

# OYL 18:7:n mukainen käypä hinta – tilastollinen analyysi noteeraamattomien yhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määräytymisestä

**HAKUSANAT:** yhtiöoikeus, osakeyhtiö, käypä hinta, vähemmistöosake, tilastollinen analyysi

## 1. Johdanto

Artikkelissa tarkastellaan lunastushinnan määrittämistä osakeyhtiölain (624/2006, OYL) 18 luvun mukaisissa vähemmistöosakkeiden lunastustilanteissa. Tällöin enemmistöosakkeenomistaja eli se, jolla on yli 9/10 yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, on sekä oikeutettu että velvollinen lunastamaan vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet. Jos lunastushinnasta ei päästä yksimielisyyteen, asian voi saattaa Keskuskauppakamarin lunastuslautakunnan nimeämän välimiesoikeuden ratkaistavaksi.<sup>1</sup> Tällöin lunastushinta on OYL 18:7.1:n (726/2013) mukaan määritettävä välimiesmenettelyn vireille tuloa edeltävän ajankohdan *käyvän hinnan* mukaan. Käyvän hinnan määrittämisen ongelmana on, että määrittämiseen ei ole olemassa yhtä oikeaa tapaa, eikä laissa ole tarkempia säännöksiä asiasta. Käyvän hinnan määrittely jätettiin lainsäädännössä tarkoituksella avoimeksi, koska *tulkinnan suuntaviivojen toivottiin syntyvän* välimieskäytännön myötä.<sup>2</sup>

Artikkelissa tarkastellaan välimieskäytäntöä sen selvittämiseksi, miten käypä hinta tulisi määrittää. Aiemmista tutkimuksista poiketen tutkimus keskittyy *noteeraamattomiin yhtiöihin*. Rajaus on perusteltu, koska valtaosa osakeyhtiöistä on noteeraamattomia ja niitä koskevaa tutkimusta on niukasti.<sup>3</sup> Tarkastelutavassa yhdistyvät lainopillinen ja empiirinen tutkimusote. Teoreettisena viitekehystenä toimii OYL 18:7.1:n lainopillinen tulkinta, ja lisäksi hyödynne-

\* Hanna Savolainen, OTK, VT, yliopisto-opettaja, Itä-Suomen yliopisto. Jani Saastamoinen, KTT, yliopistonlehtori, Itä-Suomen yliopisto.

1. OYL 18:1 ja 18:3.

2. HE 27/1977 vp uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi s. 116.

3. Noteeraamattomia osakeyhtiöitä oli vuoden 2014 lopussa rekisteröity 251 421 kpl ja julkisia osakeyhtiöitä taas 223 kpl, [www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html](http://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html).

tään liiketaloustieteen arvonmääritysteorioita. Keskeinen osa artikkelia on välimieskäytäntöä koskevan empiirisen aineiston tilastollinen analysointi, koska esitöissä viitataan välimieskäytäntöön keskeisenä käyvän hinnan määrittämistä ohjaavana tekijänä.<sup>4</sup> Tilastollisen analyysin avulla saadaan täsmällinen kuvaus välimieskäytännöstä ja samalla olennainen *perusta ja lähtökohta* tulkintasuosituksille. Artikkelissa välimieskäytäntöä arvioidaan analyysin pohjalta yleisellä tasolla. Tässä vaiheessa ei ole tarkoitus muodostaa yksityiskohtaisia tulkintasuosituksia, vaan se tullaan toteuttamaan myöhemmin erillisessä artikkelissa.

Perinteisesti lainopillisessa tutkimuksessa argumenteilta ei ole edellytetty tilastollista edustavuutta. Jos kuitenkin tutkimuksessa käytetään empiiristä tietoa, sitä on syytä hankkia empiiriseen tiedonhankintaan soveltuvin menetelmin.<sup>5</sup> Edelleen tieteelliselle toiminnalle tunnusomainen piirre, arkkokemusta laajempien havaintomäärien käsitteleminen, asettaa menetelmälle omat vaatimuksensa.<sup>6</sup> Tilastollisen analyysin avulla vältetään myös epäsystemaattisiin käsityksiin pohjautuvan kuvan muodostaminen ratkaisukäytännöstä, joka helposti ajan mittaan saattaa kehittyä ”tiedetyksi totuudeksi!”<sup>7</sup>

Lähtökohtana käyvän hinnan määrittämisessä on osakkeen markkina-arvo, mutta myös tuotto- ja substanssiarvoja käytetään.<sup>8</sup> Artikkelissa tarkastelun kohteena on se, missä määrin välimiesoikeus on perustanut lunastushinnan edellä mainittuihin arvotyyppeihin. Lisäksi tarkastellaan sitä, miten välimiesoikeuden vahvistama lunastushinta painottuu suhteessa enemmistöosakkeenomistajan eli lunastajan ja vähemmistöosakkeenomistajan vaatimuksiin. Tarkastelun kohteena on myös kysymys, onko lunastushinnan perusteena käytetyillä arvotyypeillä vaikutusta lunastushinnan painottumiseen. Välimiesmenettelyssä vähemmistön etua valvoo pääsääntöisesti uskottu mies. Uskotun miehen osuutta ei kuitenkaan käsitellä tässä artikkelissa, vaan sitä tullaan käsittelemään myöhemmin erillisessä artikkelissa.

Artikkeli rakentuu seuraavasti: Luvussa 2. luodaan katsaus aikaisempaan tutkimukseen. Luvuissa 3. ja 4. taustoitetaan tilastollista analyysiä tarkastelemalla käyvän hinnan määrittämistä eri arvotyyppien perusteella sekä hinnan määrittämiseen vaikuttavia lunastusmenettelyä koskevia säännöksiä. Luvussa 5.

4. OYL:a säädettäessä esitöissä tarkennettiin käyvän hinnan määräytymisen lähtökohtia, mutta oikeuskäytäntö nähtiin edelleen tärkeänä. HE 109/2005 vp uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi s. 173.

5. *Jukka Kultalahti*: Empiirinen metodi oikeudellisen tulkinnan apuvälineenä. Teoksessa Anssi Keinänen – Mia Kilpeläinen – Ulla Väätänen (toim.): Empiirisen oikeustutkimuksen kokemukset, haasteet ja tulevaisuus. Itä-Suomen yliopisto 2010 s. 15–43, s. 20–21.

