

*Manne Airaksinen*

Lakimies  
5/2023  
s. 769–775

# Osakkeenomistajakeskeisyys, sidosryhmät ja yhteiskuntavastuu osakeyhtiöoikeuden järjestelmässä

## 1. Johdanto

On selvää, että käsillä oleviin ympäristökatastrofeihin tulee puuttua alakohtaisella sääntelyllä ja taloudellisella ohjauksella. Tässä tutkimuksessa on kysymys siitä, tuleeko ympäristökatastrofeihin – ja mahdollisesti muihinkin vastuullisuusongelmiin – puuttua näiden keinojen lisäksi tai sijasta luopumalla osakeyhtiöoikeuden osakkeenomistajakeskeisyydestä. Useimmissa vaihtoehtoisissa malleissa osakkeenomistajakeskeisyydestä luovuttaisiin sidosryhmien hyväksi. Aihetta on viime vuosina käsitelty laajasti akateemisissa kirjoituksissa ja julkisuudessa.

## 2. Metodi

Tutkimus on teoreettiselta viitekehykseltään oikeuspoliittinen. Tutkimus on myös systematisoiva, sillä tavoitteena on määritellä ja analysoida tutkimuksen otsikossa olevia käsitteitä nykyistä hienojakoisemmin.

Metodisissa kysymyksissä huomio on kiinnitetty usein yhteismitattomien argumenttien punnintaan. Erityinen perusteluvollisuus asetetaan näkemykselle, joka ei saa tukea empiirisestä näytöstä (esimerkiksi osakeyhtiömuodon samankaltaisuus ja menestys kaikissa markkinatalousmaissa) tai valtavirtaa edustavasta tieteellisestä kannasta. Argumenttien punninnassa kiinnitetään huomiota argumenttien johdonmukaisuuteen ja sen osana kaksoisstandardin välttämiseen. Jos kirjoittaja perustelee etutahon aseman heikentämistä tämän lyhytjänteisyydellä, olisi arvioitava myös niiden toimijoiden toimintahorisonttia, joiden asemaa ehdotetaan korostettavaksi.

\* *Manne Airaksinen*, OTT. Lectio praecursoria Helsingin yliopiston oikeustieteellisessä tiedekunnassa 5.5.2023 pidetyssä väitöstilaisuudessa, jossa kirjoittaja puolusti väitöskirjaansa Osakkeenomistajakeskeisyys, sidosryhmät ja yhteiskuntavastuu osakeyhtiöoikeuden järjestelmässä.

Yksi oikeustieteen keskeisiä tehtäviä on ylläpitää ja kehittää yleisiä oppeja tekemällä niistä johdonmukaisia oppijärjestelmiä. Osakeyhtiölaki muodostaa suhteellisen koherentin järjestelmän, jossa lain tavoite – yhteiskunnan taloudellinen kokonaisuus – on yhdenmukainen lain keskeisten periaatteiden kanssa, jotka puolestaan ovat keskenään ja lain yksityiskohtaisten sääntöjen kanssa johdonmukaisia. Osakeyhtiöoikeudessa periaatteet voidaan johtaa induktiolla säännöistä ja säännöt deduktiolla periaatteista.

Osakkeenomistajakeskeisyyden olennainen muuttaminen edellyttää lain tavoitteen, keskeisten periaatteiden ja relevanttien sääntöjen uudelleenarviointia. Tutkimuksessa on pyritty hahmottamaan, mitä seuraisi järjestelmästä, jossa ei tavoiteltaisi yhtiön ja viime kädessä osakkeenomistajien etua ja jossa varoja jatkuvasti, toiminnan aikana, jaettaisiin, käytettäisiin tai jätettäisiin ansaitsematta vastoin yhtiön pitkän aikavälin taloudellista etua.

