välisiin ristiriitoihin. SMINTEGR mittaa osakemarkkinoiden likviditeettiä ja hinnan muodostuksen loukkaamattomuutta (stock market integrity).

5.2. Velkojen oikeuksia määrittävät indeksit

Velkojen suojan tason mittaamiseen käytetään viittä indeksiä, joista yksi on La Portan ym. (1997, 1998) kehittämä (LLSV_{cr}), ja yksi Pistorin LLSV-indeksiä täydentävä (LLSV_{cr_pis}).⁷ Nämä kuvaavat yhdysvaltalaiselle lainsäädännölle tyypillistä tilannetta, jossa yritysjohdolla on mahdollisuus valita yrityssaneerauksen ja konkurssin välillä. Koska tällaista mahdollisuutta ei kaikkien maiden lainsäädännöissä ole, Pistor (2000) ja Pistor ym. (2000) kehittivät vielä kolme muuta velkojen oikeuksiin liittyvää indeksiä, CREDCON, COLLAT ja REMEDY, lainsäädännön ulottuvuuksien monipuolisem-

⁷ Koska käyttämämme versio LLSV_{cr}-indeksistä sisältää pääomareservin, ero LLSV_{cr_pis}-indeksiin on pieni ja liittyy pääomareservin mittaamisen tarkkuuteen.

man tarkastelun mahdollistamiseksi. Näistä CREDCON ja COLLAT mittaavat velkojen päätantävaltaa konkurssissa, ja REMEDY lainsäädännön velkojille suoma mahdollisuutta rangaista yrityksen johtoa. Indekseihin vaikuttavat lainsäädännön vakuussäännökset, joissa oletetaan, että vakuusetuisuudet ovat voimassa ja aineellinen varallisuus voidaan asettaa vakuuksiksi.

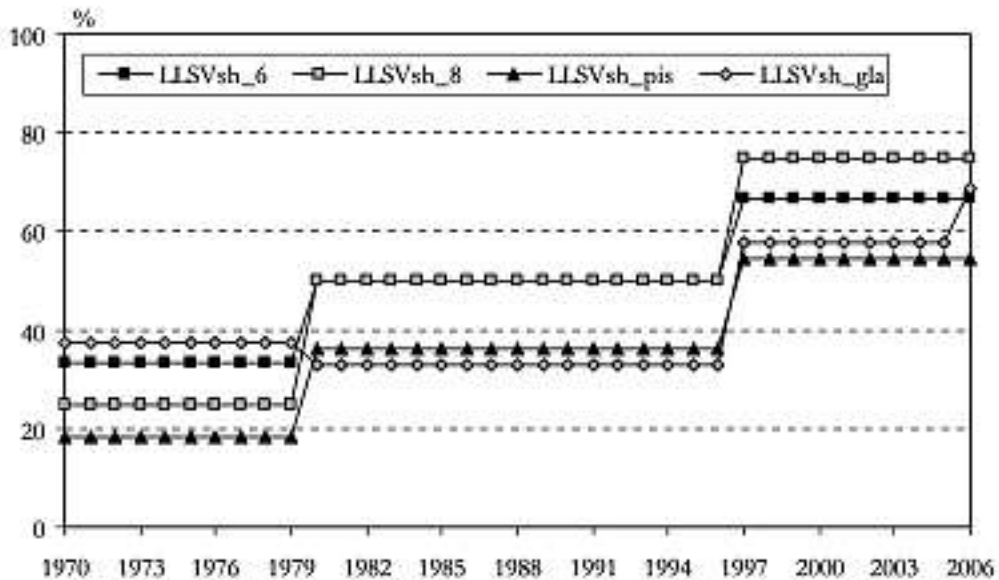
6. Osakeyhtiölakien vaikutus sijoittajansuojaan – arviointia

Indeksien (kuviot 1, 2, 3 ja 4) avulla saadaan selville, että vuoden 1980 laki paransi sekä vähemmistöosakkaiden että velkojen suojaa, mutta velkojen suojan taso parani huomattavasti enemmän. Vuoden 2006 laki sen sijaan ei indeksien mukaan vaikuta velkojen suojaan. Osakkeenomistajien suoja paranee hieman: kolme yhdeksästä indeksistä paranee ja loput pysyvät entisellään.