6. *Esko Rieppula*: Muiden tieteenalojen metodologinen merkitys oikeustieteelle. Teoksessa Jukka Kekkonen (toim.): Oikeustieteen perusteet, menetelmät ja tavoitteet. *Studia iuridica* 1981 s. 45–51, s. 49.

7. *Kaijus Ervasti*: Oikeuden empiirisestä tutkimuksesta. *Oikeus* 2003 s. 48–50, s. 49.

8. HE 109/2005 vp s. 173.

esitetään tilastollinen analyysi ja luvussa 6. puolestaan yhteenveto ja johtopäätökset.

## 2. Aikaisempi tutkimus

Lainvalmistelun yhteydessä vuonna 1992 toteutetussa, tiettävästi ensimmäisessä lunastushinnan määräytymistä koskevassa selvityksessä todettiin käyvän hinnan yksiselitteisen määrittämisen olevan mahdotonta. Silti katsottiin, että lunastushinnan tulisi edelleenkin olla käypä hinta ja erimielisyystilanteissa sen määrittäminen jäisi välimiesten tehtäväksi, koska ainoastaan he pystyvät ottamaan kuhunkin tapaukseen liittyvät yksityiskohdat riittävällä tarkkuudella huomioon.<sup>9</sup> Tapauskohtaisuutta korostettiin myös *af Schulténin* (1994) tutkimuksessa, tosin huomautuksin, ettei varmoja johtopäätöksiä voida tehdä aineiston pienuuden vuoksi. Ratkaisuissa painottui kurssinoteerauksen tai aiempien kauppohen perusteella määräytyvä hinta silloin, kun se oli mahdollista. Substanssiarvoa käytettiin arvostuksessa tuottoarvoa useammin, ja myös eri arvojen yhdistelmiä käytettiin.<sup>10</sup>

*Timosen* (2001) mukaan yhdenmukaisia menettelytapoja välimieskäytännössä oli muodostunut vain osaksi. Eri arvonmääritystapojen painottamisessa ei ollut osoitettavissa yksiselitteistä ja kaikkiin tapauksiin soveltuva tapaa. Noteeraamattoman yhtiön osakkeilla aiempaan kaupankäyntiin perustuvan hinnan merkitys ei ollut yhtä vahva kuin pörssiyhtiöissä. Substanssiarvoa käytettiin vertailuarvona ja myös vähimmäisarvona. Tuottoarvo tai aiempiin kauppohen perustuva arvo puolestaan syrjäyttivät niitä alemman substanssiarvon.<sup>11</sup>

*Sillanpää* (2002) tarkasteli lunastushinnan osalta muun muassa tuotto- ja substanssiarvostusta toissijaisena vaihtoehtona. Vaikka useimmissa tapauksissa lunastushinta vahvistettiin substanssiarvon pohjalta, tuottoarvo oli kasvattamassa merkitystään.<sup>12</sup> *Silaskivi* (2004) puolestaan totesi vähemmistöosakkeen

9. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n mietintö. Oikeusministeriön komiteamietintö 1992:32 s. 321–323. Tarkasteltavana oli 27 sulautumiseen ja vähemmistöosakkeiden lunastukseen liittyvää välitystuomiota vuosilta 1982–1992.

10. *Gerhard af Schultén*: Skiljemannapraxis vid inlösen av dotterbolagsaktier. Teoksessa Asianajan työkentältä – Från advokatens arbetsfält. Suomen asianajajaliitto 1994 s. 377–398. Tutkimus käsitti 20 välitystuomiota vuosilta 1980–1993.

11. *Pekka Timonen*: Lunastushinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä. Teoksessa Velka, vakuus ja prosessi. Juhlajulkaisu Erkki Havansi 1941–11/7–2001. Lakimiesliiton Kustannus 2001 s. 351–370. Aineistona olivat 1.9.1997 jälkeen annetut välitystuomiot, joiden lukumäärää ei mainita.

12. *Matti J. Sillanpää*: Skiljemannapraxis vid inlösen av minoritetsaktier i Finland. Nordisk tidskrift för selskabret 2002 s. 33–45. Tutkimus käsitti 60 tuomiota vuosilta 1992–2001.

käyvän arvon määrittelyn ennustettavuuden parantuneen. Markkinahinta syrjäytti yhä selvemmin muut arvostusmenetelmät. Välimiesten rooli korostui kuitenkin edelleen erityisesti listaamattomien yhtiöiden arvonmäärittämisessä, koska niissä jouduttiin soveltamaan muitakin arvostusmenetelmiä kuin markkinahintaa.<sup>13</sup> Viimeisimpänä välimieskäytäntöä on tutkinut Pönkä (2015). Lunastushinnan osalta tarkastelu keskittyi ennen kaikkea siihen, milloin käypä hinta voidaan perustaa markkinahintaan ja milloin joudutaan käyttämään muita arvonmäärittäysperiaatteita. Osakkeen arvonmäärittäminen todettiin varsin selvästi olevan korostuneen tapauskohtaista.<sup>14</sup>

Aiemman tutkimuksen mukaan näyttäisi noteeraamattoman yhtiön käyvän hinnan määrittämisessä korostuvan *tapauskohtaisuus*.<sup>15</sup> Muut keskeiset huomiot voidaan tiivistää seuraavasti: 1) Markkinahinnan ensisijaisuus koskee myös noteeraamattomia yhtiöitä. 2) Ennen lunastusvaatimuksen esittämistä osakkeilla käytyjen kauppajen hintataso on merkityksellinen. 3) Vaihtoehtoisista arvonmäärittäytavoista substanssiarvo oli aiemmin tuottoarvoa yleisempi, mutta nyttemmin tuottoarvoa pidetään ensisijaisena. 4) Substanssiarvoa pidetään pääsääntöisesti yrityksen vähimmäisarvona. 5) Lunastettavien osakkeiden arvoon ei saa vaikuttaa alentavasti se, että ne ovat vähemmistöosakkeita.