### 3. Keskeiset käsitteet

Tutkimuksen keskeisistä käsitteistä osakkeenomistajakeskeisyys jaetaan viimekätiseen määräysvaltaan ja oikeuteen saada taloudellinen ylijäämä (residuaali). Nämä yhdistyvät yhtiön osakkeessa. Taloustieteessä ja yhtiökäytännössä määräysvallan ja residuaalioikeuden yhdistämistä pidetään tehokkaana. Osakeyhtiössä ylijäämä ansaitaan lähtökohtaisesti yhtiön kautta, jolloin sidosryhmät saavat suorituksensa ja osakkeenomistajat saavat tuottoa vasta sen jälkeen mahdollisesti jäävästä voitosta. Samalla osakkeenomistajat tulevat kohdelluiksi yhdenvertaisesti. Järjestelmässä osakkeenomistajilla on intressi pyrkiä mahdollisimman hyvään taloudelliseen tulokseen, koska he saavat koko ylijäämän.

Yhtiön johdolla on velvollisuus toimia vastuullisesti (siis yli lain pakottavien vaatimusten), jos se on pitkän aikavälin voiton tuottamisen tarkoituksen mukaista. Johdolla on toisaalta velvollisuus olla toimimatta vastuullisesti, jos se ei ole voiton tuottamisen tarkoituksen mukaista edes erilaisten maine- ja motivaatiohyötyjen vuoksi. Mainetekijöiden tärkeyttä ja eettisten päätösten mahdollisuutta kuvaa yhtiöiden Ukrainan sodasta johtuva nopea ja huomattavia lyhyen aikavälin tappioita aiheuttava poistuminen Venäjältä, vaikka kansainväliset sanktiot eivät siihen pakottaisi.

Nykyisen osakkeenomistajakeskeisyyden ongelmana voidaan pitää aidosti eettisten, vähäistä merkittävämpien päätösten tekemistä laajasti omistetuissa yhtiöissä. Suppean omistajapiirin yhtiössä tällaisia päätöksiä tehdään jatkuvasti, koska päätöksen edellytyksenä olevat voitonjakokelpoisten varojen olemassaolo, maksukyky ja osakkeenomistajien yksimielisyys ovat käsillä. Laajemman omis-

tajakunnan yhtiössä yksimielisyyttä ei voida saavuttaa, jolloin vaihtoehdoksi jää päätöksen naamioiminen voiton tuottamisen tarkoituksen mukaiseksi (eli valehtelu). Asetelma on kuitenkin pääosin teoreettinen, sillä tiedossa ei liene juuri moderneja oikeustapauksia, joissa johdolta vaadittaisiin vahingonkorvausta liiallisesta vastuullisuudesta. Periaatteellisesti on kuitenkin ongelmallista, ettei merkittävä enemmistö voi tehdä voiton tuottamisen tarkoituksen vastaista päätöstä. Samalla on kuitenkin huomattava tällaisen päätöksen mahdolliset riskit.

Yhteiskuntavastuulle ei ole yhtä määritelmää, sillä yhden ihmisen vastuullisuus on toisen ihmisen vastuuttomuutta. Suomalaisille ympäristönsuojelu on tärkeää, mutta useissa Yhdysvaltain osavaltioissa – niin sanotuista anti-esg-laeista päätellen – perinteinen liiketoiminta on tärkeämpää. Yleisesti ympäristönsuojelu on vain yksi vastuullisuuden laji. Moni muu vastuullisuuden ilmenemismuoto voi edistää ympäristön tuhoutumista – vaikka se olisi inhimillisesti miten ymmärrettävä tahansa. Esimerkiksi voidaan antaa nykyisen saastuttavan tuotannon jatkaminen työllistämisen nimissä, vaikka modernimpi ja vähemmän työllistävä tuotantotapa olisi ympäristön kannalta parempi.

Myös ympäristön sisällä tavoitteet voivat olla erisuuntaisia. Ilmastokriisi ja luontokato edellyttävät usein päinvastaisia toimia. Vaelluskalat ja vesivoima, tuulisähkö ja linnusto, luonto ja akkumineraalit ovat tästä esimerkkejä. Tarvitaan julkista valtaa ratkaisemaan moniulotteisia ongelmia. Vastuullisuuden privatisointi ei ratkaise kysymyksiä. Ei ole riittävää verrata vain tehtaiden hiilijalanjälkiä, jos toinen tuottaa limonadia ja toinen insuliinia.