1970-luvulla voimassa olleessa vanhassa osakeyhtiölaissa niin osakkeenomistajien kuin velkojienkaan oikeuksia ei erityisen tarkasti säädetty, ja laissa oli useita tulkinnanvaraisia kohtia. Sekä osakkeenomistajien että velkojen oikeudet turvattiin uudessa 1980 laissa entistä yksityiskohtaisemmin. Osakkeenomistajien suoja kuvaavien indeksien arvo parani hieman lakimuutoksen yhteydessä – ennen lakimuutosta indeksien kriteereistä oli voimassa 32,7 % ja uudistuksen jälkeen 42 %. Velkojen suojan taso koheni osakeyhtiölakiuudistuksen myötä enemmän kuin osakkeenomistajien suoja. Lakiuudistuksen jälkeen kaikkien indeksien kriteereistä on voimassa yli 70 %, kun ennen muutosta voimassa oli noin 40 %.

Sittemmin sekä sijoittajansuoja että rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet omapääomaeh-

Kuvio 1. Osakkeenomistajien suojaa kuvaavien LLSVsb-indeksien ja niiden johdannaisten kehitys 1970–2006



toista rahoitusta suosivammaksi (ks. Hyytinen ym. 2003a, 2003b, 2003c). Velkojat olivat indekseillä mitattuna 1980-luvulla paremmin suojattuja kuin osakkeenomistajat, mutta 2000-luvulle tultaessa tilanne oli kääntynyt päinvastaiseksi: lainsäädäntö kehittyi osakkeenomistajien suojaa parantavaan ja velkojansuojaa heikentävään suuntaan.

Uusi osakeyhtiölaki ei tätä tilannetta juuri muuta. Kokonaisuutena se näillä mittareilla mitattuna hieman parantaa osakkeenomistajien suojaa: ennen lakimuutosta osakkeenomistajien oikeuksia mittaavien indeksien kriteereistä oli voimassa 62,5 % ja uudistuksen jälkeen 65,9 %. Velkojien suojaan uusi laki ei vaikuta. Tämä saattaa johtua siitä, että nykyään velkojien suoja säännellään paljolti konkurssilainsäädännössä, jota uudistettiin merkittävästi 1990-luvun alussa.⁸

Käymme seuraavassa läpi vuosien 1980 ja

2006 lakien vaikutuksia hieman yksityiskohtaisemmin.⁹

LLSVsb-indeksien kriteereillä mitattuna vuoden 1980 muutokset ovat suurimmat samalla kerralla tapahtuneet parannukset osakkeenomistajien suojan tasossa koko kuvattuna olevalla 35 vuoden periodilla, vaikka niiden arvot edelleen paranivat vuoden 1997 lakiuudistuksen myötä.¹⁰ Lakimuutoksen jälkeen

⁸ Tätä lainsäädäntöä uudistettiin jälleen vuonna 2004 (konkurssilaki 120/2004, voimaan 1. marraskuuta 2004), mutta tämä muutos ei ole mukana tässä tarkastelussa. Emme kuitenkaan usko, että tilanne olisi indeksiarvojen osalta radikaalisti muuttunut.

⁹ Tarkemmat perustelut indeksiarvojen muutoksille vuoden 1980 lain osalta löytyvät Rainion (2006) tutkimuksesta.