Ruotsalaisesta välimieskäytäntöä koskevasta tutkimuksesta voidaan mainita esimerkiksi *Flodhammarin* (1980), *Widhagenin* (1990), *Jennergrenin* (1997) ja *Sjöbergin* (2007) tutkimukset.<sup>16</sup> Niissä, lukuun ottamatta Flodhammaria, painotetaan markkinahinnan ensisijaisuutta. Esimerkiksi Sjöbergin mukaan lunastushinnan vahvistaminen muun kuin noteeratun arvon tai osakkeilla tehtyjen aiempien kauppajen perusteella oli epätavallista ja valtaosassa tapauksista lunastusta edelsi julkinen ostotarjous.<sup>17</sup> Flodhammarin mukaan taas tuottoarvo oli käytetty ja substanssiarvo vähimmäisarvo.<sup>18</sup>

Lunastushinnan määräytymistä tarkasteltaessa voidaan oikeustieteellisen tutkimuksen lisäksi hyödyntää liiketaloustieteellisiä tutkimuksia. Niissä tarkas-

13. *Vesa Silaskivi*: Osakkeen käypä hinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistön lunastusmenettelyssä, viimeaikaista välimieskäytäntöä. *Defensor Legis* 2004 s. 1048–1062. Väilytystuomiot ovat vuosilta 2003 ja 2004; lukumäärää ei mainita.

14. *Ville Pönkä*: Osakkeen lunastaminen. *Talentum* 2015 s. 642 ss. Tutkimus käsitti kaikki vuosina 2000–2014 rekisteröidyt OYL 16–18 luvuissa tarkoitetut väilytystuomiot, yhteensä 147 kappaletta.

15. Vuoden 1978 osakeyhtiölain 16:5:n (734/1978, EOYL) mukaan välimiesten oli hinnanmäärittämisessä otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa vaikuttavat seikat.

16. *Gunnar Flodhammar*: *Företagsvärdering vid tvångsinlösen*. Norstedt 1980, *Gunnar Widhagen*: *Om tvångsinlösen av aktier – några reflektioner*. Teoksessa Leif Thorsson – Sven Unger (red.): *Festskrift till Gotthard Calissendorff*. Norstedt 1990 s. 309–327, *Peter Jennergren*: *Marknadspriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balken-målet*. *Juridisk Tidskrift (JT)* 1/1996/97 s. 59–91 ja *Gustaf Sjöberg*: *Tvångsinlösen*. Lure Förlag 2007.

17. *Sjöberg* 2007 s. 374–376.

18. *Flodhammar* 1980 s. 202.

telu kohdistuu ennen kaikkea käytettyihin arvonmääritysmenetelmiin. Esimerkiksi *Le Clair* (1990) tutki listaamattomien yhtiöiden vero-oikeudellisissa arvonmäärityksissä käytettävien menetelmien luotettavuutta. Tutkimustulokset puolsivat vahvasti tuottoarvomenetelmien käyttöä, kun taas substanssiarvomenetelmän käyttäminen näytti johtavan virheisiin sekä yli- tai aliarvostukseen.<sup>19</sup> *Beatty, Riffe* ja *Thompson* (1999) puolestaan tutkivat vertailumenetelmien käyttöä listaamattomien yhtiöiden vero-oikeudellisissa arvonmäärityksissä ja osoittivat niiden soveltuvuuden arvonmäärittämiseen. Tulosten katsottiin pätevän myös muissa oikeudellisissa arvonmäärityksissä.<sup>20</sup>

*Chenin, Yeen* ja *Yoon* (2007 ja 2010) tutkimuksissa tarkasteltiin vähemmistöosakkeiden arvonmäärittämistä lunastuksiin liittyvissä oikeudenkäynneissä.<sup>21</sup> Tarkastelun kohteena oli arvonmäärittämisessä käytettävän menetelmän vaikutus lopulliseen arvoon. Varhaisemmassa tutkimuksessa (2007) verrattiin kahta erityyppistä menetelmää. Tutkimuksen mukaan lunastajan käsitys arvosta poikkesi tuomioistuimen vahvistamasta arvosta systemaattisesti alaspäin ja vähemmistöosakkeenomistajan vastaavasti ylöspäin. Tulevaisuuteen suuntautuvaa arvonmääritysmenetelmää (forward-looking method) käytettäessä arvonmäärittämisen tarkkuus kuitenkin keskimäärin parani.<sup>22</sup> Uudemmassa tutkimuksessa (2010) tarkasteltiin sekä tuomarin että osapuolten käyttämiä arvonmääritysmenetelmiä ja niiden vaikutusta lopulliseen arvoon. Tutkimustulosten mukaan käytetyllä arvonmääritysmenetelmällä tai sillä, että tuomari käytti samaa menetelmää kuin jompikumpi osapuolista, ei ollut vaikutusta lopulliseen arvoon. Loppupäätelmänä todettiin tuomarin käyttämän arvonmäärittämismenetelmän valinnan olevan tapauskohtaista. Tulevaisuuteen suuntautuvaa menetelmää käytettiin silloin, kun sitä pidettiin tapaukseen parhaiten soveltuvana.<sup>23</sup>

19. *Mark Le Clair*: Valuing the Closely-Held Corporation: The Validity and Performance of Accepted Valuation Procedures. *Accounting Horizons* September 1990 s. 31–42.

20. *Randolph Beatty – Susan Riffe – Rex Thompson*: The Method of Comparables and Tax Court Valuations of Private Firms: An Empirical Investigation. *Accounting Horizons (AH)* July 1999 s. 177–199.

21. *Feng Chen – Kenton K. Yee – Yong Keun Yoo*: Robustness of Judicial Decisions to Valuation-Method Innovation: An Exploratory Empirical Study. *Journal of Business Finance & Accounting (JBFA)* November/December 2010 s. 1094–1114 ja *Feng Chen – Kenton K. Yee – Yong Keun Yoo*: Did Adoption of Forward-looking Valuation Methods Improve Valuation Accuracy in Shareholder Litigation? *Journal of Accounting, Auditing and Finance (JAAF)* Vol. 22, 2007 s. 573–598. Tutkimusten aineistona oli 94 kappaletta Delawaren osavaltion yhtiöoikeudellisiin asioihin keskittyneessä Court of Chancery -tuomioistuimessa annettua vähemmistöosakkeiden arvonmäärittämisestä koskevaa tuomiota. Delawaren lain mukaan eri mieltä olevilla vähemmistöomistajilla on oikeus saada tuomioistuimen päätös osakkeiden arvosta merkittävien yritysjärjestelyjen, kuten fuusioiden tai MBO-yrityskauppojen yhteydessä.

