

Osakkeenomistajien päätösehdotukset suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksissa

HAKUSANAT: yhtiöoikeus, corporate governance, pörssiyhtiö, osakkeenomistajien oikeudet, osakkeenomistaja-aktivismi

1. Johdanto

Osakeyhtiölain (624/2006, OYL) systematiikan mukaan yhtiökokous on osakeyhtiön ylin päättävä toimielin, jossa päätöksiä tekevät osakkeenomistajat käyttämällä äänivaltaansa.¹ Suomen corporate governance -järjestelmässä yhtiökokouksen toimivaltaan kuuluu keskeisiä asioita, kuten hallituksen valinta ja palkitseminen, yhtiöjärjestyksen muuttaminen, tilintarkastajien valinta, varojen jaosta päättäminen ja erinäisistä rahoitus- ja yritysjärjestelyistä päättäminen.² Päätökset yhtiökokouksessa tehdään usein hallituksen tekemien päätösehdotusten perusteella. Myös osakkeenomistajat voivat OYL 5:1:n, 5:5:n ja 5:4:n perusteella tehdä päätösehdotuksia.³

Suomalainen corporate governance -järjestelmä nojaa osittain aktiivisen kontrolliomistuksen olemassaoloon ja kykyyn valvoa osakkeenomistajien etua suhteessa johtoon.⁴ Osakkeenomistajien päätösehdotukset yhtiökokoukselle ja niiden tekijät ja etenkin se, ovatko päätösehdotukset tulleet hyväksytyksi, kertovat siitä, mikä taho kontrolloi yhtiötä. Osakkeenomistajien päätösehdotukset ovat myös yksi pääasiallisista keinoista toteuttaa osakkeenomistaja-aktivismia pörssiyhtiöissä. Aktivistiosakkeenomistajat tekevät päätösehdotuksia haastaakseen johdon tai kontrolliomistajan näkemyksiä tavoitteenaan saada taloudellista

* *Lassi Salminen*, KTM, väitöskirjatutkija, Tampereen yliopisto.

1. Per Lekvall, *The Nordic Way of Corporate Governance*. *Nordic Journal of Business* 67(3–4) 2018, s. 164–182, 170.
2. Manne Airaksinen – Pekka Pulkkinen – Vesa Rasinaho, *Osakeyhtiölaki I*. Alma Talent 2020, s. 231–232.
3. Lassi Salminen, *Osakkeenomistajan päätösehdotusoikeus yhtiökokouksessa osakkeenomistaja-aktiivismin viitekehyksessä*. *Liikejuridiikka* 3/2021, s. 110–148, s. 119 ss.
4. Veikko Vahtera, *Osakeomistuksen riski ja sääntely*. *Lakimiesliiton Kustannus* 2011, s. 404 ja Lekvall 2018, s. 171–172.

hyötyä.⁵ Globaalisti kasvavana trendinä ovat myös pyrkimykset muuttaa yhtiöiden toimintaa sosiaalisten ja ympäristöllisten syiden takia.⁶

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tarkastella osakkeenomistajien tekemiä päätösehdotuksia suomalaisissa pörssi-yhtiöissä vuosina 2017–2021 ja analysoida tuloksia Suomen corporate governance -järjestelmän kannalta. Tutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- 1) Kuinka paljon ja minkä sisältöisiä päätösehdotuksia osakkeenomistajat tekivät suomalaisten pörssi-yhtiöiden varsinaisissa ja ylimääräisissä yhtiökokouksissa vuosina 2017–2021?
- 2) Minkälaiset tahot tekevät edellä mainittuja päätösehdotuksia ja minkä suuruinen ääniosuus tahoilla on yhtiöissä?
- 3) Minkälaisia päätelmiä empiiristen havaintojen perusteella voidaan tehdä Suomen corporate governance -järjestelmästä ja pörssi-yhtiöiden kontrolloista sekä osakkeenomistajien päätöksenteosta ja osakkeenomistaja-aktivismista suomalaisten pörssi-yhtiöiden yhtiökokouksissa?

Tutkimus on jaettu neljään päälukuun. Toisessa luvussa käsitellään empiirisen tutkimuksen tulokset ja kuvataan tutkimuksen aineisto, analyysi ja tutkimuksen rajaukset. Kolmannessa luvussa tutkimusaineiston tuloksia analysoidaan suhteessa Suomen corporate governance -järjestelmään. Lisäksi luvussa tehdään sisällöllisiä havaintoja ja päätelmiä yhtiökokouspäätösten sisällöistä. Neljännessä luvussa käsitellään tutkimuksen ja analyysin päätelmät.

2. Osakkeenomistajien päätösehdotukset suomalaisten pörssi-yhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 2017–2021

2.1. Tutkimuksen aineisto ja analyysin kuvaus

Tutkimuksessa tarkastellaan kvantitatiivisesti päätösehdotuksien määrää ja päätösehdotuksia tehneiden osakkeenomistajien juridista demografiaa ja omistus-osuuksia sekä ehdotusten sisältöjä pörssi-yhtiöiden yhtiökokouksissa. Lisäksi tutkimuksessa on tarkasteltu, minkälaisiin päätöksiin ehdotukset johtavat. Käytetty

5. Ks. Salminen 2021, s. 115–117 alaviitteineen.

6. Ks. Melissa Sawyer – Marc Treviño – Lauren Boehmke, 2021 Trends in Shareholder Activism. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/02/19/2021-trends-in-shareholder-activism/> (vierailtu 20.2.2022) ja Oliver D. Hart – Luigi Zingales, The New Corporate Governance. Chicago Booth Research Paper 2022 No. 22-19, s. 2.

menetelmä on määrällistä ja laadullista menetelmää yhdistävää empiiristä analyysia siitä, miten osakkeenomistajat ovat käyttäneet oikeuksiaan ja minkälaisiin päätöksiin ne ovat johtaneet. Analyysi tehdään tarkastelemalla asiakirjoja, joissa oikeuksien käyttö on dokumentoitu.⁷ Siinä missä lainopin tulkintametodilla saadaan tietoa säännösten sisällöstä, pystytään kvalitatiivisen ja kvantitatiivisen menetelmän yhdistävällä empiirisellä aineistoanalyysilla arvioimaan säännösten tosiasiallisia vaikutuksia tai soveltamista – tässä tapauksessa osakkeenomistajan päätösehdotusoikeutta. Menetelmällä voidaan myös paikantaa mahdollisia juridisesti relevantteja ongelmia, mikä mahdollistaa *de lege ferenda* -kannanotot.⁸ Tutkimuskysymyksiin vastaamiseksi tutkimusaineistoa on analysoitu sekä laadullisen sisällönanalyysin että sisällön erittelyn keinoin, jolloin kirjatusta kvantifoiduista tuloksista on tehty aineiston analyysia ja tilastollista päättelyä.⁹ Tutkimuksen reliabiliteettiin ja validiteettiin vaikuttavat tässä luvussa myöhemmin mainittavat yhtiökokouspöytäkirjakäytännöistä ja tietojen kirjaustavoista johtuvat seikat. Tutkimusaineiston määrällinen laajuus ja ajallinen ulottuvuus kuitenkin varmistavat, että analyysista saatavat tulokset antavat esitettyjen tutkimuskysymysten kannalta riittävän kuvan suomalaisissa pörssiyhtiöissä tehdyistä

7. Vastaavanlaista empiiristä tutkimusta yhtiöoikeuden alueella on tehnyt aikaisemmin esimerkiksi Sakari Helminen väitöskirjassaan. Helminen on tarkastellut suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestysten sisältöä ja listaa muita empiiristä menetelmää hyödyntäviä tutkimuksia, ks. Sakari Helminen, *Osakeyhtiön yhtiöjärjestys*. Talentum 2006, s. 15 ja alaviite 84. Ville Pönkä on tarkastellut väitöskirjassaan empiirisesti osakassopimusten sisältöä, ks. Ville Pönkä, *Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta*. Edita 2008, s. 21. Ks. myös Salminen, s. 727–757, 731, 742. Ks. myös Thomas Poulsen – Therese Strand – Steen Thomsen, *Voting Power and Shareholder Activism: A Study of Swedish Shareholder Meetings*. *Corporate Governance: An International Review* 18(4) 2010, s. 329–343. Janne Ruohonen, Veikko Vahtera ja Lassi Salminen ovat tarkastelleet artikkelissaan Hallituksen asiantuntemusvaatimuksen sääntely ja toteuttaminen kuntayhtiöissä kuntaomisteisten osakeyhtiöiden yhtiöjärjestyksiä, ks. Janne Ruohonen – Veikko Vahtera – Lassi Salminen, *Hallituksen asiantuntemusvaatimuksen sääntely ja toteuttaminen kuntayhtiöissä*. *Lakimies* 6/2019, s. 727–757, s. 731, 742.
8. Ks. Anssi Keinänen – Ulla Väätäinen, *Empiirinen oikeustutkimus – Mitä ja milloin?* *Edilex* 2015/7, s. 2, 6–14 ja Kaijus Ervasti, *Empiirinen oikeustutkimus*, s. 8–15 teoksessa Heidi Lindfors (toim.), *Empiirinen tutkimus oikeustieteessä*. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos 2004, s. 12–15. Ks. empiirisen tutkimuksen soveltuvuudesta ja rajoitteista myös Aulis Aarnio, *Mitä seuraavaksi?* *Lakimies* 6–7/1998, s. 983–991, 984–985.
9. Tutkimusaineiston pöytäkirjat ovat dokumentteja, jotka sisältävät tietoa osakkeenomistajien käyttäytymisestä ja oikeuksien käytöstä yhtiökokouksissa. Sisällön erittelyllä voi sekä kuvailla dokumenttien sisältöä että pyrkiä tekemään sisällöllä päätelmiä ilmiöistä ja toisin päin, ks. Veikko Pietilä, *Sisällön erittely*. *Gaudeamus* 1973, s. 4, 23. Sisällön erittelyssä kuvataan kvantitatiivisesti dokumenttien sisältö. Sisällön analyysissa taas kuvataan analysoitavan tekstin sisältöä sanallisesti, ks. Jouni Tuomi – Anneli Sarajarvi, *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Kustannusosakeyhtiö Tammi 2018, luku 4.4.1.

osakkeenomistajien päätösehdotuksista ja osakkeenomistajista päätösehdotusten takana.¹⁰ Tämä mahdollistaa myös tilastollisen päättelyn.¹¹

Tutkimuksen kohteena ovat Nasdaq OMX Helsingin listalla¹² 15.10.2021 julkisen kaupankäynnin kohteena olleiden Suomeen rekisteröityjen julkisten osakeyhtiöiden¹³ varsinaiset ja ylimääräiset yhtiökokoukset 1.1.2017–19.10.2021. Yhtiökokouspöytäkirjoja on analysoitu vain siltä ajalta, kun yhtiö on ollut julkisen kaupankäynnin kohteena. Yhtiökokouspöytäkirjat on kerätty yhtiöiden internetsivuilta ja tarvittaessa pyydetty yhtiöstä sähköpostitse loka-marraskuussa 2021¹⁴. Tutkimusaineistoon valikoitui kriteeristön perusteella 128 yhtiötä. Näistä 53 yhtiötä kuului markkina-arvoluokaltaan¹⁵ Nasdaq OMX Helsingin Small Cap -kategoriaan, 46 Mid Cap -kategoriaan ja 29 Large Cap -kategoriaan. Tutkimusaineistona ovat kaikki näiden yhtiöiden yhtiökokouspöytäkirjat (633), ja se sisältää sekä varsinaiset (577)¹⁶ että ylimääräiset (56)¹⁷ yhtiökokoukset.

Tutkimusaineistosta on analysoitu tietoja osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten määrästä, laadusta ja lopputulemasta yhtiökokouksissa. Yksittäisestä yhtiökokouksesta on taulukko-ohjelmassa kirjattu havaintomatriisiin seuraavat sisältöluokat ja tiedot:

- 1) Yhtiön toiminimi.
- 2) Yhtiökokouksen päivämäärä.
- 3) Varsinainen vai ylimääräinen yhtiökokous.
- 4) Osakkeenomistajien päätösehdotuksien lukumäärä.
- 5) Päätösehdotuksen tekijänä osakkeenomistaja vai osakkeenomistajien nimitystoimikunta.
- 6) Päätösehdotuksen tehneen osakkeenomistajan kategoria ja omistusosuus yhtiön äänimäärästä. Osakkeenomistajat on kategorisoitu seuraavasti: osakkeenomistaja (yksilöintikelvoton)¹⁸, yksityishenkilö, osakeyhtiö, säätiö, yhdistys, blokki ja osakkeenomistajien nimitystoimikunta. Omistusosuus yhtiön äänimäärästä on kategorisoitu seuraavasti: alle 10 %, 10–20 %, 20–30 %, 30–40 %, 40–50 % ja yli 50 %.
- 7) Ensisijainen päätösehdotus vai vastaehdotus.

10. Ks. sisällön erittelylle rakentuvan tutkimuksen reliabiliteetin ja validiteetin varmistumisesta Pietilä 1973, s. 260–263. Sisällön analyysin osalta samoin Tuomi – Sarajarvi 2018, luku 6.2.

11. Keinänen – Väättäinen 2015, s. 11.

12. Nasdaq OMX Nordic: Companies listed on Nasdaq Helsinki, <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/listed-companies/Helsinki> (vierailtu 15.10.2021).

13. Ks. liite 1. Tutkimusaineiston suomalaiset pörssiyritykset.

14. Tutkimusaineiston keräämisessä on avustanut tutkimusavustaja KTK Annu Jaakkola.

15. Myös tämä jaottelu perustuu aineistonkeruuhetken tilanteeseen. Ks. <http://www.nasdaq-omxnordic.com/shares/listed-companies/helsinki> (vierailtu 11.10.2021).

16. 2017: 103 kpl, 2018: 110 kpl, 2019: 118 kpl, 2020: 121 kpl, 2021: 125 kpl.

17. 2017: 9 kpl, 2018: 13 kpl, 2019: 11 kpl, 2020: 14 kpl, 2021: 9 kpl.

18. Osakkeenomistaja, jonka nimeä tai yhteisömuotoa ei ole mainittu.

- 8) Ehdotus päätettäväksi asiaksi.
- 9) Onko päätösehdotuksen asiasta järjestetty äänestys.
- 10) Onko päätösehdotus johtanut hyväksyvään vai hylkäävään päätökseen.