Tutkimuksessa tehdään jako heikon ja vahvan vastuullisuuden välillä. Heikko vastuullisuus toteutuu taloudellisen maksimointitavoitteen puitteissa. Vahvassa vastuullisuudessa taloudelliset tavoitteet sivuutetaan. Tämän tutkimuksen kannalta vahva vastuullisuus on kiinnostavampi, koska heikko vastuullisuus vastaa käytännössä nykyistä sääntelyä.

Sidosryhmän käsite kattaa yleensä kaikki tahot, joiden kanssa yritys on tekemisissä. Usein katsotaan, että ”sidosryhmät pitäisi ottaa paremmin huomioon”. On myös esitetty, että johdolla on moraalinen velvollisuus tehdä näin. Koska yritystoiminta on määritelmän mukaan sidosryhmien kanssa toimimista, vaatimuksen lienee tarkoitettava, että yhtiö antaa sidosryhmän edustajalle jonkinlaisen erityisen taloudellisen etuuden. Kuitenkin (i) valtaosa sidosryhmistä on kaupallisia toimijoita (tavaroiden ja palvelujen toimittajat, asiakkaat, rahoittajat) eivätkä tarvitse suojelua, (ii) valtaosa sidosryhmien edustajista on osakeyhtiöitä, koska se on vallitseva yritysmuoto, jolloin hyöty lankeaisi osakkeenomistajille, (iii) sidosryhmän edustaja voi olla yhtä hyvin yhtiötä paremmassa taloudellisessa asemassa, ja (iv) esimerkiksi tavarantoimittaja ja asiakas ovat toistensa sidosryhmiä, joiden siis pitäisi ottaa samassa transaktiossa toistensa huomioon. Etuuksien antaminen ei vaikuttaisi mielekkäältä.

Osakeyhtiöt muodostavat valtavan verkoston, jossa kaikki ovat toistensa sidosryhmiä. Tästä joukosta on vaikea yleisesti erottaa yhtiötä ja sidosryhmää.

Näin arvioituna perinteiset yhtiöoikeudellisen sääntelyn tavoitteet – kuten tehokkaan vaihdannan mahdollistaminen ja transaktiokustannusten minimointi – sitä vastoin vaikuttavat mielekkäiltä. Sidosryhmien heterogeenisuus johtaa siihen, että sidosryhmille ei voida määritellä äänioikeutta eikä myöskään sidosryhmien hypoteettisia taloudellisia lisäoikeuksia voida määritellä. Äänioikeus näyttäisikin monissa vaihtoehtoisissa osakeyhtiön hallinnointimalleissa jäävän osakkeenomistajille ja määräysvalta varojen käytöstä johdolle.

Sidosryhmät eivät, pääsääntöisesti kiinteämääräisen saatavan takia, hyödy riskin lisäyksen tuomasta oletetusta tuoton lisäyksestä. On kyseenalaista, mikä on sidosryhmien kannustin investoida, koska investoinnit lisäävät riskiä, hyödyttävät residuaalioikeuden omistajaa ja näkyvät tuottoina usein vasta sidosryhmän yhtiösuhteen päättymisen jälkeen. Sidosryhmät ovat todennäköisesti lyhytjänteisempiä kuin osakkeenomistajat. Eri asia on, että suojelua tarvitsevat tahot, kuten työntekijät, kuluttajat ja ympäristö, tulee ottaa huomioon erityislainsäädännössä ja että niiden osalta myös yhtiöoikeudellinen keskustelu on ymmärrettävää.