22. *Chen et al.* JAAF 2007.

23. *Chen et al.* JBFA 2010.

### 3. Käypä hinta lunastushintana

#### 3.1. Lunastussäännösten taustaa

Vähemmistöosakkeiden lunastuksessa on viime kädessä kyse pakkolunastuksesta. Säännösten taustalla on käsitys siitä, että yli 9/10 omistus- ja äänivaltaisuus yhtiössä voi olla hankala eturistiriitojen vuoksi molemmille osapuolille. Enemmistö voi pakottaa vähemmistön noudattamaan tahtoaan useimmissa tilanteissa tarvitsematta huomioida vähemmistön vähintään 10 % omistukseen liittyviä oikeuksia. Vähemmistön oikeudet moittia yhtiökokouksen päätöksiä (OYL 21:1) tai vaatia yhtiön asettamista selvitystilaan (OYL 23:2.1) puolestaan voivat aiheuttaa yhtiölle haitallisia seurauksia. Lunastussäännöksillä haluttiin tarjota kohtuullinen ratkaisu ristiriitatilanteisiin. Säännöksillä varmistettiin, että vähemmistö pääsee eroon omistuksestaan käyvällä hinnalla ja enemmistöosakkeenomistaja saa yhtiön kokonaan omistukseensa.<sup>24</sup>

Vähemmistön oikeussuoja lunastuksessa turvattiin oikeudella vaatia lunastusta ja saada osakkeista riittävän korkea lunastushinta. Lisäksi uskottua miestä, välemiesmenettelyn kulujen korvaamista sekä muutoksenhakua koskevilla säännöksillä pyrittiin minimoimaan oikeudenmenetyksen vaara menettelyssä.<sup>25</sup> Vähemmistöosakkeenomistajan etua valvomaan määrätään pääsääntöisesti uskottu mies. Välimesioikeuden sekä uskotun miehen palkkioista ja kuluista vastaa pääsääntöisesti lunastaja, ja välitystuomioon on oikeus hakea muutosta.<sup>26</sup>

Lunastussäännökset voidaan nähdä tasapainoiluna asianosaisten osin ristiriitaisten etujen välillä.<sup>27</sup> Alun perin lunastussäännöksissä painottui vähemmistön näkökulma,<sup>28</sup> mutta nykyisin lunastushinnan lähtökohtana oleva *neutraali markkinahinta* perustuu *kaikkien markkinaosapuolten* käsityksiin osakkeiden oikeasta hintatasosta. Sen on katsottu parhaiten sovittavan yhteen osapuolten

24. HE 27/1977 vp s. 107–108, *Manne Airaksinen – Jyrki Jauhiainen*: Osakeyhtiölaki. WSOY 1997 s. 527–528, *Manne Airaksinen – Pekka Pulkkinen – Vesa Rasinaho*: Osakeyhtiölaki II. 2. uudistettu painos. Talentum 2010 s. 554–555, *Veikko Vahtera*: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus 2011 s. 327–328, *Juhani Kyläkallio – Olli Iirola – Kalle Kyläkallio*: Osakeyhtiö I. Edita 2012 s. 218 ja *Pönkä* 2015 s. 141–156. Ks. myös *Timo Kaisanlahti*: Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräysvallan siirryttyä. Oikeustiede – Jurisprudentia 1995 s. 143–235.

25. HE 27/1977 vp s. 108.

26. OYL 18:4, 18:5, 18:8 ja 18:10 (1752/2009).

27. *Risto Nuolimaa*: Välemiesmenettelystä vähemmistöosakkeita pakkolunastettaessa. Teoksessa *Juhlajulkaisu Pekka Hallberg 1944–12/6–2004*. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2004 s. 248–263, s. 250–251.

28. HE 27/1977 vp s. 108 mukaan vähemmistölle oli ”turvattava niin korkea lunastushinta, että he voivat tappiota sijoittaa pääomansa muualle”.

intressiristiriidat ja turvaavan yhtäältä lunastajalle riittävän ennakoitavuuden ja toisaalta vähemmistön perusteltuja odotuksia.<sup>29</sup>

Markkinahinta on käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana niin noteeratuissa kuin muissakin yhtiöissä, mutta myös muilla arvostusmenetelmillä, kuten tuotto- ja substanssiarvomenetelmillä, katsotaan olevan merkitystä.<sup>30</sup> Periaatteet pohjautuvat liiketaloustieteen arvonmääritysmenetelmiin, jotka voidaan karkeasti jakaa kolmeen ryhmään: 1) markkinaperusteisiin, 2) yrityksen tuottoihin ja 3) yrityksen varallisuuteen perustuviin menetelmiin.<sup>31</sup> Vastaavasti kukin menetelmä tuottaa omanlaisensa *arvotyypin*: markkina-, tuotto- tai substanssiarvon. Lunastushinta tulisikin määrittää sitä arvonmääritysmenetelmää käyttäen, jonka tuottama arvotyyppi vastaa tilanteessa parhaiten käypää hintaa.<sup>32</sup>

### 3.2. Käyvän hinnan määrittäminen markkinahintaan perustuen

Markkinahinta on lähtökohtana käyvän hinnan määrittämiselle, jos sen ”voidaan luotettavasti katsoa muodostuneen”.<sup>33</sup> Tämän on katsottu johtavan kahteen kysymykseen: 1) onko kaupankäynti osakkeella ollut sellaista, että markkinahinnan voidaan katsoa muodostuneen ja 2) voidaanko markkinahintaa pitää luotettavana osoituksena käyvästä arvosta.<sup>34</sup> Koska markkinahinta perustuu