Tutkimusaineistosta tehtävien havaintojen kirjaamisessa on täytynyt tehdä valintoja yhtiökokouspöytäkirjojen erilaisten merkitsemiskäytäntöjen vuoksi. Yhtiökokouspöytäkirjasta ei välttämättä käy aina ilmi päätösehdotuksen tehneen osakkeenomistajan nimi, se, onko kyseessä oikeushenkilö vai luonnollinen henkilö, tai muita tietoja. Usein tämä tieto on voitu täydentää yhtiökokouskutsusta tai yhtiökokousta ennen julkistetusta yhtiökokoukselle toimitettujen päätösehdotusten listasta.¹⁹ Yhtiökokouspöytäkirjoissa käsitellään asioita esityslistan mukaisesti. Osakkeenomistaja on saattanut esimerkiksi toimittaa vain yhden päätösehdotuksen, mutta ehdotus on sisältänyt asiallisesti useita päätöskohtia. Tarkastelussa havainnot eli päätösasiat on kirjattu sellaisina kuin ne on pöytäkirjoihin merkitty. Jos osakkeenomistaja on yhtiökokouksen aikana muokannut päätösehdotustaan, pidetään näitä ehdotuksia yhtenä ehdotuksena. Tutkimuksessa vastaehdotuksiksi ei ole kirjattu sellaisia ilmaisuja ja kirjauksia, joissa vain vastustetaan päätöstä eli ehdotetaan toisen osakkeenomistajan tai hallituksen tekemän päätösehdotuksen hylkäämistä ilman vaihtoehtoehtoista päätösehdotusta. Tällaiset rinnastuvat tosiasiaassa haluun käynnistää äänestys eikä niinkään päätösehdotuksen tekemiseen.²⁰ Pöytäkirjoissa ei siis välttämättä ole myöskään tietoa siitä, onko päätösasiassa jätetty äänestämättä. Mikäli maininta äänestyksestä puuttuu, tutkimuksessa on tulkittu vallitsevan yhtiökäytännön mukaisesti sen tarkoittavan, että äänestystä ei ole pidetty.

2.2. Osakkeenomistajien päätösehdotusten määrä ja tekijät

Tutkimuksessa on lajiteltu osakkeenomistajien nimitystoimikunnan ja muiden osakkeenomistajien tekemät päätösehdotukset.²¹ Lisäksi osakkeenomistajat on

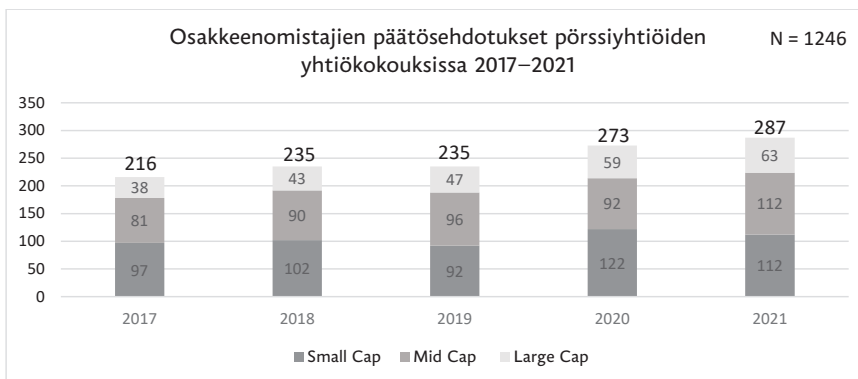
19. Näitä on tarkasteltu sekä yhtiöiden internetsivuilta että pörssitiedotteista, jotka löytyvät yhtiöiden lehdistötiedotesivustoilta, kuten <https://www.globenewswire.com/> tai <https://news.cision.com/>.

20. Osakkeenomistajan ilmoittama vastustus toisen osakkeenomistajan tai hallituksen tekemää päätösehdotusta vastaan on saatettu aineistossa kirjata vastaehdotuksena. Mikäli kyseessä on pelkästään tarkoitus vastustaa päätöstä tekemättä sisällöllisesti muuta ehdotusta kuin käsiteltävänä olevan päätöksen hylkääminen, ei kyseessä ole päätösehdotusoikeuden käyttö vaan äänioikeuden käyttäminen. Tosiasiaassa teknisesti vastustus on aina olemassa, sillä yhtiökokouksen päätöksenteon lähtökohtana laissa on enemmistö- tai määränemmistöedellytys. Se, että asioista ei käytännössä pääsääntöisesti järjestetä äänestystä, tarkoittaa, että vastustus täytyy ilmaista äänestyksen käynnistämiseksi.

21. Lisäksi on mahdollista, että nimitystoimikunnissa edustettuna ollut osakkeenomistaja on voinut tehdä nimitystoimikunnan ulkopuolella osakkeenomistajan päätösehdotuksen. Tällöin osak-

luokiteltu yhtiökokouspöytäkirjoista saatavien tietojen perusteella.²² Yhtiökokouspöytäkirjoissa on tavanomaista yksilöidä ehdotuksen tehneen osakkeenomistajan tai tehneiden osakkeenomistajien yhteenlaskettu omistusosuus yhtiön äänimäärästä. Tutkimuksessa on kirjattu omistusosuudet kymmenen prosenttiyksikön välein 50 prosenttiin asti ja sitä suuremmat on kirjattu yli 50 prosentin omistusosuutena OYL 5:26.1:n enemmistö päätösrajan mukaan.²³

Osakkeenomistajat tekivät tarkasteluajavälillä yhteensä 1 246 päätösehdotusta tutkimusaineiston pörssiyrityiden yhtiökokouksissa.²⁴ Kuviossa 1 on kuvattu osakkeenomistajien päätösehdotusten määrä vuosittain tarkasteluajajaksolla jaoteltuina markkina-arvoluokkiin.



Kuvio 1. Osakkeenomistajien päätösehdotukset (N = 1 246) tutkimusaineiston suomalaisten pörssiyrityiden yhtiökokouksissa vuosina 2017–2021 markkina-arvoluokittelun mukaan.

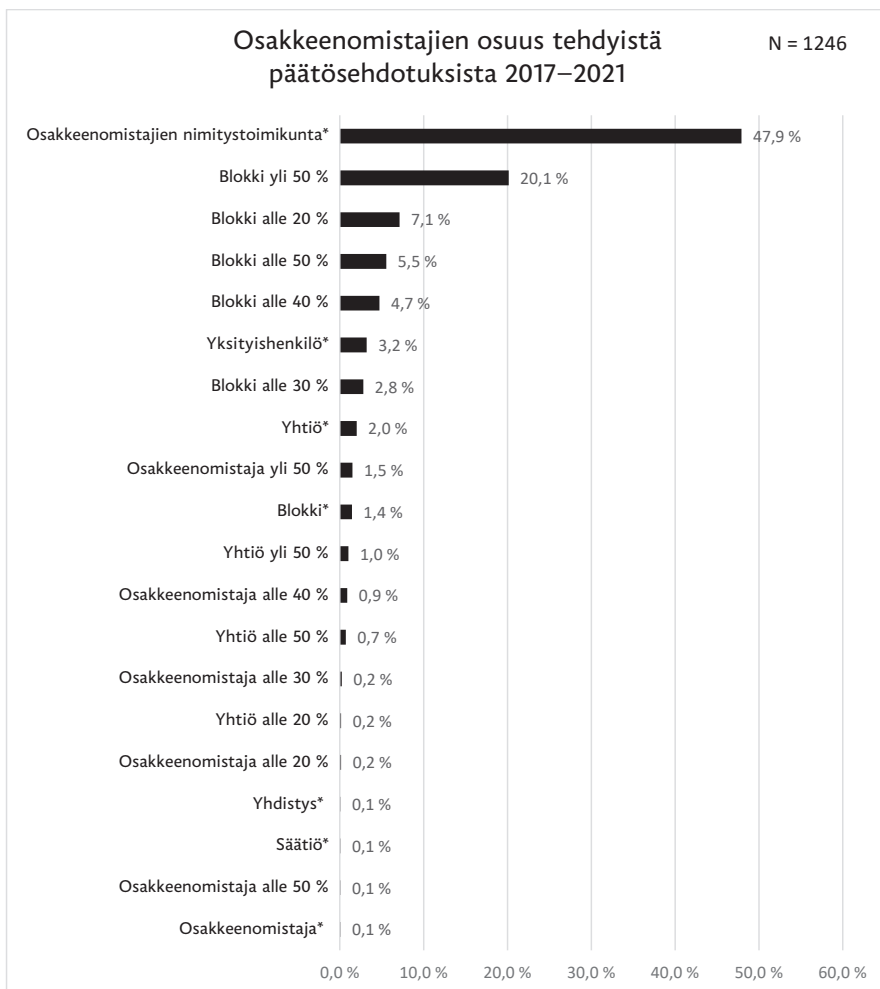
keenomistaja ei kuitenkaan tee ehdotusta nimitystoimikunnan roolissa vaan itsenäisesti osakkeenomistajana.

22. Jos ehdotuksen takana on useampia osakkeenomistajia, on yhtiökokouspöytäkirjassa merkintänä yleensä ”osakkeenomistajat”, jonka on tulkituttava osakkeenomistajista muodostuvaa blokkia. Yhtiökokouspöytäkirjoissa ei aina ole selvennetty, keitä tähän blokkiin kuuluvat tahot ovat, eikä tutkimuksessa ole kirjattu näitä tarkempia tietoja pois lukien mainittu omistusosuus. Mikäli päätösehdotuksen on tehnyt yhteisön edustaja, on osakkeenomistajana oleva yhteisö kirjattu tekijäksi. Mikäli yhtiökokouspöytäkirjassa on mainittu vain henkilön etu- ja sukunimi, on tutkimuksessa kirjattu tekijäksi yksityishenkilö. Sellaiset osakkeenomistajat, joita ei ole yksilöity yhtiökokouspöytäkirjassa, yhtiökokouskutsussa tai mahdollisessa yhtiökokousta ennen julkistetussa päätösehdotuksessa, on kirjattu vain osakkeenomistajiksi.
23. OYL 5:26:n määränemmistö päätösraja ei ole kirjattu, sillä yhtiökokouspöytäkirjoissa on tavanomaista todeta enemmistö rajan ylittyessä, että osakkeenomistaja omistaa tai osakkeenomistajat omistavat yhtiön koko osakekannasta ja äänimäärästä enemmistön kirjaamatta tarkemmin omistusosuutta.
24. Yhtiöistä kolme olivat sellaisia, joiden yhtiökokouksissa ei ollut tarkastelun perusteella lainkaan osakkeenomistajien päätösehdotuksia.

Osakkeenomistajien päätösehdotusten määrissä vuositason tarkasteltuna ei ole merkittäviä eroja suhteutettuna yhtiökokousten määriin tarkasteltuina vuosina, mutta niiden suhteellinen lukumäärä vaikuttaa kasvaneen maltillisesti.²⁵ Mid Cap -luokan yhtiöissä tehtiin eniten ja Large Cap -luokan yhtiöissä vähiten osakkeenomistajien päätösehdotuksia suhteessa yhtiökokousten määriin tarkasteluaikavälillä.²⁶ Päätösehdotusten mediaani aineiston yhtiökokouksissa on kolme.

Osakkeenomistajien päätösehdotusten jakautuminen tekijöiden juridisen demografian ja omistusosuuden mukaan on esitetty kuviossa 2.

25. Osakkeenomistajien päätösehdotusten lukumäärä suhteessa ja yhtiökokousten määriin esitettynä suhdelukuina 2017: 1,92; 2018: 1,91; 2019: 1,82; 2020: 2,02; 2021: 2,14. Koko aineistossa suhdeluku on 1,97. Lisäksi on otettava huomioon, että vuoden 2021 tarkasteluajanjakso päättyy viikoille 41 ja 42.
26. Osakkeenomistajien päätösehdotusten lukumäärä suhteessa ja yhtiökokousten määriin esitettynä suhdelukuina markkina-arvoluokittain: Small Cap 2017: 1,94; 2018: 1,85; 2019: 1,73; 2020: 2,0; 2021: 1,93. Mid Cap 2017: 2,19; 2018: 2,14; 2019: 2,18; 2020: 2,19; 2021: 2,54. Large Cap 2017: 1,52; 2018: 1,65; 2019: 1,47; 2020: 1,84; 2021: 1,96.



Kuvio 2. Osakkeenomistajien päätösehdotukset jaoteltuina osakkeenomistaja-kategorioihin ja omistusosuusluokkiin (N = 1 246) tutkimusaineiston pörssiyhtiöissä koko tarkasteluajavälillä.²⁷

Tutkimusaineiston pörssiyhtiöiden yhtiökokouksissa osakkeenomistajien nimitystoimikunta on merkittävin osakkeenomistajien päätösehdotusten tekijä. Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien tekemät päätösehdotukset kattavat lähes puolet (47,9 prosenttia) tarkastelluista päätösehdotuksista.