¹⁰ Paganon ja Volpinin (2005) tutkimuksen mukaan vuoden 1997 uudistus ei muuttanut LLSVsb_6-indeksin arvoa. Sitä vastoin Hyytinen ym. (2003a, 2003b) tulkitsevat, että sekä LLSVsb_6- että LLSVsb_8-indeksien arvot paranivat, kun

muuttujista on voimassa 3/6 LLSVsh_6-indeksistä ja 4/8 LLSVsh_8-indeksistä.¹¹ Pistorin LLSVsh_pis-indeksin muuttujista on uudistuksen jälkeen voimassa 4/11. Näissä indekseissä lakimuutos vaikutti sijoittajansuojaan positiivisesti nimenomaan yhtiön hallituksen valintaa koskevien sääntöjen tarkentumiseen ja uudessa laissa määritellyn pakollisen vähemmistöosinгон muodossa.¹² Yleisesti ottaen lakiin tehtiin

valtakirjaäänestys postitse tuli mahdolliseksi ja kun enemmistövaatimukset tiukkenivat niin, että yksi osake – yksi ääni -periaate tuli myös käytännössä vallitsevaksi. Osakkeiden yhtäläinen äänioikeus oli lain läbtkohtana jo ennen uudistustakin, mutta ennen 1990-luvun loppua (julkisesti noteeratuissa) yrityksissä oli vielä käytössä erilaisen äänimäärän tuottavia osakkeita yhtiöjärjestyksen määräyksellä.

¹¹ *Nämä arvot ovat samat kuin La Porta ym. (1997, 1998), joiden arviot perustuvat vuoden 1980 lakiin. Kuitenkin La Porta ym. (1997, 1998) mukaan Suomessa yhtiöt eivät saa edellyttää osakkeiden tallettamista ennen yhtiökokousta, eikä kumulatiivinen äänestys ole sallittua. Meidän tulkintamme eroavat näissä kohtain La Porta ym. (1997, 1998) tulkinnoista, mutta erot kumoavat toisensa niin, että indeksin arvot ovat samat. Ks. myös alaviite 12.*

¹² *Yksi bankalimmin tulkittavimmista muuttujista koskee kysymystä, salliiiko laki kumulatiivisen äänestyksen tai subteellisen vaalin hallitusten jäsenten vaalissa. La Porta ym. (1997, 1998) arvioivat perustuen vuoden 1980 lakiin Suomen arvoksi nolla, mutta mielestämme laki sallii ainakin kumulatiivisen äänestyksen (OYL 734/1978: 9:13§). Samaa mieltä on Huttunen (1984, s. 228–229) ja nähdäksemme myös Airaksinen ja Jaubaiainen (2000, s. 213 ja 231). Selvää on, että nämä kaksi vaalimenettelyä ovat mahdollisia yhtiöjärjestyksen määräyksellä, mutta tulkintamme mukaan ainakin kumulatiivinen äänestys on mahdollista ilman mainintaa yhtiöjärjestyksessä. Huttusen (1984, s. 230) mukaan myös subteellinen vaali olisi mahdollista samalla periaatteella (tämän tulkinnan perusteella LLSVsh_pis-indeksin muuttujista olisi vuoden 1980 lain myötä voimassa 5/11). Vuoden 1895 laki ei sallinut kumulatiivista äänestystä tai subteellista vaalia kuin korkeintaan yhtiöjärjestyksen luvalla. Tulkintamme puoltaa myös Caselius ym. (1970, s. 54.) Nämä vaalitavat ovat käytännössä olleet harvinaisia ja myös La Porta ym. (1997, 1998) tulkinnalle löytyy perusteita.*