29. *Silaskivi* DL 2004 s. 1051, *Sjöberg* 2007 s. 381, *Vahtera* 2011 s. 351–352 ja *Pönkä* 2015 s. 657–659. Vahteran mukaan ennakoitavuus turvaa osakkeenomistajan mahdollisuuden sijoittaa tappiota varansa muualle.
30. HE 109/2005 vp s. 173, *Airaksinen – Jauhiainen* 1997 s. 534–536, *Kyläkallio ym.* 2012 s. 237–239 ja *Jukka Mähönen – Seppo Villa*: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. 3. painos. Sanoma Pro 2012 s. 724–726.
31. *Shannon P. Pratt – Robert F. Reilly – Robert P. Schweihs*: Valuing Small Businesses and Professional Practices. 3rd Edition. Homewood 1998 s. 197–198, *Stanley J Feldman*: Principles of Private Firm Valuation. Wiley Finance 2005 s. 45, *Z. C. Mercer – Travis W. Harms*: Business Valuation, an Integrated Theory. 2nd Edition. Wiley 2008 s. 170–172 ja *Jonathan Bäck – Tomi Karsio – Eeva-Maria Markula – Mikko Palmu*: Due diligence, onnistuneen yrityskaupan edellytys. KHT-media 2009 s. 123 sekä *Hanna Savolainen*: Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisenä ongelmana, osa II: Arvon määrittämisessä käytettävistä menetelmistä. Edilex 2014/26 s. 9–22.
32. *Shannon P. Pratt – Alina V. Niculita*: Valuing a Business, the Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 5th Edition. McGraw-Hill 2008 s. 69 ja *James R. Hitchner*: Financial Valuation, Applications and Models. 3rd Edition. Wiley 2011 s. 31. Ks. myös *Seppo Penttilä*: Osakkeen arvo verotuksessa, tutkimus arvostamisongelmasta tulo- ja varallisuusverotuksessa erityisesti osakkeen arvoa silmällä pitäen. Suomalainen Lakimiesyhdistys 1991 s. 129.
33. HE 109/2005 vp s. 173.
34. *Pönkä* 2015 s. 659. Hänen mukaansa (s. 661–662 ja 667) noteeraamattoman yhtiön kohdalla keskeistä on, onko osakkeilla käyty sellaista kauppaa, jossa markkinahinta on muodostunut. Jos markkinahinta on muodostunut, sitä voidaan yleensä pitää luotettavana osoituksena käyvästä hinnasta.

kaikkien markkinaosapuolten käsityksiin oikeasta hintatasosta, sen katsotaan edustavan neutraalia arvonmittaria. Markkinahinnan oletetaan muodostuvan markkinoilla *osapuolista riippumatta*, mikä edellyttää riittävää määrää ostajia ja myyjiä. Lisäksi osapuolten on oltava asiaa tuntevia, liiketoimeen halukkaita ja pystyviä sekä toisistaan riippumattomia.<sup>35</sup>

Noteeraamattoman yhtiön osakkeilla kaupankäynti on yleensä vähäistä, minkä vuoksi markkinahintaa ei välttämättä muodostu. Käytännössä kuitenkin käyvän hinnan on katsottu muodostuneen lukumääräisesti vähäisenkin kaupankäynnin perusteella, kuten korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 1993:31. KKO ei tosin ratkaisussaan ota kantaa *markkinahinnan muodostumiseen*.<sup>36</sup> Tähän ei ollut tarvetta, koska yhtiön kokonaisarvosta ei ollut erimielisyyttä.<sup>37</sup> Joka tapauksessa KKO:n ratkaisun on oikeuskirjallisuudessa ja välimieskäytännössä katsottu sisältävän vahvan kannanoton osakkeilla käydyn kaupan ensisijaisuudesta käyvän hinnan määrittämisessä.<sup>38</sup>

Kaupankäynnissä muodostunutta hintatasoa pidetään merkityksellisenä, vaikka se ei täysin vastaisikaan edellä kuvattua neutraalia markkinahintaa. On pidetty riittävänä, että kauppahinta *ilmentää markkinahintaa*. Tällöin merkitystä on annettu muun muassa osapuolten asiantuntemukselle ja riippumattomuudelle sekä hinnanmuodostuksen aitoudelle.<sup>39</sup> Kauppahinta saatetaan myös mieltää epävarmaa laskelmaa luotettavammaksi arvonmittariksi.<sup>40</sup> Toisaalta on syytä tiedostaa, että toteutunut kauppa on lähtökohtaisesti osoitus vain siitä, että joku yksittäinen taho on arvostanut (ehkä omista subjektiivista intresseistään johtuen) osakkeet kauppahinnan arvoiseksi.<sup>41</sup> Näin ollen, mikä tahansa kauppahinta ei voi olla käyvän hinnan määrittäksen lähtökohtana, ellei se ilmennä markkinahintaa edellä kuvatuin tavoin.

35. *Silaskivi* DL 2004 s. 1056, *Kyläkallio ym.* 2012 s. 238, *Mähönen–Villa* 2012 s. 725, KKO 1993:62 sekä CCC Corporation Oy 24.4.2012 ja KM-Yhtymä Oy 20.6.2013.

36. Vrt. HE 109/2005 vp s. 173, jossa ratkaisuun viitataan hieman harhaanjohtavasti markkinahinnan yhteydessä.

37. Erimielisyys koski sitä, oliko myyjän katsottava myydessään 225 osaketta tosiasiaa luopuneen myös hänen omistukseensa jääneistä 50 osakkeesta, kuten ostaja väitti. Ratkaisun merkitystä ovat kritisoineet *af Schultén* 1994 s. 395, *Kaisanlahti* 1995 s. 196–198 ja *Nuolimaa* 2004 s. 259. Myös *Timonen* 2001 s. 363–364 kritisoi markkinoiden aitouden ja määräysvaltapreemion merkityksen unohtamista. Ks. myös *Savolainen* 2014 s. 24–25.

38. *Timonen* 2001 s. 363–364, *Silaskivi* DL 2004 s. 1056 ja *Pönkä* 2015 s. 663.

39. *Silaskivi* DL 2004 s. 1056, *Kyläkallio ym.* 2012 s. 238, *Pönkä* 2015 s. 663 sekä CCC Corporation Oy 24.4.2012 ja KM-Yhtymä Oy 20.6.2013.

40. KKO 1993:62 ja *Pönkä* 2015 s. 663–664.

41. Yrityskaupassa hinta määryytyy tyypillisesti neuvottelujen tuloksena, jolloin lähtökohtana ovat osapuolten *subjektiiviset* ja toisistaan poikkeavat arvot. *Kalervo Virtanen*: Yrityksen arvon määrittäminen potentiaalisen ostajan näkökulmasta, erityisesti epävarmuus huomioonottaen. *Hel-singin kauppakorkeakoulu* 1972 s. 14–15 ja *Flodhammar* 1980 s. 94–96.