Osakkeenomistajista muodostuvat omistaja- ja sijoittajaryhmittymät, jotka eivät ole organisoituneet osakkeenomistajan nimitystoimikunniksi, eli blokit

27. Tähdellä merkityissä kategorioissa omistusosuutta ei pystytty tunnistamaan aineiston perusteella.

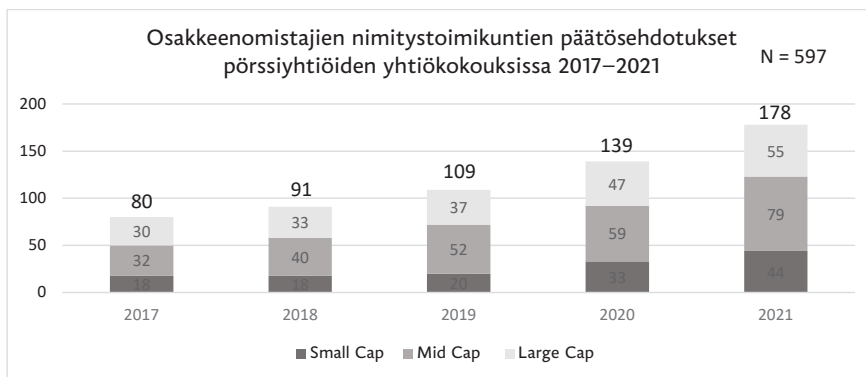
muodostavat toiseksi suurimman tunnistettavissa olevan ryhmän osakkeenomistajien päätösehdotusten takana. Osakkeenomistajista muodostuvat blokit, jotka voivat koostua yhteisöistä tai luonnollisista henkilöistä, tekivät yhteensä 41,8 prosenttia tutkimusaineiston päätösehdotuksista. Merkittävin blokki on yhteensä yli 50 prosenttia yhtiöstä omistavat enemmistövaltaa käyttävät ryhmitymät, jotka ovat tehneet viidenneksen (20,0 prosenttia) kaikista tarkastelluista päätösehdotuksista. Alle 20 prosenttia omistavat blokit tekivät 7 prosenttia, alle 50 prosenttia omistavat blokit 5,5 prosenttia, alle 40 prosenttia omistavat blokit 4,7 prosenttia ja alle 30 prosenttia omistavat blokit 2,8 prosenttia osakkeenomistajien päätösehdotuksista. Alle 10 prosenttia omistavien blokkien päätösehdotuksia ei esiintynyt aineistossa.

Yksittäiset yhteisöt tekivät tutkimusaineiston osakkeenomistajien päätösehdotuksista yhteensä 4,0 prosenttia. Osakeyhtiöt tekivät päätösehdotuksista yhteensä 3,9 prosenttia. Näistä puolet oli sellaisia, joissa omistusosuutta ei voinut tunnistaa aineistosta (2,0 prosenttia), ja neljäsosa (1,0 prosenttia) yli 50 prosenttia omistavia enemmistöosakkeenomistajia. Loput olivat alle 50 prosenttia omistavia (0,9 prosenttia) sekä alle 20 prosenttia omistavia (0,2 prosenttia). Muut yksittäiset yhteisöt tekivät tarkastelluista osakkeenomistajien päätösehdotuksista 0,2 prosenttia. Yhteisömuotoisista osakkeenomistajista yhdistykset ja säätiöt olivat kummatkin tehneet vain yhden päätösehdotuksen.

Yksittäiset yksityishenkilöt eli sellaiset osakkeenomistajat, jotka ovat luonnollisia henkilöitä, tekivät yhteensä 3,2 prosenttia tutkimusaineiston päätösehdotuksista. Yksityishenkilöillä ei yhtiökokouspöytäkirjamerkintöjen perusteella yleensä ole merkittävää omistusosuutta yhtiössä, ja he ovat oletettavasti vain marginaalisen omistusosuuden omistavia piensijoittajia.

Sellaiset yksittäiset osakkeenomistajat, joita ei aineiston perusteella ole kyetty yksilöimään tarkemmin, tekivät tutkimusaineiston päätösehdotuksista yhteensä 2,9 prosenttia. Näistä puolella tekijänä oli enemmistöosakkeenomistaja (1,5 %), joka omistaa yli 50 prosenttia yhtiöstä. Nämä osakkeenomistajat, joita ei voitu yksilöidä, saattavat siis olla edellä mainittuja tahoja, kuten yhteisöjä tai luonnollisia henkilöitä. Muihin kategorioihin sopimaton mutta silti tunnistettavissa oleva osakkeenomistaja oli Suomen valtio.²⁸ Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotusten osuuden määrän merkittävä kasvu on esitetty kuviossa 3.

28. Valtioneuvoston kanslian antamia osakkeenomistajien päätösehdotuksia oli tutkimusaineistossa yhteensä yhdeksän (0,7 prosenttia), joista kolmessa Suomen valtio oli kategoriassa Osakkeenomistaja alle 40 %, yhdessä Osakkeenomistaja alle 50 % ja viidessä Osakkeenomistaja yli 50 %.



Kuvio 3. Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotukset (N = 597) tutkimusaineiston suomalaisissa pörssiyrityissä vuosina 2017–2021 markkina-arvoluokittelun mukaan.

Suhteutettuna yhtiökokousten määriin osakkeenomistajien nimitystoimikuntien tekemien päätösehdotusten määrä on kasvanut 86 prosenttia vertailtaessa vuosia 2017 ja 2021.²⁹ Kasvu on ollut lähes samankaltaista kaikkien markkina-arvoluokkien yhtiöissä. Tarkasteluajanjaksolla osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotukset eivät ole olleet yhtä yleisiä Small Cap -yhtiöissä kuin Mid Cap- ja Large Cap -yhtiöissä.³⁰

Osakkeenomistajien muutoin kuin osakkeenomistajien nimitystoimikunnassa tekemien päätösehdotusten määrä suhteutettuna yhtiökokousten määriin on vuorostaan laskenut 33 prosenttia vertailtaessa vuosia 2017 ja 2021.³¹ Muiden osakkeenomistajien tekemiä päätösehdotuksia on tehty eniten Small Cap -yhtiöissä. Large Cap -yhtiöissä määrä on pysynyt ennallaan, mutta Mid Cap- ja Small Cap -yhtiöissä muiden osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten määrä on laskenut.³²

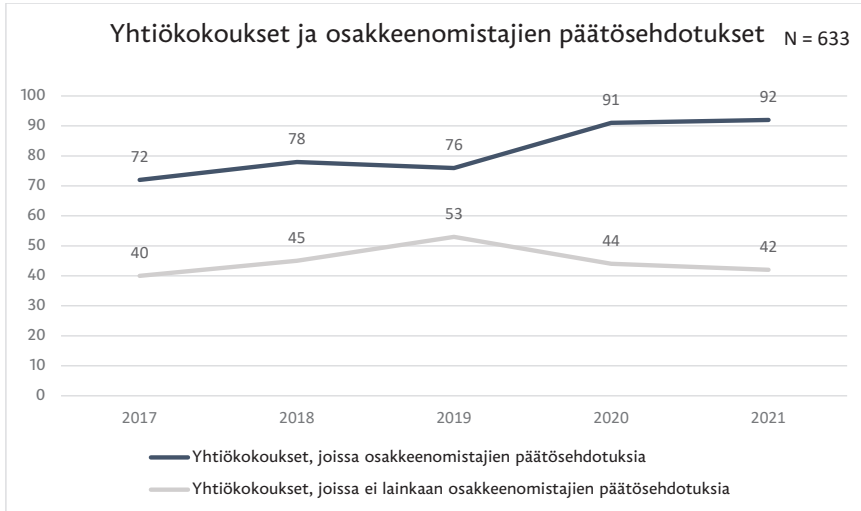
29. Osakkeenomistajien nimitystoimikunnan tekemien päätösehdotusten lukumäärä suhteessa yhtiökokousten määriin esitettyinä suhdelukuina: 2017: 0,71; 2018: 0,74; 2019: 0,85; 2020: 1,02; 2021: 1,33.

30. Osakkeenomistajien nimitystoimikunnan tekemien päätösehdotusten lukumäärä suhteessa yhtiökokousten määriin esitettyinä suhdelukuina markkina-arvoluokittain: Small Cap 2017: 0,36; 2018: 0,33; 2019: 0,38; 2020: 0,54; 2021: 0,76. Mid Cap 2017: 0,86; 2018: 0,95; 2019: 1,18; 2020: 1,40; 2021: 1,80. Large Cap 2017: 1,2; 2018: 1,27; 2019: 1,16; 2020: 1,47; 2021: 1,72.

31. Muiden osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten lukumäärä suhteessa yhtiökokousten määriin esitettyinä suhdelukuina: 2017: 1,21; 2018: 1,17; 2019: 0,98; 2020: 1,0; 2021: 0,81.

32. Muiden osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten lukumäärä suhteessa yhtiökokousten määriin esitettyinä suhdelukuina markkina-arvoluokittain: Small Cap 2017: 1,58; 2018: 1,53; 2019: 1,36; 2020: 1,46; 2021: 1,17. Mid Cap 2017: 1,32; 2018: 1,19; 2019: 1,0; 2020: 0,79; 2021: 0,75. Large Cap 2017: 0,32; 2018: 0,38; 2019: 0,31; 2020: 0,38; 2021: 0,25.

Kuviossa 4 on esitetty sellaisten yhtiökokousten määrä, joissa on osakkeenomistajien päätösehdotuksia, ja sellaisten yhtiökokousten määrä, joissa ei ole lainkaan osakkeenomistajien päätösehdotuksia.

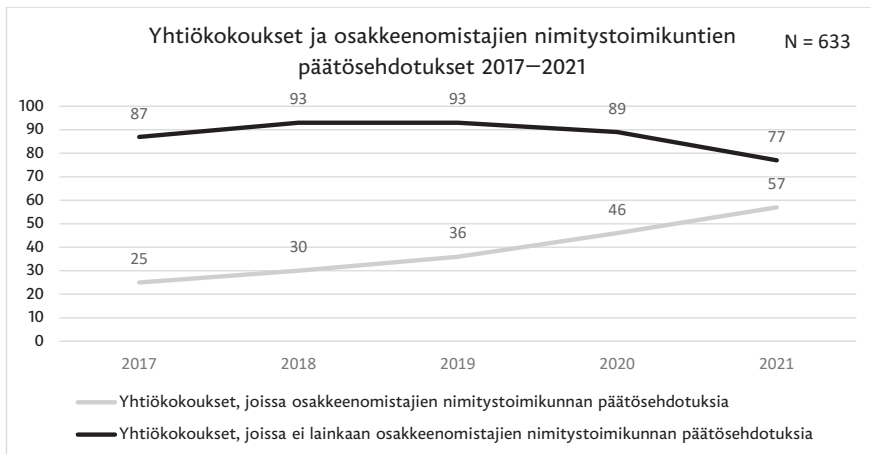


Kuvio 4. Yhtiökokoukset, joissa osakkeenomistajien päätösehdotuksia, ja yhtiökokoukset, joissa ei lainkaan osakkeenomistajien päätösehdotuksia (N = 633) tutkimusaineiston pörssiyhtiöissä vuosina 2017–2021.

Yhtiökokoukset, joissa on tehty osakkeenomistajien päätösehdotuksia (409), ovat yleisempiä kuin sellaiset, joissa päätökset perustuvat vain yhtiön hallituksen päätösehdotuksille³³ (224). Yhtiökokouksista 64 prosenttia oli tällaisia. Tällaisten yhtiökokousten suhteellinen osuus on myös kasvanut tarkasteluaikavälillä.³⁴ Kuviossa 5 on kuvattu erikseen sellaisten yhtiökokousten määrä vuosittain, joissa osakkeenomistajien nimitystoimikunnat ovat tehneet ehdotuksia, ja sellaisten yhtiökokousten määrä, joissa ei ole lainkaan osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotuksia vaan joiden päätökset perustuvat hallituksen tai muiden osakkeenomistajien tekemille ehdotuksille.

33. Tai hallintoneuvoston, mikäli yhtiön yhtiöjärjestyksessä on määrätty hallintoneuvostolle hallituksen valinta ja palkitseminen.

34. Yhtiökokousten, joissa osakkeenomistajien päätösehdotuksia, osuus kaikista yhtiökokouksista vuositasolla: 2017: 64,3 prosenttia; 2018: 63,4 prosenttia; 2019: 58,9 prosenttia; 2020: 67,4 prosenttia; 2021: 68,7 prosenttia.



Kuvio 5. Yhtiökokoukset ja osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotukset (N = 633) tutkimusaineiston pörssiyhtiöissä vuosina 2017–2021.

Tutkimusaineiston yhtiökokouksista 30,6 prosenttia (194) oli sellaisia, joissa oli osakkeenomistajien nimitystoimikuntien tekemiä päätösehdotuksia. Vuositasolla tarkasteltuna tällaisten yhtiökokousten suhteellinen lukumäärä on kasvanut. Vuonna 2021 sellaisten yhtiökokousten, joissa on osakkeenomistajien nimitystoimikuntien tekemiä päätösehdotuksia, osuus kaikista yhtiökokouksista oli jo 42,5 prosenttia. Vuonna 2017 luku oli vain 22,3 prosenttia.³⁵

Yhtiökokouksista 38,2 prosenttia (242) oli sellaisia, joissa oli muiden osakkeenomistajien kuin osakkeenomistajien nimitystoimikunnan tekemiä päätösehdotuksia. Vuositasolla vertailtuna tällaisten yhtiökokousten suhteellinen lukumäärä on ollut laskussa. Vuonna 2017 tällaisten yhtiökokousten osuus kaikista yhtiökokouksista oli 43,8 prosenttia, kun vuonna 2021 osuus oli enää 30,6 prosenttia.³⁶

Tarkasteluajanjaksolla vuosina 2020 ja 2021 pörssiyhtiöissä on ollut mahdollista poiketa OYL 5:5.1:n osakkeenomistajan päätösehdotusoikeuden muodostumisrajasta ja nostaa rajaa yhden prosentin omistussuuteen yhtiön kaikista osakkeista.³⁷ Osakkeenomistajien päätösehdotuksien määrään vuosina 2020

35. Yhtiökokousten, joissa osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotuksia, osuus kaikista yhtiökokouksista vuositasolla: 2017: 22,3 prosenttia; 2018: 24,4 prosenttia; 2019: 28,0 prosenttia; 2010: 34,1 prosenttia; 2021: 42,5 prosenttia.

36. Yhtiökokousten, joissa muiden osakkeenomistajien kuin osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotuksia, osuus kaikista yhtiökokouksista vuositasolla: 2017: 43,8 prosenttia; 2018: 42,3 prosenttia; 2019: 35,7 prosenttia; 2020: 40 prosenttia; 2021: 30,6 prosenttia.

37. Lain väliaikaisesta poikkeamisesta osakeyhtiölaista, asunto-osakeyhtiölaista, osuuskuntalaista, yhdistyslaista ja eräistä muista yhteisölaista Covid-19 epidemian leviämisen rajoittamiseksi (290/2020, väliaikainen laki) 2.5 §:ssä sekä sen tarkoitusta jatkaneiden lakien lain väliaikaisesta

Osakkeenomistajien päätösehdotukset suomalaisten pörssiyritysten yhtiökokouksissa

ja 2021 on siis voinut välittömästi vaikuttaa, jos väliaikaislakia on sovellettu.³⁸ Vuonna 2020 yksityishenkilöiden tekemien päätösehdotusten suhteellinen osuus kaikista päätösehdotuksista oli vähentynyt, ja vuonna 2021 niitä ei ollut yhtään. Sellaisten osakeyhtiöiden, joiden omistusosuutta ei ollut merkitty yhtiökokouspöytäkirjoihin ja jotka eivät todennäköisesti omista merkittävää osuutta yhtiöstä, tekemien päätösehdotusten määrä laski myös vuonna 2021. Väliaikainen muodostumista koskeva kiristys on siis voinut vaikuttaa osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten määrään.