#### 4. Taloudelliset näkökulmat ja ympäristö

Osakeyhtiö on ensi sijassa tehokas tapa järjestää tavaroiden ja palvelujen tuottaminen. Väitettä tehokkuudesta tukevat empiiriset havainnot. Osakeyhtiömuodon ylivoima esimerkiksi liikevaihdon tai verotulojen perusteella on selvä myös Suomessa. Taloustiede tarjoaa suhteellisen uskottavia selityksiä tälle ylivoimalle. Edellä viitattu määräysvallan yhdistäminen residuaalioikeuteen johtaa usein toiminnan tehokkuuteen. Muiden etutahojen asema järjestetään ensi sijassa erityislainsäädännöllä ja sopimuksin, jotka puolestaan eivät ole osakkeenomistajien käytettävissä.

Rajoitetun vastuun merkitys on keskeinen, mutta se ei erota osakeyhtiötä muista yksityis- tai julkisoikeudellisista oikeushenkilöistä. Käytännössä ainoa poikkeus rajoitetusta vastuusta on henkilöyhtiön vastuunalainen yhtiömies.

On tehokasta pyrkiä maksimoimaan vain yhtä tavoitetta. Käsillä olevassa tutkimuksessa tämä argumentti korostuu, koska sidosryhmämallit tarkoittavat varsinkin johdon näkökulmasta useiden tavoitteiden samanaikaista maksimointia – ilman, että kerrottaisiin, missä järjestyksessä maksimointi tai hyödyttäminen tapahtuisi. Näin syntyvää usean isännän ongelmaa konkretisoidaan tutkimuksessa tappiollisen paperitehtaan sulkemista koskevalla esimerkillä. Sulkeminen on ympäristölle hyvä, tavarantoimittajille huono, osakkeenomistajille ja rahoittajille hyvä, sijaintikunnalle huono (paitsi ympäristön kannalta), muiden toimipaikkojen kunnille hyvä, asiakkaille todennäköisesti huono ja niin edelleen. Edes

työntekijöiden intressit eivät ole yhtäläisiä, koska tehdaspaikkakunnan työntekijöiden haitta voi olla muiden paikkakuntien työntekijöiden etu.

Osakkeenomistajakeskeisyyttä näyttäisi puoltavan myös osakkeen arvonmääritys. Tutkimuksessa todetaan, että residuaalioikeudesta johtuva osakkeen arvon kytkeytyminen tulevien kassavirtojen nykyarvoon tarkoittaa osakkeenomistajan olevan etutahojen joukossa todennäköisesti pitkäjänteisin. Jopa osakkeen vain muutaman hetken omistavan osakkeenomistajan intressi yhtiössä on tästä näkökulmasta pitkäjänteinen: olennaista osakkeen myyntihinnan kannalta on ostajan käsitys tulevasta, vuosien taakse ulottuvista kassavirroista.

Näkökulman osakkeenomistajakeskeisyyteen olisi oltava dynaaminen. Osakkeenomistajakeskeisyys on yrittäjyyden kannalta välttämätöntä, sillä miksi muuten yrittäjäriskiä otettaisiin – tehtäisiin palkatonta työtä ja annettaisiin yhtiön hyväksi vakuuksia? Toisaalta useimmat kriittiset kirjoittajat keskittyvät nimenomaisesti tai hiljaisesti suuriin, usein monikansallisiin listayhtiöihin. Suurin piirtein samojen sääntöjen on kuitenkin sovelluttava listaamattomiin ja listattuihin yhtiöihin, sillä jos osakkeenomistajien asema olennaisesti heikkenee listaamisen myötä, yhtiöitä ei listata ja listatut yhtiöt yksityistetään. Edelleen on huomattava, että lähes kaikilla kansalaisilla on omistajaintressi osakeyhtiöissä eläkejärjestelmän kautta. Osakkeenomistajien ja sidosryhmien vastakkainasettelua kyseenalaistavia esimerkkejä on paljon.