### 3.3. Käyvän hinnan määrittäminen tuotto- tai substanssiarvoon perustuen

Toissijaisesti käyvän hinnan määrittäminen tapahtuu tavallisesti tuotto- tai substanssiarvon avulla.<sup>42</sup> Arvot eroavat toisistaan siten, että tuottoarvossa yrityksen arvo määräytyy *tulevaisuuden tuottojen* ja substanssiarvossa tämänhetkisen *nettovarallisuuden* perusteella. Toinen keskeinen ero on, että toisin kuin substanssiarvossa, tuottoarvossa huomioidaan yrityksen liiketoiminnan ja aineettoman omaisuuden tuottama lisäarvo eli *liikearvo*.<sup>43</sup> Usein merkittävä osa yrityksen arvosta muodostuu liikearvosta.<sup>44</sup>

Esitöissä ei oteta kantaa siihen, kumpaa arvoista tulisi ensisijaisesti käyttää. Oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden mukaan tuottoarvoa pidetään ensisijaisena, kun kyse on *toimivan yrityksen* arvosta.<sup>45</sup> Yrityksen arvon katsotaan nimittäin määräytyvän sen *tulevaisuuden tuottojen* perusteella. Käyvän hinnan on myös nimenomaisesti katsottu muodostuvan tulevia voittoja koskevista odotusarvoista.<sup>46</sup> Lisäksi tuottoarvoa pidetään markkina-arvon parhaana vastineena.<sup>47</sup> Toisaalta tuottoarvoon liittyy myös epävarmuutta, koska sen laskemisessa käytettävät komponentit perustuvat aina jossakin määrin subjektiivisiin ja epävarmoihin arvioihin tulevaisuuden tuotoista ja riskeistä. Toisinaan tuottoarvo on välimieskäytännössä jopa sivuutettu sen epäluotettavuuden vuoksi.<sup>48</sup> Teoreettisesti tuottoarvoa pidetään kuitenkin oikeampana lähtökohtana. Näin ollen se tarjoaa paremman perustan ratkaisulle kuin muodollisesti tarkka, mutta irrelevantti laskelma.<sup>49</sup>

Substanssiarvoa pidetään yleensä luotettavana sen perustuessa taseeseen kirjattuihin omaisuus- ja velkaeriin. Luotettavuus voi kuitenkin olla näennäistä,

42. *Timonen* 2001 s. 354–357, *Kyläkallio ym.* 2012 s. 238–240 ja *Mähönen – Villa* 2012 s. 726–728.

43. Lisäarvo syntyy yrityksen toimintansa avulla luomasta synergiasta. Taustalla on näkemys yrityksestä aineellisten ja aineettomien tuotannontekijöidensä muodostamana kokonaisuutena, jonka arvo on enemmän kuin osiensa summa.

44. *Virtanen* 1972 s. 17–21 ja *Jarmo Leppiniemi*: Omaisuuden arvo: arvonmääritys, tilinpäätös, verotus. Kauppakaari 1999 s. 21 ja 63.

45. *af Schultén* 1994 s. 524, *Kyläkallio ym.* 2012 s. 238–239, *Mähönen – Villa* 2012 s. 729 ja *Savolainen* 2014 s. 14–17 sekä KKO 2011:2, Priimus Group Oy 31.1.2012 ja Metalpak Oy 14.11.2012.

46. HE 89/1996 vp laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta s. 151, *Vahtera* 2011 s. 347, *Mähönen – Villa* 2012 s. 729 ja *Pönkä* 2015 s. 674.

47. *Virtanen* 1972 s. 17–21, *Åke Nilsson – Lars Öhlin*: Yrityksen arvon määrittäminen. Rastor 1984 s. 82, *Leppiniemi* 1999 s. 21 ja 63 ja *Bäck ym.* 2009 s. 126.

48. Helsingin Lääkärikeskus Oy 31.12.2008, Metalpak Oy 14.11.2012, *Vahtera* 2011 s. 350, *Savolainen* 2014 s. 16–17 ja *Pönkä* 2015 s. 677.

49. *Kalervo Virtanen*: Yrityksen arvonmäärityksen ongelmia. Teoksessa Eero Artto (toim.): Laskentatoimi: Rahoitus II, 4. täysin uudistettu painos. Gaudeamus 1981 s. 295–312, s. 312 (muokailen).

sillä substanssiarvoon liittyy monia harkinnanvaraisuuksia.<sup>50</sup> Toisaalta substanssiarvo ei pääsääntöisesti sovellu kuvaamaan toimivan yrityksen arvoa, koska se ei suuntaudu tulevaisuuteen eikä sisällä liikearvoa.<sup>51</sup> Poikkeuksen muodostavat yritykset, joiden arvo muodostuu pääosin niiden omaisuuden arvosta, kuten arvopaperi- tai holding-yhtiöt.<sup>52</sup> Substanssiarvon ongelmana on myös, että sillä voidaan tarkoittaa sekä omaisuuden arvoa *nykyisessä käytössä* että omaisuuden *realisointiarvoa*, jotka ovat kaksi täysin erilaista arvoa.<sup>53</sup> Substanssiarvosta puhuttaessa ei kuitenkaan välttämättä tarkenneta, kumpaa arvoista tarkoitetaan, eikä arvoja aina edes eroteta toisistaan.

Substanssiarvo määritetään silti lähes aina myös lunastusmenettelyssä, koska sen katsotaan edustavan yrityksen vähimmäisarvoa. Ajatus perustuu siihen, että yrityksestä saisi lopettamisen kautta vähintään sen realisointiarvoa vastaavan suorituksen.<sup>54</sup> On kuitenkin kyseenalaista, voidaanko perustelu hyväksyä lunastusmenettelyssä, jossa yritystä harvemmin ollaan realisoimassa.<sup>55</sup> Jos perustelu hyväksytään, substanssiarvon tulisi nimenomaan olla realisointiarvo. Lisäksi sekä tuotto- että substanssiarvo on pystyttävä luotettavasti määrittämään, koska kummankin arvon määrittämiseen liittyy paljon harkinnanvaraisuutta.