2.3. Osakkeenomistajien päätösehdotuksien sisältö ja ehdotusten perusteella tehdyt päätökset

Tutkimusaineiston kaikkien osakkeenomistajien päätösehdotukset jakautuivat ehdotettavalta päätösasialtaan 46:een eri asiasisältöön. Taulukossa 1 on kuvattu ehdotusten sisältö ja kunkin ehdotuskategorian osuus kaikista osakkeenomistajien päätösehdotuksista vuositasolla.

poikkeamisesta osakeyhtiölaista, osuuskuntalaista, yhdistyslaista ja lain eräistä muista yhteisölaeista covid-19-epidemian leviämisen rajoittamiseksi (677/2020) 2.5 §:ssä ja lain väliaikaisesta poikkeamisesta osakeyhtiölaista, asunto-osakeyhtiölaista, osuuskuntalaista, yhdistyslaista ja eräistä muista yhteisölaeista (375/2021) 2.5 §:ssä päätösehdotusoikeuden muodostumisraja on nostettu yhden osakkeen omistuksesta yhden prosentin omistusosuuteen yhtiön kaikista osakkeista.

38. Lisäksi etäosallistumisella voi olla välillinen vaikutus osakkeenomistajien aktiivisuuteen yhtiökokouksissa esimerkiksi päätösehdotusoikeuden käytön osalta. Ks. Miriam Schwartz-Ziv, *How Shifting from In-Person to Virtual-Only Shareholder Meetings Affects Shareholders' Voice*. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 748/2021.

Taulukko 1. Osakkeenomistajien päätösehdotusten (N = 1 246) sisältö tutkimusaineiston pörssiyhtiöissä prosentteina kaikista osakkeenomistajien päätösehdotuksista vuosina 2017–2021.

Osakkeenomistajien päätösehdotusten sisältö	2017	2018	2019	2020	2021	Yhteensä
Hallituksen jäsenten valinta	30,10 %	30,20 %	30,20 %	31,10 %	30,70 %	30,50 %
Hallituksen jäsenten lukumäärä	28,20 %	26,80 %	29,80 %	29,30 %	30,30 %	29,00 %
Hallituksen palkitseminen	25,50 %	25,50 %	26,40 %	27,50 %	28,20 %	26,70 %
Tilintarkastajan valinta	4,20 %	3,80 %	3,80 %	2,20 %	1,70 %	3,00 %
Tilintarkastajan palkitseminen	2,30 %	1,70 %	1,70 %	0,70 %	1,40 %	1,50 %
Hallintoneuvoston jäsenten valinta	0,90 %	1,30 %	0,90 %	0,70 %	1,00 %	1,00 %
Hallintoneuvoston jäsenten lukumäärä	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,70 %	1,00 %	0,90 %
Hallintoneuvoston palkitseminen	0,90 %	0,90 %	0,90 %	0,70 %	1,00 %	0,90 %
Osakkeenomistajien nimitystoimikunnan työjärjestyksen muuttaminen	0,50 %	1,30 %	0,00 %	1,10 %	1,00 %	0,80 %
Yhtiöjärjestyksen muuttaminen	0,00 %	0,90 %	0,40 %	1,80 %	0,00 %	0,60 %
Osakkeenomistajien nimitystoimikunnan perustaminen	0,50 %	0,40 %	0,90 %	0,70 %	0,30 %	0,60 %
Muut asiat ³⁹	6,30 %	6,10 %	4,00 %	3,60 %	2,70 %	4,80 %

39. Hallituksen valtuuttaminen päättämään osakeannista, hallituksen valtuuttaminen päättämään omien osakkeiden hankinnasta, hallituksen valtuuttaminen päättämään osakeanneista luovuttamalla omia osakkeita, voittopalkkioiden maksaminen henkilöstölle, hallituksen ja osakkeenomistajien nimitystoimikunnan palkitseminen, hallituksen puheenjohtajan ja varapuheenjohtajan valinta, yhteistilillä olevien osakkeiden ja niihin perustuvien oikeuksien menettäminen, erityisen tarkastuksen toimittaminen, hallituksen erottaminen, hallituksen erottaminen ja uusien jäsenten lukumäärä ja valinta, hallituksen jäsenten palkitseminen ja valinta, hallituksen valtuuttaminen päättämään osakeannista ja optioista, liiketoiminnan myynti, omien osakkeiden hankinnan lunastushinta, omien osakkeiden takaisinosto, osakeantivaltuutuksen peruuttaminen, tilinpäätöksen vahvistamisen ja osingonjaosta päättämisen siirto jatkokokoukseen, osingonjako, palkitsemispolitiikan vahvistaminen, hallituksen jäsenten lukumäärä ja valinta, hallituksen ja tilintarkastajan palkitseminen, hallituksen jäsenten lukumäärä ja palkitseminen, hallintoneuvoston jäsenten lukumäärä ja palkitseminen, hallintoneuvoston nimitysvaliokunnan jäsenten valinta.

Enemmistö eli yhteensä 61,0 prosenttia kaikista osakkeenomistajien päätösehdotuksista pörssiyhtiöissä on koskenut yhtiön hallituksen kokoonpanoa. Hallituksen kokoonpanoa koskevien päätösehdotusten määrä on pysynyt vuositasolla suhteellisesti samana. Hallituksen palkitsemista käsiteltiin 27,8 prosentissa päätösehdotuksista. Palkitsemista käsittelevien päätösehdotusten määrä on kasvanut vähäisesti vuosittain. Hallituksen jäsenten erottamista kesken toimikauden ehdotettiin vain kahdesti. Tilintarkastajia koskevat osakkeenomistajien päätösehdotukset ovat edelleen yleisiä, mutta niiden määrä on suhteellisesti laskenut vuositasolla tarkasteluajanjakson aikana. Myös muiden tahojen, kuten hallintoneuvoston ja osakkeenomistajien nimitystoimikunnan, kokoonpanoa ja palkitsemista koskevat päätösehdotukset ovat melko yleisiä. Sen sijaan yhtiön toimintaa koskevat osakkeenomistajien päätösehdotukset eivät ole kovin yleisiä. Yhtiöjärjestyksen muuttamista tai rahoitusjärjestelyjä koskevia päätösehdotuksia, osakkeita koskevia teknisluonteisia päätösehdotuksia ja varojenjakoja koskevia päätösehdotuksia eivät osakkeenomistajat juuri tee.

Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien tekemien päätösehdotusten osuus kaikkien osakkeenomistajien päätösehdotuksista sisältökohtaisesti on esitetty taulukossa 2.

Taulukko 2. Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotusten (N = 597) sisältö tutkimusaineiston pörssiyhtiöissä prosentteina kaikista osakkeenomistajien päätösehdotuksista vuosina 2017–2021.

Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotusten sisältö	2017	2018	2019	2020	2021	Yhteensä
Hallituksen jäsenten lukumäärä	11,6 %	12,3 %	15,3 %	16,5 %	19,5 %	15,3 %
Hallituksen jäsenten valinta	11,6 %	12,3 %	14,9 %	16,5 %	19,5 %	15,2 %
Hallituksen palkitseminen	11,6 %	11,9 %	13,6 %	14,7 %	18,8 %	14,4 %
Osakkeenomistajien nimitystoimikunnan työjärjestyksen muuttaminen	0,5 %	0,4 %	0,0 %	1,1 %	1,0 %	0,6 %
Hallintoneuvoston palkitseminen	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,7 %	0,5 %
Osakkeenomistajien nimitystoimikunnan perustaminen	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,4 %
Tilintarkastajan palkitseminen	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,4 %
Tilintarkastajan valinta	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,4 %
Muut asiat ⁴⁰	0,0 %	0,0 %	0,9 %	0,7 %	1,4 %	0,6 %

Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien päätösehdotukset koskivat kaikki yhtiön hallituksen jäsenten lukumäärää, valintaa ja palkitsemista, hallintoneuvoston kokoonpanoa, tilintarkastajan valintaa ja palkitsemista sekä nimitystoimikunnan toimintaa. Hallituksen valintaa ja palkitsemista koskevien ehdotusten suhteellinen osuus kaikista osakkeenomistajien tekemistä päätösehdotuksista on ollut selvästi kasvussa tarkasteluajavälillä. Muiden hallintoelinten ja tilintarkastajan valintaa ja palkitsemista koskevia ehdotuksia osakkeenomistajien nimitystoimikunnat tekevät vain vähäisissä määrin.

Muiden osakkeenomistajien kuin osakkeenomistajien nimitystoimikunnan tekemät päätösehdotukset kattavat kaikki kategoriat. Selvän enemmistön muodostivat kuitenkin yhtiön toimielimien ja tilintarkastajien kokoonpanoa eli valintaa ja lukumäärää sekä palkitsemista koskevat päätösehdotukset. Näiden päätösehdotusten suhteellinen osuus on kuitenkin ollut tarkasteluajavälillä laskussa verrattuna kaikkiin osakkeenomistajien päätösehdotuksiin. Yksittäiset pistemäiset esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muutoksiin, rahoitusjärjestelyihin ja

40. Hallituksen ja osakkeenomistajien nimitystoimikunnan palkitseminen, hallituksen puheenjohtajan ja varapuheenjohtajan valinta, hallintoneuvoston jäsenten lukumäärä, hallintoneuvoston jäsenten valinta, hallituksen jäsenten palkitseminen ja valinta.

varojenjakoan liittyvät päätösehdotukset muodostavat vain 3 prosenttia kaikista tarkastelluista osakkeenomistajien päätösehdotuksista.

Taulukossa 3 on esitetty, minkälaisiin päätöksiin osakkeenomistajien tekemät päätösehdotukset ovat johtaneet. Tutkimusaineiston osakkeenomistajien päätösehdotuksista 96,5 prosenttia (1 202)⁴¹ on johtanut sellaisenaan hyväksytyyn päätökseen. Vain 3,5 prosenttia (44)⁴² tehdyistä päätösehdotuksista on hylätty tarkasteluajanjaksolla. Hylättyjen osakkeenomistajien päätösehdotusten määrä on vaihdellut vuosittain.

Taulukko 3. Tutkimusaineiston pörssiyhtiöissä tehdyt päätösehdotukset (N = 1246) jaoteltuna ensisijaisiin päätösehdotuksiin ja vastaehdotuksiin ja niistä tehdyt päätökset vuosina 2017–2021.

Tutkimusaineiston osakkeenomistajien päätösehdotukset	2017	2018	2019	2020	2021	Yhteensä
Osakkeenomistajien päätösehdotusten määrä	208	222	226	268	286	1210
Osakkeenomistajien päätösehdotukset, jotka hyväksytyt	207	214	225	263	286	1195
Osakkeenomistajien ensisijaiset päätösehdotukset, jotka hylätty	1	8	1	5	0	15
Osakkeenomistajien vastaehdotusten määrä	8	13	9	5	1	36
Osakkeenomistajien vastaehdotukset, jotka hyväksytyt	1	2	0	3	1	7
Osakkeenomistajien vastaehdotukset, jotka hylätty	7	11	9	2	0	29

Valtaosa, 97,1 prosenttia, tutkimusaineiston osakkeenomistajien päätösehdotuksista oli niin sanottuja ensisijaisia päätösehdotuksia eli päätösehdotuksia, joita ei ole tehty toista päätösehdotusta vastaan. Näistä päätösehdotuksista 98,8 prosentissa tehtiin hyväksyvä päätös ja 1,2 prosenttia hylättiin. Yhtiökokouksissa yksilöityihin päätöskohtiin ennakkoon tehtyjä vastaehdotuksia tai yhtiökokouksen aikana tehtyjä vastaehdotuksia oli päätösehdotuksista vain 2,9 prosenttia. Näistä päätösehdotuksista 80,6 prosentissa tehtiin hyväksyvä päätös ja 19,4 prosenttia hylättiin. Vastaehdotusten määrä vaihteli vuosittain.⁴³

41. 2017: 208; 2018: 216; 2019: 225; 2020: 266; 2021: 287.

42. 2017: 8; 2018: 19; 2019: 10; 2020: 7; 2021: 0.

43. Vrt. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain, asunto-osakeyhtiölain, osuuskuntalain ja yhdistyslain muuttamisesta 47/2022 vp, s. 32, jossa todetaan, että väliaikaisen lain perusteella ei tietyvästi tehty yhtään vastaehdotusta pörssiyhtiöiden yhtiökokouksissa 2020–2021. Kuitenkin esimerkiksi vuonna 2021 vastaehdotus tehtiin Enersense International Oyj:n varsinaisessa yhtiökokouksessa, johon väliaikaista lakia sovellettiin 19.3.2021 yli 50 prosenttia yhtiöstä omistavan osakkeenomistajablokin toimesta.

Vertailtaessa kaikkien osakkeenomistajakategorioiden tekemien päätösehdotusten suhdetta hyväksytyihin päätösehdotuksiin voidaan tarkastella kunkin kategorian hyväksymisprosenttia eli sitä, kuinka suuri osuus kunkin kategorian tekemistä päätösehdotuksista johtaa hyväksyvään päätökseen. Osakkeenomistajablokkien ja yksittäisten osakkeenomistajien, joiden omistusosuus on yli 10 prosenttia, ja osakkeenomistajien nimitystoimikuntien tekemät päätösehdotukset pääsääntöisesti hyväksytään. Sellaisten blokkien ja yksittäisten osakkeenomistajien, joiden omistusosuus ei ole ollut tunnistettavissa ja on oletettavasti marginaalinen, päätösehdotukset usein hylätään.