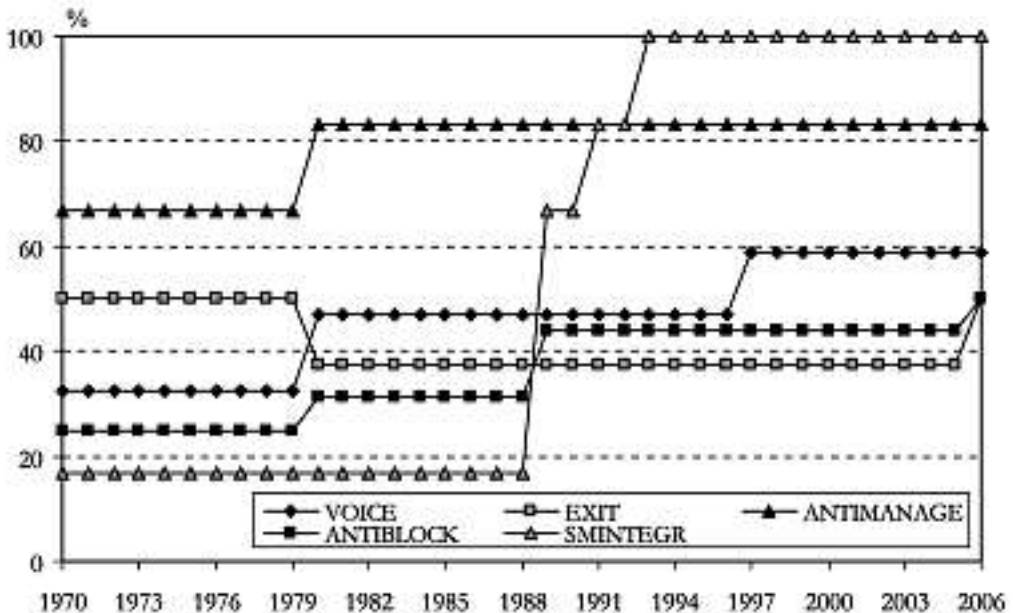
useita yksittäisiä vähemmistöosakkaan oikeuksia parantavia uudistuksia. Sen sijaan Glaeserin LLSVsh_gla-indeksin arvo laski uudistuksen myötä 1980, jolloin sen kriteereistä on voimassa 5,3/16.¹³ Arvonlasku johtuu haltija- ja etuoikeutettujen osakkeiden käytön kiellosta yrityksissä.

Uuden vuoden 2006 lain astuessa voimaan LLSVsh_6- (voimassa 4/6 kriteereistä), LLSVsh_8- (voimassa 6/8 kriteeriä) sekä LLSVsh_pis (voimassa 6/11 kriteeriä) -indeksien arvo ei muutu. LLSVsh_gla-indeksin arvo puolestaan paranee hieman, sen kriteereistä on lakimuutoksen jälkeen voimassa 11/16. Indeksien arvoa parantavat sääntö yhtiökokouksen ääniluettelon julkisuudesta yhtiökokouksessa sekä osakkeiden oston tarvittava määränemmistö sääntö. Indeksien arvoa heikentää toisaalta johtajien toimikauden pituus -kriteerin muutos; uudessa laissa ei mainita rajoitusta toimikauden pituudesta.

Osakkeenomistajien oikeuksia tarkemmin mittaavien Pistorin laajennusten arvot myös paranevat yleisesti ottaen vuoden 1980 lain myötä, mutta niiden kehitys on indeksistä riippuen epäyhtenäinen. VOICE-indeksin arvo kasvoi ja sen kriteereistä on vuoden 1980 lopussa voimassa 8/17. VOICE-indeksin arvoa nostaa myös LLSV-indeksien arvoa parantaneet äänestyssääntöjen tarkennukset sekä sääntö vähemmistöosingosta. EXIT-indeksin arvo puolestaan heikkenee lakiuudistuksen myötä 1980 vähemmistöosakkaiden myyntioptiota koskevan säännön muuttuessa. Indeksien kriteereistä on ennen muutosta voimassa kaksi ja jälkeen 1,5/4. ANTIMANAGE-indeksin kri-

¹³ *Olemme indeksiä laatiessa muuttaneet johtajien toimikausia koskevan muuttujan numeroksi kaavalla 1/toimikauden pituus, arvon ollessa siis nolla, jos toimikausien pituutta ei ole laissa rajoitettu.*

Kuvio 2. Pistorin kehittämien osakkeenomistajan suojaa kuvaavien indeksien kehitys vuosina 1970–2006