Käytännössä käypää hintaa ei aina määritetä selkeästi yhden arvotyypin perusteella, vaan käytetään eri arvojen yhdistelmiä tai kokonaisharkintaa.<sup>56</sup> On myös muistettava, että käyvän hinnan määrittämisessä on kyse dispositiivisesta asiasta, ja asianosaiset voivat halutessaan sopia keskenään lunastushinnasta edellä selostetusta poikkeavalla tavalla.<sup>57</sup>

50. *Virtanen* 1981 s. 308–309, *Timo Rapakko*: OYL 13:2 §:n mukainen osakeyhtiön johdon vastuu ja osakeyhtiön sidosryhmien suojan tarve. *Lakimies* 1994 s. 561–584, s. 568–569 ja *Mähönen – Villa* 2012 s. 728.
51. *Virtanen* 1972 s. 19–21, *Jaakko Porkka*: Yrityskaupat ja yrityksen arvonmääritys. Teoksessa *Eero Arto – Markku Koskela* (toim.): *Tilinpäätös, tuloslaskenta, rahoitus*. Gaudeamus 1988 s. 278–288, s. 284.
52. *Gilbert Larsson*: Kort om företagsvärdering ur ett ekonomiskt perspektiv. Teoksessa *Värdering av företag*. Lunds universitet 1991 s. 51–59, s. 58 ja *Lars Blomquist – Nils Blummé – Eero Lumme – Tomi Pitkänen – Lennart Simonsen*: Due diligence osana yrityskauppaa. KHT-Media 2001 s. 124.
53. *Virtanen* 1981 s. 308, *Nilsson – Öhlin* 1984 s. 73–74 ja *Savolainen* 2014 s. 47–49.
54. *Nilsson – Öhlin* 1984 s. 71–73, *Mauri Palvi*: Yrityskauppa ja yrityksen substanssiarvo. Teoksessa *Arto – Koskela* (toim.) 1988 s. 268–277, s. 269.
55. *Jennergren JT* 1997 s. 82–83, *Sjöberg* 2007 s. 388, *Silaskivi DL* 2004 s. 1059–1060 ja *Savolainen* 2014 s. 51–54 sekä *Pönkä* 2015 s. 675–676, jossa esitetään argumentteja puolesta ja vastaan.
56. *Pauli Koski*: Yhtiöoikeudellisia asiantuntijalausuntoja ja välitystuomioita. Toim. *Matti J. Siljanpää*. TT-kustannustieto 1993 s. 176–177, *Timonen* 2001 s. 356 ja *Savolainen* 2014 s. 17–21.
57. *Timonen* 2001 s. 353 av 6, *Silaskivi DL* 2004 s. 1049 ja *Kyläkallio ym.* 2012 s. 237.

## 4. Käyvän hinnan määräytyminen lunastusmenettelyssä

### 4.1. Lunastusmenettelyä koskevista säännöksistä

Välimiesoikeudessa toteutettavasta lunastusmenettelystä säädetään OYL:ssa muun muassa välimiesoikeuden nimeämisestä (OYL 18:4), menettelyn kustannuksista (OYL 18:8) sekä muutoksenhausta välitystuomioon (OYL 18:10). Varsinaisia menettelyllisiä säännöksiä OYL:ssa ei ole, mutta OYL 18:3.2:n nojalla noudatetaan soveltuvin osin välimiesmenettelystä annettua lakia (967/1992, VML).<sup>58</sup>

VML:n säännöksistä sovellettavaksi tulevat ainakin lain 22 ja 23 §.<sup>59</sup> VML 23 §:n mukaan välimiehet päättävät käsittelyssä noudatettavasta menettelystä, jos asianosaiset eivät ole muuta sopineet. Käsittelyssä on kuitenkin noudatettava VML:n säännöksiä ja huomioitava tasapuolisuuden ja joutuisuuden vaatimukset. VML 22 §:n ilmentämän *kuulemisperiaatteen* mukaan välimiesten on varattava asianosaisille tarpeellinen tilaisuus ajaa asiaansa. Siten lunastusmenettelyyn osallistuvilla on oltava mahdollisuus esittää vaatimuksensa, niiden perusteet ja niitä tukevat todisteet sekä vastaavasti lausua vastapuolen vaatimuksista.<sup>60</sup> Oikeuskirjallisuudessa on katsottu olevan selvää, että VML:n mukaisessa välimiesmenettelyssä vaatimusten ja niiden perusteiden osalta on noudatettava dispositiivista eli asianosaisen *määräämisperiaatetta*.<sup>61</sup> Kuulemis- ja määräämisperiaatteesta puolestaan on katsottu seuraavan, että vaatimukset ja niiden perusteet sitovat välimiehiä niin, etteivät he voi tuomita enempää kuin on vaadittu eivätkä perustaa välitystuomiota seikkaan, johon ei ole vedottu.<sup>62</sup>

Oikeuskirjallisuudessa ei ole otettu selkeästi kantaa määräämisperiaatteen noudattamiseen lunastusmenettelyssä.<sup>63</sup> Sen sijaan siitä, missä määrin

58. VML:n ja OYL:n mukaisen välimiesmenettelyn eroista ks. *Nuolimaa* 2004 s. 249 ja *Pönkä* 2015 s. 596–597.

59. *Nuolimaa* 2004 s. 252, *Petri Taivalkoski*: Osakeyhtiölain mukaisesta vähemmistöosakkaiden lunastuksesta pörssiyhtiössä. *Defensor Legis* 1998 s. 983–995, s. 988 ja *Pönkä* 2015 s. 612–613.

60. *Taivalkoski* 1998 s. 988. Käytännössä varataan ensin tilaisuus lausua kirjallisesti, jonka jälkeen tavallisesti järjestetään yksi tai useampi suullinen käsittely. Tutkimusaineistossa suullinen käsittely pidettiin 83 % tapauksista.

61. Määräämisperiaatteesta ks. *Jyrki Virolainen*: Materiaalinen prosessinjohto. Lakimiesliiton Kustannus 1988 s. 168 ss. ja *Juha Lappalainen*: Siviiliprosessioikeus I. Lakimiesliiton Kustannus 1995 s. 85–90.