Tutkimuksessa väitetään, että toiminnan tehokkuus ja kyky kerätä sijoituksia ovat myös ympäristön kannalta tärkeitä näkökohtia. Myös ympäristö hyötyy mahdollisimman suuren tuotoksen aikaansaamisesta annetuilla voimavaroilla ja teknologialla. Kyky kerätä sijoituksia on keskeistä niin sanotun vihreän siirtymän toteuttamiseksi. Vihreän siirtymän on yleisesti katsottu edellyttävän valtaviin yksityisten sijoitusten keräämistä. Koska ketään ei voida pakottaa sijoittamaan osakeyhtiöön, pitää sääntelyssä ottaa myös sijoittajat huomioon.

Osakkeenomistajakeskeisyyden kritiikki on tutkimuksessa tiivistetty kuuteen taloustieteelliseen tai sen kaltaiseen pääargumenttiin: osakkeenomistajien rajoitettu vastuu ja ulkoishaitat; osakkeenomistajien lyhytjänteisyys; niin sanottu Berle-Means-argumentti, jonka mukaan osakkeenomistajat ovat luopuneet omistuksesta delegoidessaan johtamisen hallituksille; osakkeenomistajien preferenssien erilaisuus; osakkeenomistajien oikeuksien identtisyys muiden etutahojen kanssa ja ympäristöoikeuden epäonnistuminen.

Otan mainituista argumenteista esille yhden, joka on usein toistettu väite osakkeenomistajien lyhytjänteisyydestä. Tutkimuksessa lyhytjänteisyys on määritelty positiivisen nykyarvon projektien toteuttamatta jättämiseksi. Yhtiö ei siis toteuta projekteja, joiden tuotto ylittää yhtiön keskimääräisen pääomakustannuksen. Sidosryhmillä ei juuri ole intressejä tällaisten projektien toteuttamiseen, koska sidosryhmien saatava ei projektien onnistumisen myötä kasva. Osakkeenomistajien omistuksen arvo sitä vastoin määräytyy tulevien kassavirtojen nyky-

arvon perusteella, jolloin osakkeenomistajilla on intressi ottaa riskejä ja toimia pitkäjänteisesti.

Taloustieteellisessä tutkimuksessa on huomattu merkkejä johdon jonkinasteisesta lyhytjänteisyydestä. Tämä on merkittävää, koska monet vaihtoehtoiset hallinnointimallit osoittavat lisää valtaa juuri johdolle. Taloustieteellisessä tutkimuksessa ei toisaalta ole voitu osoittaa esimerkiksi listayhtiöiden varojenjaon tai tuotekehitysinvestointien perusteella olennaista lyhytjänteisyyttä. Merkittävimmät listayhtiöt ovat pitkän aikavälin teknologiaintensiivisiä hankkeita (Tesla, Amazon, Microsoft, Apple, Google ja niin edelleen).

Kysymyksellä lyhyt- ja pitkäjänteisyydestä ei ole välitöntä yhteyttä ympäristön tilaan. Merkittävimmät saastuttajat, kuten öljy-yhtiöt ja kaivosteollisuus, ovat ilmeisen pitkäjänteisiä toimijoita. Tutkimuksessa kysytäänkin, ovatko yritykset yhteiskunnan näkökulmasta liian pitkäjänteisiä sikäli, että ne toteuttavat liikaa projekteja, koska ulkoishaittoja ei oteta kustannuksina huomioon. Kriittisessä kirjallisuudessa väitetään osakkeenomistajien olevan lyhytjänteisiä ja investoivan liian vähän, mutta ei olla huolissaan siitä, että vahva vastuullisuus saattaisi vähentää haluja ja mahdollisuuksia investoida listayhtiöihin.

## 5. Hypoteettinen vahva vastuullisuus

Tutkimuksessa käsitellään useita kirjallisuudessa esille tuotuja osakkeenomistajakeskeisyydelle vaihtoehtoisia hallinnointimalleja. Monet näistä malleista eivät tarkoittaisi perustavaa laatua olevaa muutosta osakkeenomistajakeskeisyyteen, vaan kysymys olisi ennemminkin siitä, miten kirjoittajan mielestä liiketoimintaa tulisi harjoittaa.