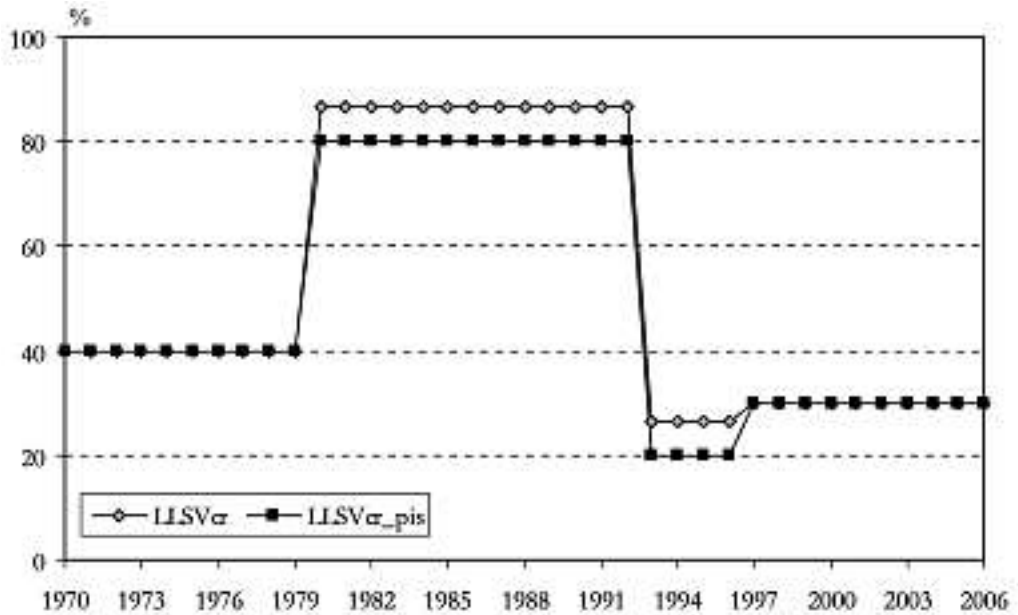
teereistä suuri osa on voimassa jo ennen vuoden 1980 lakiuudistusta, ja äänestysääntöjen uudistus parantaa indeksin arvoa edelleen, eli voimassa on 5/6 kriteeriä. ANTIBLOCK-indeksin kahdeksasta kriteeristä on voimassa vain kaksi ennen ja 2,5 lakimuutoksen jälkeen enemmistöosakkaiden lunastusrajojen määrittelyn tarkennuttua. Osakemarkkinoiden integriteettiä määrittävän SMINTEGR-indeksin kriteereistä vain 1/6, jäävyssäännöt, on voimassa koko tarkasteluajanjakson aikana. Lakiuudistus ei vaikuta indeksin arvoon.¹⁴

¹⁴ Muita SMINTEGR-indeksin kriteereitä tuli voimaan vasta arvopaperimarkkinalain 495/1989 (voimaan 1. tammikuuta 1989) ja rahoitustarkastuslain (503/1993, voimaan 15. joulukuuta 1993) säätämisen myötä. Rahoitustarkastuslakia uudistettiin jälleen 2003 (Laki Rahoitustarkastuksesta 587/2003, voimaan 8. huhtikuuta 2004), mutta tämä ei nähdäksemme enää vaikuttanut SMINTEGR-indeksin arvoon.