Hyväksytyjä päätösehdotuksia voidaan vertailla osakkeenomistajakategoriakohtaisesti tarkastelemalla vielä sitä, kuinka suuri osa päätösehdotuksista on hyväksytty ilman äänestystä. Suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksissa ei ole pääsääntöisesti järjestetty virallista äänestystä ääntenlaskulla sellaisista asioista, joissa enemmistön kanta on saatu luotettavasti tiedusteltua yhtiökokouksen aikana.⁴⁴ Pienessä osassa, alle 20 prosentissa, osakkeenomistajien nimitystoimikuntien, alle 20 prosenttia sekä alle 50 prosenttia omistavien blokkien ja yli 50 prosenttia omistavan osakkeenomistajan tekemissä päätösehdotuksissa on päädytty järjestämään äänestys joko sen takia, että selvä vaadittava enemmistö ei ole kannattanut tiedusteluvaiheessa ehdotusta, tai koska päätösehdotusta vastaan on tehty myös vastaehdotus ja äänestystä on vaadittu. Osakkeenomistajien, joiden omistusosuus on marginaalinen, päätösehdotukset usein hylätään ilman äänestystä.

3. Tutkimustulosten analysointia – Mitä osakkeenomistajien päätösehdotukset kertovat Suomen corporate governance -järjestelmästä ja pörssiyhtiöiden päätöksenteosta?

3.1. Osakkeenomistajakeskeisyys suomalaisissa pörssiyhtiöissä

Suomalainen corporate governance -järjestelmä kuten vastaava järjestelmä muissakin Pohjoismaissa on luonnehdittavissa osakkeenomistajakeskeiseksi. Suomalaisessa corporate governance -järjestelmässä yhtiökokous on kuvattavissa hierarkkisesti ylimmäksi toimielimeksi, jolle muut toimielimet, käytännössä hallitus ja toimitusjohtaja, ovat valintaa ja valvontaa jakavan päämies-agenttiketjun

44. Vertailu on mielekästä vain tarkasteluajanjaksolla 2017–2019, sillä sovellettaessa väliaikaista lakia yhtiökokouksissa käytännössä kaikista asioista äänestetään.

perusteella alisteisia.⁴⁵ Myös Euroopan unionin tasolla on havaittavissa narratiivi, jossa kannustetaan pörssiyhtiöiden osakkeenomistajia oikeuksiensa käyttöön.⁴⁶ Tutkimusaineiston tulokset tukevat näitä luonnehdintoja. Tarkastelluista yhtiökokouksista kaksi kolmasosaa oli sellaisia, joissa on ollut osakkeenomistajien päätösehdotuksia, ja lisäksi tällaisten yhtiökokousten suhteellinen osuus kaikista yhtiökokouksista on kasvanut tarkasteluajavälillä. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiökokousten päätökset perustuvat enenevässä määrin selvästi osakkeenomistajien, ei hallituksen ja sen valiokuntien, tekemille päätösehdotuksille. Myös osakkeenomistajien päätösehdotusten lukumäärä suhteessa pidettyihin yhtiökokouksiin on kasvanut.

Tutkimusaineiston perusteella edellä mainitun kasvun syyinä on etenkin osakkeenomistajien nimitystoimikuntien laajamittainen omaksuminen pörssiyhtiöissä. Vuonna 2015 Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ylläpitämään hallinnointikoodiin otetun suosituksen mukaan nimitystoimikunta voidaan perustaa hallituksen jäsenten valinnan ja palkitsemisen valmistelua varten ja sillä voidaan korvata hallituksen nimitysvaliokunta. Osakkeenomistajien nimitystoimikunnat koostuvat yhtiön suurimpien osakkeenomistajien nimeämistä jäsenistä, ja ne perustetaan yhtiökokouksen päätöksellä tai yhtiöjärjestyksen määräyksellä.⁴⁷ Suositus on omaksuttu pörssiyhtiöissä, mikä on tarkasteluajanjaksolla näkynyt nimitystoimikuntien määrän kasvuna. Hallinnointikoodissa on suositus myös hallituksen nimitysvaliokunnasta, jolla on sama tehtävä kuin osakkeenomistajien nimitystoimikunnalla. Osakkeenomistajat ovat siis päättäneet enenevässä määrin noudattaa nimitystoimikuntaa koskevaa suositusta, vaikka suositukset ovat yhdenvertaiset eikä toista mallia suositeta toisen kustannuksella ja vaikka hallinnointikoodin esitysjärjestyksessä nimitystoimikunta esitetään vaihtoehtona nimitysvaliokunnalle.⁴⁸

Nimitystoimikuntien ehdotusten lisääntyessä muiden osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten suhteellinen määrä on laskenut. Osakkeenomistajien päätösehdotusten valmistelu on nimitystoimikuntien omaksumisen myötä siis institutionalisoitunut. Osakkeenomistajien nimitystoimikunnat tekevät etenkin

45. Ks. Lekvall 2018, s. 171–174; Jukka Mähönen, Finland: Corporate Governance: Nordic Tradition with American Spices (July 20, 2020). *Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis*. Cambridge University Press 2013, s. 392–443, 414–415; Jukka Mähönen – Seppo Villa, *Osakeyhtiö I. Yleiset opit*. Alma Talent 2006, s. 121 ss. ja Vahtera 2011, s. 213–214.

46. Ks. Jukka Mähönen, *Shareholder Activism: A Driver or an Obstacle to Sustainable Value Creation?*, s. 154–182 teoksessa Beate Sjøfjell – Georgina Tsagas – Charlotte Villiers (eds), *Sustainable Value Creation in the European Union: Towards Pathways to a Sustainable Future through Crises*. Cambridge University Press, s. 156–158.

47. Arvopaperimarkkinayhdistys ry, *Hallinnointikoodi 2020: Suositus 19 – Osakkeenomistajien nimitystoimikunta*. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2020, s. 34.

48. Arvopaperimarkkinayhdistys ry, *Hallinnointikoodi 2020: Suositus 18 – Nimitysvaliokunta*. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2020, s. 33.

markkina-arvoltaan suurissa yhtiöissä päätösehdotuksia, eli institutionalisoituminen näkyy etenkin näissä yhtiöissä. Pöytäkirjojen perusteella päätösehdotukset osakkeenomistajien nimitystoimikuntien perustamisesta ovat tulleet yleensä hallituksilta. Tämä osaltaan ilmentää osakkeenomistajakeskeisyyttä ja osakkeenomistajien vallankäyttöä hallituksen kautta pörssiyhtiöiden päätöksenteossa, sillä hallitukset itse kokevat, että päätösehdotusten hallituksen valinnasta tulee tulla osakkeenomistajilta eikä hallitukselta itseltään, osakkeenomistajat ovat itse hallituksen jäseniä tai osakkeenomistajat ovat esittäneet hallitukselle pyynnön laatia ehdotus nimitystoimikunnan perustamisesta.⁴⁹

Toiseksi suurin yksilöitävissä oleva päätösehdotuksia tekevä ryhmä on osakkeenomistajien yhteenliittymät eli autonomisesti muodostuneet sijoittajablokit. Aineiston blokkien yhteenlasketut omistusosuudet vaihtelevat enemmistöosuudesta aina marginaaliseen omistusosuuteen, mutta suurin osa ehdotuksia tehneistä blokeista pitää hallussaan jopa yli kolmasosan omistusosuutta. Nämä osakkeenomistajablokit saattavat koostua erityyppisistä osakkeenomistajista. Vaikka blokit koostuvat samaan tapaan osakkeenomistajista kuin osakkeenomistajien nimitystoimikunnat, eivät ne ole sellaisenaan täysin verrannollisia. Blokit muodostuvat osakkeenomistajien omien tavoitteiden perusteella, eikä niihin välttämättä kuulu yhtiön suurimpia osakkeenomistajia, kun taas nimitystoimikunnat on perustettu yhtiökokouksen päätöksellä ja suurimmat osakkeenomistajat säännönmukaisesti kuuluvat niihin. Yksittäiset yhteisöt ja luonnolliset henkilöt tekevät pienen osan pörssiyhtiöiden osakkeenomistajien päätösehdotuksista. Myös valtio-omistuksen merkitys on havaittavissa päätösehdotuksissa.

Pohjoismaisille corporate governance -malleille ovat tyypillisiä vahvat yksilölliset osakkeenomistajien oikeudet, mikä näkyy esimerkiksi päätösehdotus-oikeuden kuulumisena kaikille osakkeenomistajille omistusosuudesta riippumatta.⁵⁰ Tutkimusaineiston perusteella myös marginaalisen osuuden omistavat osakkeenomistajat tosiasiaassa käyttävät oikeuksiaan ja tekevät päätösehdotuksia pörssiyhtiöille. Marginaalisen osuuden omistavat vähemmistöosakkeenomistajat pyrkivät aineiston päätösehdotusten perusteella kuitenkin vain harvoin vaikuttamaan yhtiön toimintaan, eli määrällisesti merkittävä osa vähemmistöosakkeenomistajista valitsee tosiasiaassa rationaaliseen passiivisuuteen perustuvan omistajuuden.⁵¹

49. Managerialistisessa järjestelmässä hallituksilla on tapana toimia protektionistisesti ja suojella itseään vaihtuvuudelta. Tätä ilmentävät etenkin staggered board -tyyppiset järjestelyt, jotka ovat olleet yleisiä varsinkin yhdysvaltalaisissa yhtiöissä. Ks. tarkemmin Lucian Bebchuk – Alma Cohen – Charles Wang, Staggered Boards and the Wealth of Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments. Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, No. 697, June 2011.

50. Lekvall 2018, s. 175.

51. Ks. Vahtera 2011, s. 418–419. Vähemmistöosakkeenomistajat hallitsevat riskiään siis pääsääntöisesti käyttämällä exit-oikeuksiaan, ks. Vahtera 2011, s. 303 ss.

3.2. Osakkeenomistajien intressit suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksissa

3.2.1. Yhtiökokoukselle kuuluvat valintaoikeudet

Osakkeenomistajalla on OYL 5:1:n, OYL 5:5:n ja OYL 5:4:n perusteella oikeus saada laissa yksinomaan tai vaihtoehtoisesti yhtiökokouksen toimivaltaan kuuluvien asioiden lisäksi yhtiökokouksen päätettäviksi sellaiset hallituksen ja toimitusjohtajan yleistoimivaltaan kuuluvat asiat, jotka on yhtiön yhtiöjärjestyksessä OYL 5:2.1:n perusteella erikseen määrätty yhtiökokouksen päätettäväksi.⁵² Suomen corporate governance -järjestelmässä osakkeenomistajalla on siis mahdollisuus saada hyvin laaja joukko erilaisia asioita yhtiökokouksen päätettäväksi. Tutkimusaineiston tulosten perusteella osakkeenomistajien päätösehdotusten sisältö eli ehdotettavat asiat koskevat silti selvästi useimmiten hallituksen valintaa, lukumäärää ja palkitsemista tai muiden toimielinten tai tahojen valintaa.

Yhtiökokouksen ja muiden toimielimien valinta- tai nimitysoikeudet (appointment rights) ovat corporate governance -järjestelmän keskeisimpiä keinoja hallita päämies-agenttiongelmia.⁵³ Etenkin osakkeenomistajien hallituksen valinta- ja erottamisoikeus on keskeinen keino kontrolloida johdon itsestä toimintaa ja taata johdon valvonnan tehokkuus.⁵⁴ Osakeyhtiön peruspiirteenä on johdon ja omistuksen eriytyneisyys, minkä vuoksi se, kuka kykenee valitsemaan yhtiön johdon, käyttää tosiasiallisesti valtaa yhtiössä.⁵⁵ Myös tämän tutkimuksen tulokset heijastelevat tätä. Hallituksen jäsenten valintaa ja lukumäärää sekä palkitsemista koskevat päätösehdotukset kattavat merkittävän osan kaikista osakkeenomistajien päätösehdotuksista. Omien jäsen ehdokkaiden saaminen yhtiön hallitukseen antaa osakkeenomistajille suoran reitin vaikuttaa myös hallituksen toimivaltaan kuuluviin asioihin. Suomessa on tyypillistä päättää hallituksen kokoonpanosta kokonaisuutena eikä yksitellen, minkä myös tämä tutkimus vahvistaa.⁵⁶ Edes vastaehdotuksissa ei ole tavallista nimetä hallituksen jäseniä yksitellen siitä huolimatta, että ennen varsinaista jäsenten valintaa päätetään tavanomaisesti hallituksen jäsenten lukumäärästä. Myös hallituksen palkitsemista koskevat päätösehdotukset ovat yleisiä: palkkioiden tasosta ja palkitsemisesta

52. Ks. tarkemmin Salminen 2021, s. 123–129, 135–136.

53. Ks. John Armour – Henry Hansmann – Reinier H. Kraakman, Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement. Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009, s. 9.

54. Mähönen – Villa 2006, s. 92.

55. Timonen 1997, s. 171, 149.

56. Ks. Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n kannanotto 20.10.2021: Hallituksen jäsenten valintamenettely pörssiyhtiöissä, <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2021/10/kannanotto-2021-10-20.pdf>.

päättämisen liittäminen erityyppisiin tavoitteisiin tarjoaa suoran keinon ohjata hallituksen toimintaa kohti osakkeenomistajien tavoitteita.⁵⁷

OYL 6:11:n mukaan julkisessa osakeyhtiössä toimikausi päättyy valintaa seuraavaan varsinaisen yhtiökokouksen päättyessä⁵⁸, minkä voisi ajatella selittävän sitä, miksi hallituksen jäsenten valintaa koskevat osakkeenomistajien päätösehdotukset ovat yleisiä. OYL 5:3.2:n 4 kohdan mukaan hallituksen palkitsemisesta tarvitsee päättää samanlaisella frekvenssillä, mutta silti palkitsemisesta tehtiin tarkasteluajanjaksolla vähemmän osakkeenomistajien päätösehdotuksia kuin jäsenten valinnasta. Toisaalta aineisto osoittaa, että esimerkiksi osakkeenomistajien oikeuksia koskevan muutosdirektiivin⁵⁹ perusteella implementoidun OYL 5:3 a:n mukainen yhtiön palkitsemispolitiikka on pörssiyhtiöissä pääsääntöisesti yhtiön hallituksen eikä osakkeenomistajien valmistelemä.⁶⁰

OYL 5:3:n⁶¹ mukaan varsinaisessa yhtiökokouksessa tulee päättää lisäksi tilintarkastajan valinnasta, mutta tilintarkastajan valintaa ja palkitsemista koskevia osakkeenomistajien päätösehdotuksia oli aineistossa vain vähän. Määrä on myös vähäisesti laskenut. Tilintarkastajan valinta on siis usein jätetty hallituksen päätösehdotuksen varaan.⁶² Tilintarkastus on keskeinen osa Suomen corporate governance -järjestelmää, ja se suojaa etenkin osakkeenomistajia johdon väärinkäytöksiltä.⁶³ Osakkeenomistajilla voi siis olla perusteltu intressi ehdottaa itse tilintarkastajaa. Tämä voi silti olla myös yksi osoitus siitä, että osakkeenomistajat käyttävät valtaansa myös hallituksen kautta. Lisäksi on otettava huomioon, että toisin kuin esimerkiksi Ruotsissa Suomen hallinnointikoodissa tilintarkastajan valintaa ei ole asetettu osakkeenomistajien nimitystoimikunnan tehtäväksi.⁶⁴

57. Guido Ferrarini – Maria Cristina Ungureanu, Executive remuneration, s. 334–362 teoksessa Jeffrey N. Gordon – Wolf-Georg Ringe (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford University Press 2018, s. 336–340.