Vahvan vastuullisuuden mallit sitä vastoin herättävät kysymyksiä mallien perusteluiden, toiminnan tehokkuuden ja pääomien keräämisen sekä järjestelmän koherenssin näkökulmasta. Tällaisissa malleissa päätösvaltaa näyttäisi usein siirtyvän yhtiön johdolle ja tavoitteet näyttäisivät liittyvän sidosryhmien aseman parantamiseen. Jää epäselväksi, miksi yhtiön johto olisi tai mahdollisesti sidosryhmät olisivat osakkeenomistajia parempia määräysvallan käyttäjiä. Sekä johto että sidosryhmät ovat edellä kuvatulla tavalla todennäköisesti osakkeenomistajia lyhytjänteisempiä ja riskiä karttavia. Osakkeenomistajien valvonnasta vapautetun johdon voidaan olettaa toimivan tehottomasti. Sidoryhmien erityisen huomioon ottamisen käytännöllistä kritiikkiä on käsitelty edellä.

Tutkimuksessa on pyritty arvioimaan niitä osakeyhtiölain säännöskokonaisuuksia, joita vahvan vastuullisuuden yhtiössä olisi arvioitava uudelleen. Varojen jatkuva jakaminen olisi todennäköisesti riski kaikille yhtiön etutahoille. Varojen vapaa käyttö kyseenalaistaa yhtiöoikeudellisen pääomajärjestelmän ja seura-

musjärjestelmän. Kysymys on järjestelmän koherenssista, ennakoitavuudesta ja sitä kautta osapuolten oikeusturvasta.

## 6. Lopuksi

Tutkimuksessa lähdetään siitä, että kompromissi vastuullisuuden ja voitontuotamisen välillä sekä ulkoishaittojen minimointi tapahtuisivat edelleen alakohtaisessa sääntelyssä ja taloudellisen ohjauksen avulla (päästökauppa, verotus ja julkiset tuet). On eri asia kirjoittaa 50 pykälää työaikalain yksityiskohtia kuin toivoa, että yhtiön hallitus hypoteettisten osakeyhtiöoikeudellisten velvollisuuksien nojalla tulisi ylipäättään ajatelleeksi työaikoja ja päättyisi vastuullisuusharkinnassaan samaan tulokseen kuin poliittiset päätöksentekijät lainsäädäntötyössä. Fossiilisten polttoaineiden käytön kieltäminen on tehokkaampaa kuin luottaa yhtiöoikeudellisten periaatteiden tapauskohtaisen tulkinnan vievän samaan suuntaan.

Ympäristökatastrofiin tulee puuttua nykyistä määrätietoisemmin, mutta samalla ei todennäköisesti kannattaisi olennaisesti heikentää tehokasta tuotantovälinettä, osakeyhtiötä. Kun osakeyhtiöoikeuden kehittämistä arvioidaan, saattaisi joka tapauksessa olla perusteltua keskittyä kiireellisiin ympäristöongelmiin eikä vaikeasti määrittävään, arvostuksenvaraiseen ja mahdollisesti ympäristön kannalta ongelmalliseen yleiseen vastuullisuuteen.

Osakeyhtiöoikeuden yksityiskohtien osalta tutkimuksessa ehdotetaan, että riittävällä osakkeenomistajien määränemmistöllä voitaisiin tehdä yksittäisiä puhtaasti eettisiä päätöksiä sekä mahdollisesti myös hallitusti muuttaa yhtiön toiminnan tarkoitusta. Sääntelyssä voitaisiin mahdollisesti käyttää hyväksi erilaisia kehittyviä kansainvälisiä ympäristö- ja vastuullisuusstandardeja. Samalla on kuitenkin ymmärrettävä tällaisiin päätöksiin liittyvät väärinkäyttösmahdollisuudet ja tehottomuus sekä esimerkiksi mahdolliset vaikutukset eläketuottoihin ja verokertymään.