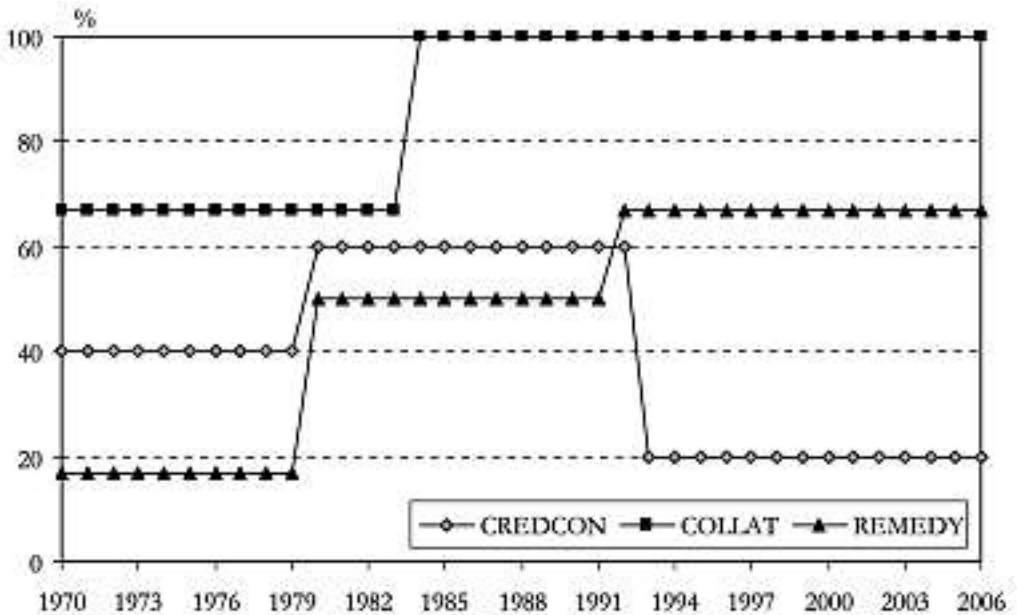
Uusi laki ei vaikuta ANTIMANAGE- (uudistuksen jälkeen voimassa 5/6 kriteeriä), VOICE- (voimassa 10/17 kriteeriä) ja SMINTEGR- (voimassa 6/6 kriteeriä) indeksien arvoihin, mutta EXIT- (voimassa 2/4 kriteeriä) ja ANTIBLOCK- (voimassa 4/8 kriteeriä) indeksien arvot paranevat, kun osakkeiden takaisinlunastussäännöt esim. fuusioiden yhteydessä muuttuvat.

Kuten edellä on todettu, uusi osakeyhtiölaki ei tule vaikuttamaan velkojien suojaan. Velkojien suoja sen sijaan parani huomattavasti vuoden 1980 lakiuudistuksen myötä. LLSVc-indeksin kriteerein mitattuna erityisesti vakuusvelkojien aseman paraneminen, yrityssaaneerausmenettelyn tarkempi määrittely sekä pääomareservimääräysten tarkentuminen nostivat indeksin arvoa: Ennen lakimuutosta indeksin viidestä kriteeristä oli voimassa vain

Kuvio 3. Velkojen oikeuksia mittaavien LLSVcr-indeksien kehitys 1970–2006



Kuvio 4. Pistorin kehittämien velkojensuojaindeksien kehitys vuosina 1970–2006



kaksi, uudistuksen jälkeen 4,33. Koska Pistorin LLSVcr-indeksi perustuu samoihin kriteereihin kuin alkuperäinen LLSVcr, myös sen arvo kasvoi lakimuutoksen myötä. Vuosina 1970–1979 indeksin kriteereistä oli voimassa vain kaksi, ja uudistuksen jälkeen 4/5.

Myös Pistorin CREDCON-indeksin arvo kasvaa vuoden 1980 lain myötä. Uudistuksen jälkeen voimassa on 3/5 kriteeristä. Myös REMEDY-indeksin arvo kasvaa: ennen muutosta sen kriteereistä on voimassa 0,5 ja uudistuksen jälkeen 1,5/3. Osakeyhtiölakiuudistus ei vaikuta COLLAT-indeksin mittaamiin vakuussäännöksiin, jonka arvo on kuitenkin suhteellisen korkea: sen kriteereistä on voimassa 2/3. Indeksinvuorossa tapahtuu parannus vuonna 1984, kun vanha irtaimistonkiinnityslaki kumottiin uudella lailla yrityskiinnityksistä. Tämän jälkeen kaikki indeksin kriteerit ovat voimassa.