58. Mikäli yhtiöjärjestyksessä ei määrätä toisin.

59. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828, annettu 17 päivänä toukokuuta 2017, direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta (SHRD II).

60. Tosin kummatkin palkitsemista koskevat säännökset on implementoitu 1. huhtikuuta 2019. Ks. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain muuttamisesta sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi 205/2018 vp, s. 167–168.

61. Lainkohdan mukaan myös hallintoneuvoston jäsenten palkitsemisesta ja valinnasta tulee päättää samalla frekvenssillä, mutta hallintoneuvostot ovat vapaaehtoisia toimielimiä, jotka ovat pörssiyhtiöissä nykyään harvinaisia. Ks. esim. Airaksinen ym. 2020, s. 558.

62. Tämä voi myös olla yksi osoitus siitä, että osakkeenomistajat käyttävät valtaansa myös hallituksen kautta, sillä tilintarkastus funktiona suojaa erityisesti osakkeenomistajia.

63. Ks. Jukka Mähönen, *Auditors' Role in Corporate Governance*, teoksessa Hanne Birkmose – Mette Neville – Karsten Englig Sørensen (eds), *Instruments of EU Corporate Governance: Effecting Changes in the Management of Companies in a Changing World*. Kluwer International 2022, Chapter 16; Janne Ruohonen, Tilintarkastaja osakeyhtiön hallinnon tarkastajana. *Alma Talent* 2020, s. 45–52.

64. Ks. Swedish Corporate Governance Board, *The Swedish Corporate Governance Code 2020*, s. 14. Vrt. Arvopaperimarkkinayhdistys ry, *Hallinnointikoodi 2020: Suositus 19 – Osakkeen-*

Hallinnointikoodissa tilintarkastajan valintaa koskevan ehdotuksen valmistelu on kuitenkin asetettu hallituksen nimitysvaliokunnan tehtäväksi, eli siirryttäessä nimitystoimikuntiin hallituksille on yhä jäänyt tilintarkastajan valintaa koskevien ehdotusten valmistelu.⁶⁵ Tämä voi osaltaan selittää sitä, miksi tilintarkastajien valintaa koskevien osakkeenomistajien tekemien ehdotusten määrä on laskenut, vaikka osakkeenomistajien päätösehdotusten suhteellinen määrä on kasvanut nimitystoimikuntien myötä.

Osakkeenomistajien päätösehdotukset on sidottu yhtiökokouksen toimivaltaan. Yhtiökokouksen toimivalta ei ilman hallituksen toteuttamaa toimivallansiirtoa tai yhtiöjärjestyksen määräystä ulotu hallituksen tai toimitusjohtajan toimivallassa oleviin asioihin, kuten yhtiön toiminnan strategiseen tai operatiiviseen toimintaan.⁶⁶ Osakkeenomistaja voi kuitenkin tehdä päätösehdotuksen yhtiöjärjestyksen muuttamisesta, jolla voidaan joko suoraan vaikuttaa siihen, miten yhtiön toiminta tulee järjestää, tai toteuttaa tai siirtää toimivaltaa hallitukselta yhtiökokoukselle.⁶⁷ Huolimatta siitä, että yhtiöjärjestyksen muuttaminen on vaikuttava omistajaohjauksen keino, oli yhtiöjärjestyksen muuttamiseen pyrkiviä päätösehdotuksia vain vähän, mutta niitä tehtiin myös marginaalisen osuuden omistavien osakkeenomistajien toimesta.

Orava Asuntorahasto Oyj:n⁶⁸ varsinainen yhtiökokous 20.3.2018

Osakkeenomistaja J. H. oli tehnyt yhtiökokoukselle ehdotuksen yhtiöjärjestyksen muuttamisesta. Ehdotuksen mukaan yhtiöjärjestykseen lisätään määräys, jonka mukaan yhtiökokouksen on ennalta käsiteltävä liikesuhdetta, jos yhtiön ja yhtiön hallituksen jäsenen tai heidän hallitsemansa tai edustamansa organisaation liiketapahtumat näyttävät vuositason ylittävän 12 000 euron summan. Yhtiökokous voi oman harkintansa perusteella ja käsiteltävään ensiin liiketapahtumien markkinaehtoisuutta antaa tällaiselle liikesuhteelle suostumuksensa. Yhtiökokouksen puheenjohtaja tiedusteli suurimpien osakkeenomistajien kantaa, jonka perusteella todettiin, että päätösehdotus hylätään ilman äänestystä.

Tutkimusaineiston perusteella hallituksen ja toimitusjohtajan toimivaltaan kuuluvia yhtiön strategisia ja operatiivisia asioita käsitellään yhtiökokouksissa pääsääntöisesti puhe- ja kyselyoikeutta käyttämällä.⁶⁹ Osakkeenomistajat saattavat

omistajien nimitystoimikunta. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2020, s. 34.

65. Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Hallinnointikoodi 2020: Suositus 18 – Nimitysvaliokunta. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2020, s. 33.

66. Ks. Salminen 2021, s. 135–136.

67. Janne Ruohonen – Veikko Vahtera – Seppo Penttilä, Kuntayhtiö. Alma Talent 2021, s. 204–207.

68. Nyk. Ovaro Kiinteistösiijoitus Oyj.

69. Esimerkiksi Yhdysvalloissa osakkeenomistajat ovat tehneet päätösehdotuksia lukuisista erilaisista yhteiskunnallisista asioista, ks. <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/05/17/a-mid-season-look-at-2022-shareholder-proposals/>. Suomessa vastaavia hallituksen ja toimitusjohtajan

ottaa kantaa rahoitusjärjestelyihin, esimerkiksi ehdottamalla muutoksia suunnattujen osakeantien ehtoihin, tai osakeantivaltuutuksen peruuttamiseen. Lisäksi osakkeenomistajat ovat ehdottaneet osakkeisiin liittyviä teknisluonteisia asioita, kuten yhteistilillä olevien osakkeiden ja niihin perustuvien oikeuksien menettämistä. Edellä mainitut ehdotukset ovat kuitenkin harvinaisia: osakkeenomistajat joko eivät koe tällaisia päätösasioita tärkeiksi tai luottavat hallituksen hoitavalle. Tällaiset asiat jäänevät pääsääntöisesti siis hallituksen valmisteltaviksi. Osakkeenomistajilla ei välttämättä ole kykyä tai intressiä arvioida seikkoja, joiden merkitys yhtiön toiminnalle on vähäinen. Yhtiön varojenjakoja tai liiketoimintaa koskevia asioita ei osakkeenomistajien toimesta juuri käsitellä pörssiyhtiöissä. Erityistä tarkastusta pörssiyhtiöön on aineistossa esitetty vain kerran, mikä voi tarkoittaa joko osakkeenomistajien yleisesti lujaa luottamusta yhtiön johdon toimintaan pörssiyhtiöissä tai olla ilmentymä osakeomistuksen keskittymisestä. Tutkimusaineiston perusteella näyttää siltä, että huolimatta osakkeenomistajien laajasta oikeudesta ehdottaa erityyppisiä asioita yhtiökokouksen päätettäväksi ehdotukset koskevat lähinnä valintaoikeuksien käyttöä, etenkin hallituksen valintaa, ja lähes yhtä paljon näiden valittujen toimielinten ja tahojen palkitsemista. Tutkimustulos ilmentää hallituksen keskeistä roolia yhtiön hallinnoimisessa.

3.2.2. Päätösehdotusoikeuden väärinkäyttö

Päätösehdotusoikeuden absoluuttinen muodostuminen kaikille osakkeenomistajille ja sen käytön matalat transaktiokustannukset mahdollistavat laajamittaisen osakkeenomistaja-aktivismiin lisäksi päätösehdotusoikeuden väärinkäyttöön perustuvan shikaaninomaisen häiriköinnin.⁷⁰ Tutkimusaineiston yhtiökokouspöytäkirjoista ei saatu näyttöä siitä, että osakkeenomistajat käyttäisivät OYL 5:1:n ja OYL 5:5:n mukaista päätösehdotusoikeutta nimenomaisena tarkoituksenaan häiritä yhtiökokousta. Aineistossa oli yksi tapaus, jossa päätösehdotusoikeuden käyttöön perustuvaa häiriköintiä ilmiönä on sivuttu:

Keskisuomalainen Oyj:n varsinainen yhtiökokous 27.4.2018

Osakkeenomistaja M. L. teki vastaehdotuksen hallituksen jäsenmäärästä, jossa ehdotettiin yhtä jäsentä vähemmän kuin aikaisemmassa ehdotuksessa. Osakkeenomistaja V. V. käytti tämän jälkeen kriittisen puheenvuoron M. L:n ehdotuksesta ja sen johtamisesta turhiin äänestyksiin. Keskustelun jälkeen M. L. totesi, että hän ei ”kiusaa kokousta” ja että ”hoitakaa yhtiö, miten haluatte”. Tämän jälkeen M. L. poistui kokouksesta. Ennen tätä yhtiökokouksen asiakohtaa M. L. oli tehnyt vastaehdotuksen hallituksen palkitsemista, joka oli hyväksytty.

toimivaltaan asioita voidaan käsitellä osakkeenomistajan aloitteesta yhtiökokouksessa vain yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevana ehdotuksena.
70. Ks. Salminen 2021, s. 139.

Selkeää systemaattista ja jatkuvaa yhtiökokousten häiriköintiä päätösehdotus-oikeutta käyttämällä ei aineiston yhtiökokouksissa ollut havaittavissa. Osakeyhtiölain universaali päätösehdotusoikeus ei siis ole vaarantanut tai haitannut pörssiyhtiöiden päätöksentekoa, eikä sen käytön rajan nostamiselle ole ainakaan tältä osin perusteita.

3.3. Keskittynyt osakeomistus ja kontrolli suomalaissa pörssiyhtiöissä

Suomalaisille pörssiyhtiöille, kuten muillekin mannereurooppalaisille ja pohjoismaisille pörssiyhtiöille, on tavanomaista, että osakeomistus on keskittynyt.⁷¹ Keskittyminen usein johtaa yhdessä enemmistöperiaatteen kanssa siihen, että vain pieni joukko osakkeenomistajia tai jopa vain yksi osakkeenomistaja kontrolloi yhtiötä. Tämä seikka yhdistettynä yhtiökokouksen vahaan oikeuteen korvata hallitus haluamallaan uudella kokoonpanolla johtaa käytännössä siihen, että hallitukset todennäköisesti kuuntelevat herkästi kontrolliosakkeenomistajien intressejä ja ohjausta.⁷² Kontrolliosakkeenomistajat⁷³ tai niiden edustajat toimivat usein myös itse hallituksen jäseninä.⁷⁴ Tällöin osakkeenomistajien päätösehdotusten puuttuminen yhtiökokouksista ei todennäköisesti läheskään aina tarkoita, että yhtiön hallitus esimerkiksi nimitysvaliokunnan kautta tekisi ehdotuksia esimerkiksi omasta kokoonpanostaan osakkeenomistajista riippumattomana. Voidaan siis olettaa, että näissäkin yhtiöissä ja yhtiökokouksissa hallitusten ehdotusten takana on verrattain usein pääsääntöisesti osakkeenomistajien tahto. Tutkimusaineiston perusteella on tavanomaista, että suomalaisissa pörssiyhtiöissä on selvä yksittäinen osakkeenomistaja tai niiden yhteenliittymä,

71. Lekvall 2018, s. 168 ja Vahtera 2011, s. 403. Vrt. ns. klassinen berleläis-meansilainen yhtiö, jossa kontrollivaltaa käyttäviä osakkeenomistajia ei ole ja jossa yhtiön hallinnointi on vahvasti hallituksen hallussa, ks. Rafael La Porta – Florencio Lopez de Silanes – Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*. NBER Working Paper No. 6625, 1998. Osakeomistuksen keskittymisen viimeaikaisesta kehityksestä ja ns. common ownership -ilmiöstä Yhdysvalloissa ks. Jan Fichtner – Eelke M. Heemskerk – Javier Garcia-Bernardo, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*. *Business and Politics* April 2017.

72. Sofie Cools, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*. *Delaware Journal of Corporate Law* 30(3) 2005, s. 697–766, 765–766.

73. Hallituksen jäsenten valinta on todetulla tavalla ilmeinen merkki kontrollivallan käytöstä. Suomeen rekisteröityjen Nasdaq OMX Helsingin päälistalle listattujen pörssiyhtiöiden (131 yhtiötä) vuoden 2021 yhtiökokouspöytäkirjojen perusteella hallituksen jäsenten valintaa koskeva yhtiökokouksen päätös perustuu useimmiten osakkeenomistajien nimitystoimikunnan ehdotukselle (56 tapauksessa). Lisäksi päätös voi perustua hallituksen ehdotukselle (46 tapauksessa) tai kontrolliosakkeenomistajan tai kontrolliosakkeenomistajista muodostuvan blokin ehdotukselle (32 tapauksessa).