7. Johtopäätökset

Artikkelissa on alustavasti mitattu vuoden 1980 osakeyhtiölain (734/1978) ja sen korvaavan uuden osakeyhtiölain 624/2006 vaikutukset sijoittajansuojaa. Käyttämämme indeksien perusteella vuoden 1980 osakeyhtiölaki paransi merkittävästi sijoittajansuojaa. Velkojen suoja parani suhteellisesti osakkeenomistajien suojaakin enemmän. Kehitys on ymmärrettävää rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyyttä vasten – koska merkittävä osa yritysten saamasta rahoituksesta oli velkarahoitusta, oli velkojen suoja parantaville lakiuudistuksille suurempi tarve kuin osakkeenomistajan turvaa parantavilla. Osakemarkkinat rahoitusmarkkinoiden sääntelyn alla olivat alikehittyneet, eikä osakemarkkinoilla toimivien oikeuksien turvaamisella ollut yhtä suurta merkitystä. Toisaalta on huo-

mattava, että osakkeenomistajienkin suoja nousi kohtuulliselle tasolle.

Sittemmin 1990-luvulla osakkeenomistajien suoja on parannettu, kun taas velkojen suoja heikennetty. Tutkimuksen mukaan uudistukset ovat vaikuttaneet suotuisasti suomalaisten rahoitusmarkkinoiden kehitykseen (Hyytinen ym. 2003a, 2003b, 2003c ja Korkeamäki ym. 2006). Uuden osakeyhtiölain yhtenä tavoitteena on ollut luoda kilpailukykyisempi ja joustavampi osakeyhtiölaki, joka – huolimatta tahdonvaltaisuuden lisäämisestä – vähintäänkin säilyttäisi vähemmistönsijoittajien suojan tason entisellään. Alustavien tulostemme mukaan uusi vuoden 2006 laki kohentaa sijoittajansuojaa vain hieman: kolme yhdeksästä kokoamastamme osakkeenomistajien oikeuksia mittaavasta indeksistä paranee ja loput säilyvät ennallaan. Velkojen oikeuksiin uusi osakeyhtiölaki ei vaikuta.

Sijoittajansuojan tasoa selvittäessä on huomioitava, että indeksien tulkinta ei ole yksiselitteistä, ne ovat suppeita ja mittaavat vain osaa lainsäädännön eri ulottuvuuksista – lainsäädännön kaikkia muutoksia tai niiden kaikkia vaikutuksia ei niiden avulla pystytä kuvaamaan. Erityisesti uuden osakeyhtiölain kohdalla on huomattava, että lain muut tavoitteet saattavat toteutua, vaikka vähemmistöomistajien suoja ei merkittävästi parannukaan. Hyytinen ja Takalo (2005) ovat osoittaneet, että tahdonvaltaisuuden lisääminen on usein suorastaan ristiriidassa vähemmistöomistajien suojan turvaamisen kanssa ja tahdonvaltaisuuden lisäämiseen voidaan pyrkiä vähemmistöomistajien suojan kustannuksella, mikäli yritystoiminnan esteenä ei ole rahoituksen saatavuus vaan yrittäjyyden muut kannustimet. Voi kuvitella, että Suomen nykyiset rahoitusmarkkinaolosuhteet puoltaisivat tahdonvaltaisuuden lisäämistä

erityisesti pienyritysten osalta. Mikäli uusi osakeyhtiölaki lisää myös käytännössä tahdonvaltaisuutta niin, että sijoittajansuoja hieman jopa paranee, kyseessä on tervetullut ja elegantti lakiuudistus.