74. Ks. Vahtera 2011, s. 403.

joka tekee päätösehdotukset yhtiökokoukselle eli toimii kontrolliomistajana. Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeenomistajina on myös merkittävä määrä ulkomaisia tahoja, ja ulkomaisen omistuksen omistusosuus pörssiyrityksistä on ollut vuosien aikana yleensä kasvussa.⁷⁵

Enemmistöosuuteen perustuvan vallan lisäksi osakeyhtiössä valta voi nojata vähemmistöosuuteen, joka pohjautuu strategiseen asemaan yhtiössä.⁷⁶ Tutkimuksessa tarkasteltiin hyväksytyjen ja ilman äänestystä hyväksytyjen päätösehdotusten tekijöitä ja näiden osakkeenomistajien omistusosuuksia. Tulosten avulla voidaan hahmottaa sitä, miten valtaa käyttävän kontrolliosakkeenomistajan määräysvalta ja asema sekä osakkeenomistajan vaikutusvalta voivat muodostua ja ilmetä suomalaisissa pörssiyrityksissä. Kontrolliomistuksella tarkoitetaan jatkuvuuteen viittaavaa aktiivista osallistumista osakeyhtiön päätöksentekoon eli valtaa yhtiössä. Kontrolliomistuksen raja-arvojen määrittelemineen ei ole mahdollista tai välttämättä edes tarpeellista, ja se voi perustua eri tavoin syntyvään määräysvaltaan tai vaikutusvaltaan.⁷⁷

Määräysvalta voidaan määritellä eri tavoin riippuen siitä, minkälaisesta päätösasiasta on kyse ja minkälainen keskinäinen dynamiikka yhtiössä osakkeenomistajilla on *in casu*.⁷⁸ Määräysvalta voi perustua enemmistö- tai määräänemmistöosuuteen. Jos alle enemmistörajan yhtiöstä omistava tekee ehdotuksen, jonka enemmistö hyväksyy, voi kyseessä olla tehokkaaseen vähemmistövaltaan perustuva määräysvalta.⁷⁹ Tällöin kyseessä voi olla myös vaikutusvallan käyttö. Vaikka termi on määritelmällisesti laava, vaikutusvallalla tarkoitetaan tilannetta, jossa osakkeenomistajalla ei selvästi ole määräysvaltaa mutta tämä saa jollain muulla keinolla muut osakkeenomistajat toimimaan intressissään.⁸⁰ Aineiston perusteella kontrolliomistukseen saattaa riittää enemmistöosuuden lisäksi myös selvästi alle enemmistön oleva vähemmistöosuus yhtiöstä. Osakkeenomistajien nimitystoimikuntien jäsenien eli yhtiön suurimpien osakkeenomistajien omistusosuudet muodostavat käytännössä nimitystoimikunnan takana olevan määräysvallan. Tämän määräysvallan perustava omistusosuus riippuu yhtiökohtaisesti siitä, montako jäsentä osakkeenomistajien nimitystoimikunnassa on

75. Ks. Ulf Jakobsson – Timo Korkeamäki, Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä. Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014, s. 23–25; Euroclear Finland, Tilastot – Ulkomaalaisomistus ja markkina-arvo, <https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/foreign-ownership-in-Finnish-companies.html>.

76. Pekka Timonen, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Lakimiesliiton Kustannus 1997, s. 150. 77. Vahtera 2011, s. 401 alaviitteineen.

78. Ks. Timonen 1997, s. 239–250, 275. Esimerkiksi arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11:19:n mukaan osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä, on tehtävä julkinen ostotarjous, eli käytännössä lainsäätäjä on asettanut määräysvallan rajaksi vähemmän kuin enemmistöosuuden eli käytännössä osuuden, joka ei riitä edes määräänemmistö päätöksen torjumiseen.

79. Timonen 1997, s. 150.

80. Ks. Timonen 1997, s. 277.

ja miten omistus on yhtiökohtaisesti jakautunut. Myös marginaalisen osuuden yhtiöstä omistavien piensijoittajien tekemiä päätösehdotuksia on hyväksytty suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksissa, mutta ne koskevat tavallisesti muita asioita kuin toimielinten tai muiden tahojen valintaa. Etenkin tämä viittaa strategiseen vaikutusvallan saavuttamiseen ilman minkäänlaista määräysvaltaan rinnastuvaa kontrollia.

Kontrolliomistuksen on katsottu voivan nojautua myös muuhun kuin absoluuttiseen enemmistöosuuteen perustuvaan määräysvaltaan eli myös pienempään vähemmistöosuuteen.⁸¹ Tutkimusaineistosta saadut tulokset yleensä tukevat tätä vakiintunutta aiemmin oikeuskirjallisuudessa esitettyä näkemystä kontrolliosakeomistuksen muodostumisesta pörssiyhtiöissä ja toisaalta tuovat uutta informaatiota. Tutkimusaineiston perusteella suomalaisissa pörssiyhtiöissä päätösehdotusten takana on usein määräysvaltaa käyttävä kontrolliomistajataho, jonka määräysvalta ei läheskään aina perustu enemmistön ylittävään äänivaltaosuuteen. Lisäksi vahvasta kontrolliomistuksesta huolimatta myös marginaalisen osuuden omistavat osakkeenomistajat saattavat vaikutusvaltaa käyttämällä saada päätösehdotuksiaan yhtiökokouksessa hyväksytyksi.

3.4. Osakkeenomistaja-aktivismi suomalaisissa pörssiyhtiöissä?

Osakkeenomistaja-aktivismi on pörssiyhtiöiden päätöksentekoon liittyvä ilmiö, jossa pyritään saamaan aikaan muutos yhtiön johtamisessa ja hallinnoinnissa joko edellä mainituista syistä tai kontrolliomistajan puuttumisen vuoksi. Aktivistiosakkeenomistajat saattavat pyrkiä vaikuttamaan yhtiön toimintaan esimerkiksi tarkoituksenaan valvoa kontrolliomistajan toimintaa⁸² tai liitännäisesti kontrolliomistajan passiivisuuden takia johdon toimintaa. Osakkeenomistaja-aktivismia harjoittavat tahot toimivat eri tavoitteiden ja resurssien varassa, mutta kaikille niille on ominaista pyrkimys saada aikaan jonkinlainen muutos yhtiössä.⁸³ Tällaisen kontrollihyödyn saavuttaminen vähemmistöasemasta tarkoittaa yleensä vaikuttamista yhtiön päätöksentekoon ilman selvää määräys- tai kontrollivaltaa eli käyttämällä vaikutusvaltaa.⁸⁴

Osakeyhtiölaki ja siihen vaikuttava Euroopan unionin oikeus ovat luonnehdittavissa osakkeenomistajien oikeuksien aktiivista käyttöä ja siten osakkeenomistaja-aktivismia tukeviksi.⁸⁵ Osakeyhtiölain universaaliin päätösehdotusoikeuden

81. Näin Vahtera 2011, s. 401 alaviitteineen. Vrt. Timonen 1997, s. 251, 284–285. Tällöin AML 11:19:n 30 prosentin äänivaltaosuuteen perustuva raja-arvokin vaikuttaa tosin järkevältä.

82. Ks. Vahtera 2011, s. 419.

83. Ks. Salminen 2021, s. 115–119 ja Mähönen 2021, s. 10.

84. Ks. Vahtera 2011, s. 409. Ks. myös Paul Rose, Shareholder Proposals in the Market for Corporate Influence. *Florida Law Review* 66, 2014.

85. Ks. Mähönen 2020, s. 417.

käyttöön perustuva osakkeenomistaja-aktivismi on transaktiokustannuksiltaan kevyttä, minkä voi ajatella houkuttelevan osakkeenomistaja-aktivisteja.⁸⁶ Tutkimusaineistossa on vain vähäisesti viitteitä päätösehdotusoikeuden käyttöön perustuvasta osakkeenomistaja-aktivismista. Tällaista aktivismia voivat ilmentää kuitenkin ainakin marginaalisen osuuden omistavien tahojen tekemät päätösehdotukset sekä vastaehdotusten ja hylättyjen päätösehdotusten keskittyminen näille tahoille. Myös vastaehdotuksia on vain vähäisesti, eli kontrollitahojen tai hallituksen näkemyksiä eivät esimerkiksi aktivistiosakkeenomistajat aktiivisesti haasta yhtiökokouksissa päätösehdotusten muodossa. Lisäksi suurempia osuuksia mutta selvästi alle enemmistöajan, kuten alle 20 prosenttia, yhtiöstä omistavien tahojen tai ryhmittymien päätösehdotukset ja niiden hyväksyntä saattavat olla selvän rajanvedon puuttuessa yhtä lailla osakkeenomistaja-aktivismia kuin kontrollivallan käyttöä. Tutkimusaineiston perusteella päätösehdotusoikeuteen perustuvaa osakkeenomistaja-aktivismia voitaneen suomalaisissa pörssiyhtiöissä luonnehtia piensijoittajakeskeiseksi. Piensijoittaja-aktivistit (”gadflies”) ovat perinteisesti tehneet myös esimerkiksi Yhdysvalloissa merkittävän osan päätösehdotuksista, jotka kuitenkin vain harvoin johtavat hyväksyvään päätökseen.⁸⁷ Vaikuttaakin siltä, että päätösehdotusoikeuden käyttöön perustuva vastakkain asetteleva eli konfrontationaalinen institutionaalisten toimijoiden harjoittama osakkeenomistaja-aktivismi⁸⁸ ei ole tavanomaista ainakaan vielä, vaan osakkeenomistaja-aktivistien keinot perustunevat muunlaiseen yhtiöiden toimintaan kohdistuvaan vaikuttamiseen, kuten dialogiin hallituksen kanssa.⁸⁹ Myös Ruotsissa ja Norjassa institutionaaliset aktivistiosakkeenomistajat pyrkivät ensisijaisesti dialogiin hallituksen kanssa eivätkä käytä konfrontationaalisia keinoja, kuten päätösehdotusoikeutta yhtiökokouksessa.⁹⁰ Keskittynyt osakeomistus ja etenkin kontrolliomistuksen institutionalisoituminen osakkeenomistajien nimitystoimintaan saattavat tehdä pörssiyhtiöistä epähoukuttelevan kohteen aktivisteille.⁹¹

Ympäristöllisiin ja sosiaalisiin seikkoihin keskittyvä osakkeenomistaja-aktivismi on noussut globaalisti keskiöön 2020-luvulla, ja sitä harjoittavat sekä ympäristöllisistä ja sosiaalisista että taloudellisista tarkoituksiperistä toimivat tahot. Ympäristöllisten ja sosiaalisten epäkohdiksi miellettyjen asioiden muuttaminen

86. Ks. Salminen 2021, s. 143.

87. Ks. Yaron Nili – Kobi Kastiel, *The Giant Shadow of Corporate Gadflies*. *Southern California Law Review* 94(3) 2021, s. 682–738.

88. Ks. Lucian Bebchuk – Alon Brav – Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*. *Columbia Law Review* 115(5) 2015, s. 1085–1156, 1093.

89. Esimerkiksi aktivistiksi luonnehdittavan rahastoyhtiön Cevian Capitalin toimista Nordea Oyj:tä kohtaan ks. *Financial Times: Activist investor Cevian takes stake in Nordea* 21.12.2018, <https://www.ft.com/content/f17b89b8-04f2-11e9-9d01-cd4d49afb3e3> ja Helsingin Sanomat: *Kun aktivistisijoittaja vaatii, pankki tottelee* 11.3.2021, <https://www.hs.fi/visio/art-2000007852407.html>.

90. Ks. Mähönen 2021, s. 164.

91. Ks. Poulsen ym. 2010, s. 339–340.

yhtiökokouksen päätöksellä on kasvanut merkittävästi kansainvälisesti. Osa näistä interventioista on kontrolliosakkeenomistajien toteuttamia mutta merkittävä osa vähemmistöosakkeenomistajien alulle panemia.⁹² Tutkimusaineiston perusteella myös suomalaisissa pörssiyhtiöissä on viitteitä päätösehdotusoikeuden käyttöön perustuvasta ESG-aktivismista.

Fortum Oyj:n varsinainen yhtiökokous 23.4.2020

Osakkeenomistaja Maailman Luonnon Säätiö – World Wide Fund for Nature, Suomen rahasto (WWF Suomi) oli tehnyt yhtiökokoukselle päätösehdotuksen, jossa esitettiin yhtiöjärjestyksen muuttamista siten, että siihen lisätään määräys, jonka mukaan Fortum Oyj:n toiminnassa tulee sitoutua Pariisin ilmasopimuksen 1,5 celsiusasteen tavoitteelliseen raja-arvoon. Fortum Oyj:n hallitus suositti päätösehdotuksen hylkäämistä erillisessä pörssitiedotteena julkaistussa kirjallisessa lausunnossa. Päätösehdotuksesta äänestettiin. Äänestykseen osallistui 583 501 182 osaketta ja ääntä, joka vastasi 65,69 prosenttia yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. WWF Suomen tekemää ehdotusta kannatti 46 962 215 osaketta ja ääntä eli 8,05 prosenttia annetuista äänistä ja 7,69 prosenttia kokouksessa edustetuista osakkeista. WWF Suomen tekemää ehdotusta vastusti 536 538 967 osaketta ja ääntä eli 91,95 prosenttia annetuista äänistä. Päätösehdotus hylättiin.

Osakkeenomistaja-aktiivisuuden peruspiirteenä on vastustus yhtiön hallituksen tai kontrolliosakkeenomistajan näkemyksiä kohtaan, pyrkimys saada aikaan muutos näihin asioihin. Tämä edellyttää käytännössä muiden, enemmistöön yltävien osakkeenomistajien vakuuttamista aktivistin näkemyksen sopivuudesta yhtiön etuun verrattuna hallituksen tai vallitsevan kontrolliosakkeenomistajan näkemykseen. Vastustusta ja konfrontaationaalisuutta voidaan havainnoida ensisijaisesti vastaehdotusten määrästä yhtiökokouksissa. Tutkimusaineiston perusteella vastaehdotusten vähäinen määrä kertonee siitä, että pörssiyhtiöiden hallitusten tai kontrolliosakkeenomistajien näkemyksiä ei juuri ole haastettu. Tutkimusaineistossa oli kuitenkin myös sellaisia yhtiökokouksia, joissa vähemmistön tekemä vastaehdotus on hyväksytty enemmistöosakkeenomistajan alkuperäisen ehdotuksen sijaan.

Nurminen Logistics Oy:n varsinainen yhtiökokous 12.6.2020

Nurminen Logistics Oyj:n osakkeenomistajat, jotka edustavat yhteensä noin 57,1:tä prosenttia yhtiön osakkeiden tuottamista äänistä, olivat tehneet yhtiökokoukselle ehdotuksen hallituksen puheenjohtajan palkkioista. Eräiden muiden osakkeenomistajien valtakirjaedustaja oli tehnyt yhtiökokoukselle vastaehdotuksen hallituksen puheenjohtajan palkitsemisesta. Selvitettäessä suurimpien osakkeenomistajien kantaa asiaan kaikki

92. Ks. Hart – Zingales 2022, s. 2–3.

ilmoittivat kannattavansa vastaehdotusta. Hallituksen puheenjohtajan palkitsemisesta päätettiin vastaehdotuksen mukaisesti.

Suomalaisen pörssiyhtiöiden vakiintunut ja keskittynyt osakeomistus, joka näkyy myös tutkimusaineiston osakkeenomistajien päätösehdotusten tekijöissä, saattaa vähentää osakkeenomistaja-aktivistien kiinnostusta. Keskittynyt ja vakiintunut omistus tekee kampanjoinnin vaikeaksi.⁹³ Toisaalta mikäli yhtiön kannattavuus on heikko, voi aktivistiosakkeenomistaja rakentaa narratiivia, jossa syynä huonoon tulokseen on kontrollitahon valitsema linja. Tämä on mahdollista yhtiöissä, joissa on selvä kontrolliomistus tai joissa kontrollivaltaa käyttävät ainakin näennäisesti sellaisetkin osakkeenomistajien blokit, joiden yhteenlaskettu omistus on merkittävästi alle enemmistön.⁹⁴ Päätösten perustuminen pienen vähemmistön ehdotuksille saattaa tietenkin myös itsessään houkuttaa aktivisteja. Osakkeenomistaja-aktivisteille tämä voi tarkoittaa mahdollisuutta rakentaa narratiivia siitä, että nykyiset kontrolloivat osakkeenomistajat eivät edistä osakkeenomistajien etua kokonaisuutena vaan ajavat oman pienen joukkonsa etua kaikkien osakkeenomistajien sijaan.⁹⁵

Suomalaisissa pörssiyhtiöissä on yhä enemmän ulkomaisia suuria institutionaalisia sijoittajia, jotka omistavat merkittäviä osuuksia. Rahastoyhtiöt hallinnoivat omistuksiaan noudattamalla erilaisia sisäisiä ohjeistuksia, joiden perusteella ne saattavat automaattisesti äänestää tiettyjen kriteerien täytyessä aktivistiosakkeenomistajien ehdotusten puolesta, vaikka ne yleensä myötäilevät johdon näkemyksiä.⁹⁶ Tämä saattaa lisätä tai vähentää päätösehdotusoikeuden käyttöön perustuvan aktivismin houkuttelevuutta aktivistiosakkeenomistajan tavoitteiden mukaan.

4. Yhteenveto

Osakkeenomistajien tekemien päätösehdotusten suhteellinen määrä on kasvanut suomalaisissa pörssiyhtiöissä 2020-luvulle tultaessa. Lisäksi yhä useammassa yhtiökokouksessa päätökset perustuvat myös osakkeenomistajien valmistelemiin

93. Ks. Wolf-Georg Ringe, *Shareholder Activism: A Renaissance*, s. 387–424 teoksessa Jeffrey N. Gordon – Wolf-Georg Ringe (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford University Press 2018, s. 393–395.

94. Timonen 1997, s. 150.

95. Ks. Ringe 2018, s. 393–395.

96. Ks. Lucian A. Bebchuk – Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*. *Columbia Law Review* 119(8) 2019, s. 2029–2146, 2039, 2141–2144 ja Fichtner ym. 2017, s. 13, 24–25.

päätösehdotuksiin hallitusten valmisteleminen ehdotusten sijaan. Osakkeenomistajien päätösehdotusten määrä sekä määrän suhteellinen vuosittainen kasvu heijastelevat Suomen corporate governance -järjestelmän osakkeenomistajakeskeisyyttä myös markkina- ja yhtiökäytännössä. Päätösehdotusoikeuden käytön rajan väliaikainen nosto vuosina 2020–2021 on saattanut vaikuttaa etenkin pienisijoittajien tekemien päätösehdotusten määrään.

Tutkimusaineiston analyysi osoittaa, että osakkeenomistajien intressinä pörssiyhtiöissä ovat yleensä yhtiökokoukselle kuuluvat valintaoikeudet. Tämä on luontevaa osakeyhtiölain toimivallanjaon perusteella, jossa selkeä toimivallanjako ja vertikaalinen hierarkiasuhde eri toimielinten välillä takaavat hallituksen valinneelle taholle valtaa siihen, miten yhtiön toiminnan tarkoitusta toteutetaan: mahdollisuus valita hallituksen jäsenet ja päättää palkitsemisesta takaa kontrollin yhtiöön. Osakkeenomistajat tekevät tilintarkastajan valintaa koskevia ehdotuksia vain vähän, huolimatta tilintarkastuksen roolista osakkeenomistajien suojakeinona. Osakkeenomistajat ovat tehneet vain vähäisissä määrin yksittäisiä pistemäisiä päätösehdotuksia, jotka liittyvät muihin asioihin, kuten yhtiön toimintaan ehdottamalla yhtiöjärjestyksen muuttamista tai erilaisiin rahoitusjärjestelyihin, teknisluonteisiin asioihin tai varojenjakoasioihin. Päätösehdotusoikeutta ei käytetä epätarkoituksenmukaisesti häiriköintitarkoituksessa, eikä sen muodostumisen rajan nostamiselle yhdestä osakkeesta ole perusteita.⁹⁷

Päätösehdotuksia tekevät eniten osakkeenomistajien nimitystoimikunnat, joiden tekemien päätösehdotusten määrä on ollut tasaisesti selvässä kasvussa. Etenkin kontrollia käyttävien osakkeenomistajien päätöksenteko pörssiyhtiöissä on siis institutionalisoitunut. Hallituksen valintaehdotusten valmistelua varten pörssiyhtiöiden hallinnointikoodissa suositetaan nimitysvaliokunnan perustamista tai vaihtoehtoisesti osakkeenomistajien nimitystoimikuntaa. Käytännössä yhtiöissä on kallistuttu enenevissä määrin osakkeenomistajien nimitystoimikunnan puolelle. Syynä tälle voinee olla esimerkiksi yleistynyt pohjoismainen markkinakäytäntö. Hallinnointikoodin vaikutuksesta Suomessa käytäntö on tällä hetkellä se, että siirryttäessä hallituksen nimitysvaliokunnasta osakkeenomistajien nimitystoimikuntaan ehdotus tilintarkastajan valinnasta jää yhä hallitukselle. Toisena merkittävänä tahona ovat eri omistusosuudella operoivat osakkeenomistajablokit. Yksin toimivat tahot, kuten yksityishenkilöt ja yhteisöt, tavallisesti osakeyhtiöt, tekevät selvästi vähemmän päätösehdotuksia. Aineiston kontrolliosakkeenomistajilla on usein selvä omistusosuuteen perustuva määräysvalta mutta ei välttämättä likimainkaan enemmistöosuutta yhtiöstä. Nämä tahot ovat yleensä osakkeenomistajien yhteenliittymiä eivätkä yksittäisiä osakkeenomistajia. Osakeomistus on suomalaisissa pörssiyhtiöissä keskittynyttä, mitä myös tutkimustulokset tältä osin heijastelevat.

97. Voi olla silti vain ajan kysymys, koska päätösehdotusoikeutta käytetään massiivisesti häirintätarkoituksessa.

Tulosten perusteella kontrollivallan voi saavuttaa pörssiyhtiöissä myös enemmistövaltaa selvästi pienemmällä omistusosuudella. Vähemmistöosakkeenomistajat, kuten vain marginaalisen osuuden yhtiöstä omistavat piensijoittajat tai muut vastaavat tahot, toimivat osakkeenomistajina usein rationaalisen apaatisesti eivätkä juuri tee päätösehdotuksia. Väitettä tukee myös vastaehdotusten vähäinen määrä, joka antaa lisäksi viitteitä siitä, että kontrolliomistajilla on omistusosuudesta riippumatta suomalaisissa pörssiyhtiöissä vakaa asema, jota muut osakkeenomistajat harvoin haastavat. Lisäksi lähes kaikki osakkeenomistajien tekemät päätösehdotukset hyväksytään yhtiökokouksessa, usein vielä ilman virallista äänestystä. Tutkimus silti osoittaa, että pörssiyhtiöissä on mahdollisuus vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon ilman kontrolliasemaa.

Tutkimuksessa on myös tarkasteltu, miten osakkeenomistaja-aktivismi näkyy suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksissa päätösehdotusoikeuden käytönä. Tulosten perusteella suomalaisissa pörssiyhtiöissä esiintyy vain vähäisesti päätösehdotusoikeuden käyttöön perustuvaa osakkeenomistaja-aktivismia. Tätä ilmentää etenkin vastaehdotusten ja osaltaan hylättyjen päätösehdotusten vähäinen määrä. Vastaehdotukset ja hylätyt ehdotukset ovat pääsääntöisesti marginaalisen omistusosuuden omistavien osakkeenomistajien tekemiä. Mahdollinen päätösehdotusoikeuden käyttöön perustuva osakkeenomistaja-aktivismi on todennäköisesti siis piensijoittajien harjoittamaa. Aineistossa on viitteitä myös ESG-aktivismista. Institutionaalisten toimijoiden harjoittama osakkeenomistaja-aktivismi ei näy ainakaan päätösehdotusoikeuden käytönä suomalaisissa pörssiyhtiöissä, mikä on tyypillistä myös muissa Pohjoismaissa.

Liite 1. Tutkimusaineiston suomalaiset pörssiyhtiöt.

Small Cap: Afarak Group Oyj, Apetit Oyj, Aspocomp Group Oyj, Biohit Oyj, Boreo Oyj, Componenta Oyj, Consti Oyj, Digia Oyj, Digitalist Group Oyj, Dove Group Oyj, EAB Group Oyj, Eezy Oyj, Elecster Oyj, Enedo Oyj, Enersense International Oyj, Exel Composites Oyj, Glaston Oyj Abp, Honkarakenne Oyj, Ilkka-Yhtymä Oyj, Incap Oyj, Innofactor Plc, Investors House Oyj, Keskisuomalainen Oyj, Kesla Oyj, Kreate Group Oyj, Lehto Group Oyj, Martela Oyj, Nixu Oyj, Nurminen Logistics Oyj, Optomed Oyj, Orthex Oyj, Ovaro Kiinteistösiirtotus Oyj, Panostaja Oyj, PunaMusta Media Oyj, QPR Software Oyj, Rapala VMC Oyj, Raute Oyj, Reka Industrial Oyj, Robit Oy, Saga Furs Oy, Sievi Capital Oyj, Siili Solutions Oyj, Solteq Oyj, Soprano Oyj, SRV Yhtiöt Oyj, SSH Communications Security Oyj, Tecnotree Oyj, Teleste Oyj, Trainers' House Oyj, Tulikivi Oyj, United Bankers Oyj, Valoe Oyj, Wulff-Yhtiöt Oyj.

Mid Cap: Aktia Bank Abp, Ålandsbanken Abp, Alma Media Oyj, Anora Group Oyj, Aspo Oyj, Atria Oyj, Basware Oyj, Bittium Oyj, CapMan Oyj, Caverion Oyj, Enento Group Oyj, eQ Oyj, Etteplan Oyj, Evli Pankki Oyj, Finnair Oyj, F-Secure Oyj, Gofore Oyj, Harvia Oyj, HKScan Oyj, Kamux Oyj, Lassila & Tikanoja Oyj, Marimekko Oyj, Musti Group Oyj, NoHo Partners Oyj, Olvi Oyj, Oma Säästöpankki Oyj, Oriola Oyj, Pihlajalinna Oyj, Ponsse Oyj, Puuilo Oyj, Qt Group Oyj, Raisio Oyj, Revenio Group Oyj, Rovio Entertainment Oyj, Scanfil Oyj, Sitowise Group Oyj, Stockmann Oyj Abp, Suominen Oyj, Taaleri Oyj, Talenom Oyj, Tikkurila Oyj, Tokmanni Group Oyj, Uponor Oyj, Vaisala Oyj, Verkkokauppa.com Oyj, Viking Line Abp.

Large Cap: Cargotec Oyj, Citycon Oyj, Elisa Oyj, Fiskars Oyj Abp, Fortum Oyj, Huhtamäki Oyj, Kemira Oyj, Kesko Oyj, Kojamo Oyj, KONE Oyj, Konecranes Oyj, Metsä Board Oyj, Metso Outotec Oyj, Neles Oyj, Neste Oyj, Nokia Oyj, Nokian Renkaat Oyj, Nordea Bank Oyj, Orion Oyj, Outokumpu Oyj, Sampo Oyj, Sanoma Oyj, Stora Enso Oyj, Terveystalo Oyj, TietoEVERY Oyj, UPM Kymmene Oyj, Valmet Oyj, Wärtsilä Oyj Abp, YIT Oyj.

Shareholder proposals in Finnish listed companies

LASSI SALMINEN, M.Sc. (Econ.), Doctoral Researcher, Tampere University

The research has examined shareholder proposals in Finnish listed companies in the years 2017–2021. Proposals are mainly made by groups of shareholders, but also by individual shareholders such as small investors. The reason behind the increase in the number of proposals during the review period is the increase in shareholders' nomination committees. The proposals especially concern the election rights belonging to the general meeting. Based on the analysis, there is often a controlling shareholder with substantial ownership in shares in listed companies. The share of votes clearly below the majority limit is still enough to form a controlling position. Based on the evidence, shareholders are also able to influence decision-making without a controlling position. Despite the universal nature of the right to propose resolutions and its low transaction costs, shareholder activism based on its use was only slightly detectable in the material. Most proposals are accepted without a vote and there are hardly any counterproposals, which means that the controlling owners have a robust position, regardless of their share of ownership, which is rarely challenged. No abuse of the right to submit shareholder proposals was detected.