Olisi kuitenkin mielenkiintoista tietää, mihin lainvalmistelijoiden pyrkimys olla selkeästi parantamatta sijoittajansuojaa perustuu. Ovatko lainvalmistelijat uudistaneet lakia rohkeasti tietoisena siitä, että sijoittajansuojan radikaalimpi parantaminen olisi viimeaikaisen taloustieteellisen tutkimuksen valossa voinut johtaa osakemarkkinoiden kehittymiseen, likviditeetin lisääntymiseen ja jopa taloudelliseen kasvuun? Vai onko kyseessä esimerkki tämän aikakauskirjan päätoimittajan Matti Pohjolan (2006) huolesta, että taloustieteellisellä tutkimuksella ei ole ollut juurikaan sanottavaa Suomen talouspolitiikan muotoutumisessa?

Kirjallisuus

- Airaksinen, M. ja Jauhiainen, J. (2000), *Suomen yhtiöoikeus*, Werner Söderström Lakitieto Oy, Vantaa.
- Caselius, I., Heikonen, A.R. ja Huttunen, A. (1970), *Osakeyhtiö II,1*, Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja No 155, WSOY, Porvoo.
- Caselius, I., Heikonen, A.R. ja Huttunen, A. (1973), *Osakeyhtiö II,2*, Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja No 168, WSOY, Porvoo.
- Caselius, I., Heikonen, A.R. ja Huttunen, A. (1977), *Osakeyhtiö II,3*, Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja No 180, WSOY, Porvoo.
- Caselius, I., ja Heikonen, A.R. (1974), *Osakeyhtiö. Edellinen osa*, Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja No 40, 5. painos, WSOY, Porvoo.
- Glaeser, E., Johnson, S. ja Schleifer, A. (2001), "Coase versus the Coasians", *Quarterly Journal of Economics* 116: 853–899.
- Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. HE 109/2005.
- Huttunen, A. (1984), "Osakeyhtiön yhtiökokouksesta", Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja No 196, Kirjayhtymä, Helsinki.
- Hyytinen, A., Kuosa, I. ja Takalo, T. (2003a), "Law or finance: evidence from Finland", *European Journal of Law and Economics* 16: 59–89.
- Hyytinen, A., Kuosa, I. ja Takalo, T. (2003b), "Sijoittajansuojan kehitys Suomessa 1980–2000", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 99: 148–163.
- Hyytinen, A., Kuosa, I. ja Takalo, T. (2003c), "Rahoitusmarkkinoiden kehitys Suomessa 1980–2002", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 99: 266–277.
- Hyytinen, A. ja Takalo, T. (2005), "Corporate law and small business finance: mandatory v. enabling rules", *European Business Organization Law Review* 6: 449–466.
- Korkeamäki, T., Koskinen, Y. ja Takalo, T. (2006), "Phoenix rising: legal reforms and changes in valuations in Finland during the economic crisis", julkaisematon käsikirjoitus.
- Kraakman, R.R., Davis, P., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K.J., Kanda, H. ja Rock, E.B. (2004), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. ja Vishny, R. (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52: 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. ja Vishny, R. (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy* 106: 1113–1155.
- Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö (2003), Oikeusministeriö, Työryhmämietintö 2003:4.
- Pagano, M. ja Volpin, P. (2005), "The Political economy of corporate governance", *American Economic Review* 95: 1005–1030.
- Pistor K., Raiser, M. ja Gelfer, S. (2000), "Law and finance in transition economies", *Economics of Transition* 8: 325–368.

- Pistor, K. (2000), "Patterns of legal change and creditor rights in transition economies", *European Business Organization Law Review* 1: 59–108.
- Pohjola, M. (2006), "Taloustieteilijät ja talouspolitiikka", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 102: 3–4.
- Rainio, E. (2006), "Osakeyhtiölain vaikutukset sijoittajan suojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen", julkaisematon käsikirjoitus.
- Tarkka, J. (1988), "Kahlitun rahan aika: Suomen rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn vuosikymmenet", teoksessa Honkapohja, S. ja Suvanto, A. (toim.), *Raha, inflaatio ja talouspolitiikka*, Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitos, Valtion Painatuskeskus, Helsinki.
- Timonen, P. (2000), *Corporate Governance: institutiot ja lainsäädännön merkitys*, Kauppakaari, Helsinki.