62. *Gustaf Möller*: Välimiesmenettelyn perusteet. Lakimiesliiton Kustannus 1997 s. 52. *Jyrki Virolainen*: Väittämistaakasta välimiesmenettelyssä. Teoksessa Erkki Havansi – Risto Koulou – Heidi Lindfors (toim.): Oikeudenkäyntejä ja tuomioistuimia. Juhlakirja Juha Lappalainen 60 vuotta. Edita & Comi 2007 s. 563–582, s. 576.

63. Lunastusmenettelyn prosessuaalisia kysymyksiä on yleensäkin käsitelty vähän oikeuskirjallisuudessa, *Taivalkoski* DL 1998 s. 983 ja *Pönkä* 2015 s. 599.

asianosaisten vaatimukset sitovat välimiehiä, on erilaisia käsityksiä. Lunastusriidan dispositiivisuudesta johtuen vaatimusten on nähty olevan tosiasiallisesti erittäin merkityksellisiä ja määrittelevän sen, mihin asioihin välimiesoikeus joutuu ottamaan kantaa.<sup>64</sup> Dispositiivisuuteen viitaten on myös todettu, että osapuolet tuovat esiin kaikki käypään arvoon vaikuttavat seikat.<sup>65</sup> Toisaalta on katsottu välimiesoikeuden toimivallan perustuvan lunastushinnan osalta OYL 18:7.1:iin ja painotettu, ettei välimiesoikeus ole määrän osalta sidottu asianosaisten tai uskotun miehen käsityksiin, vaan se voi arvioida osakkeen käyvän arvon vapaasti esitetyn näytön pohjalta. Edellä mainitun ei kuitenkaan katsota pätevän, kun osapuolet ovat yksimielisiä. Lunastushintaa ei myöskään tulisi vahvistaa alle lunastajan tarjoaman hinnan.<sup>66</sup>

Oikeuskirjallisuuden hieman ristiriitaisista kannanotoista huolimatta on perusteltua katsoa määräämisperiaatteen koskevan myös lunastusmenettelyä. Tämän voidaan katsoa seuraavan kuulemisperiaatteen noudattamisesta. Olisi kuulemisperiaatteen vastaista vahvistaa lunastushinta, jota ei ole vaadittu, koska tällöin lunastajalle ei olisi tarjottu tilaisuutta esittää näkemystään vastapuolen vaatimuksista.<sup>67</sup> Lisäksi määräämisperiaatteen noudattaminen on pääsääntö dispositiivisissa asioissa, jollainen lunastushinnan vahvistaminen on. Periaatteesta poikkeaminen vaatisi nimenomaisen säännöksen tai muutoin vahvoja perusteluja, joita lain esitöistä tai oikeuskirjallisuudesta ei ole löydettyvissä. Edelleen oikeuskirjallisuuden ja välimieskäytännön mukaan määräämisperiaatteen on tosiasiallisesti katsottu pätevän lunastusmenettelyssä ainakin jossain määrin,<sup>68</sup> jolloin ei olisi loogista, että sitä noudatettaisiin vain joiltain osin.

Määräämisperiaatteesta on vielä erotettava prosessinjohtoon liittyvät seikat. Näistä oikeuskirjallisuudessa on ollut esillä muun muassa se, tuleeko käyvän hinnan määrittämisen perustua ainoastaan asianosaisten esittämiin selvityksiin vai onko välimiesoikeuden oma-aloitteisesti hankittava selvitystä käypään hintaan vaikuttavista seikoista. Ilmeisesti ainakin jossain määrin välimiesoikeuden on tarvittaessa näin toimittava.<sup>69</sup> Välimieskäytännössä on myös katsottu, että välimiesoikeus voi tehdä

64. *Timonen* 2001 s. 354 av 6.

65. *Silaskivi* DL 2004 s. 1049.

66. *Pönkä* 2015 s. 656–657.

67. Välytystuomioon on katsottu voitavan hakea muutosta OYL 18:10:n lisäksi myös VML 41 §:n mukaisella kanteella. Siinä perusteena voi olla muun muassa se, ettei asianosaiselle ole varattu tarpeellista tilaisuutta asiansa ajamiseen tai että välimiehet ovat menneet toimivaltaansa ulommaksi (eli esimerkiksi tuominneet enemmän kuin on vaadittu). *Pönkä* 2015 s. 723. Ks. myös *Möller* 1997 s. 85.

68. Oikeuskirjallisuudesta edellä esitetyt kannanotot ja HSG Business Outsourcing Oy 7.8.2009 ja Paperiset Oy 14.7.2008.

69. *Revon Sähkö Oy* 30.6.2000 s. 10–11 ja HE 71/2013 vp laeiksi osakeyhtiölain 18 luvun ja kaupakamarilain 5 ja 6 §:n muuttamisesta s. 12. Toisin *Silaskivi* DL 2004 s. 1049.

omat laskemansa esitetyn näytön perusteella ja ettei välimiesoikeus ole sidottu osapuolten yhteiseen näkemykseen arvostusmenetelmästä.<sup>70</sup>

Yhteenvedona edellä esitystä voidaan todeta, että OYL 18:7.1 *aineellisoikeudellisenä* säännöksenä antaa välimiesoikeudelle laajan harkintavallan käypää hintaa määritettäessä. Sitä ei kuitenkaan ole pidettävä *menettelyä* koskevana säännöksenä. Näin ollen välimiehillä on OYL 18:7.1:n nojalla laaja harkintavalta lunastushinnan suhteen, mutta lunastushinnaksi ei voida vahvistaa enempää kuin on vaadittu eikä vähempää kuin on tarjottu. Tosin OYL 18:7.1:sta ja lunastusmenettelyn kollektiivisesta luonteesta seuraa, että asiassa esitetyt vaatimukset koituvat kaikkien vähemmistöosakkaiden hyväksi.<sup>71</sup> Välimiesoikeus vahvistaa siten samansuuruisen lunastushinnan, vaikka yksittäisen osakkeenomistajan vaatimus olisi ollut alhaisempi.

#### 4.2. Lunastusmenettelyn osapuolet ja lunastushinta

Lunastusmenettelyn osapuolet ovat lunastaja ja vähemmistöosakkeenomistaja, joista kumpi tahansa voi olla kantajana. Tosin kantajan ja vastaajan rooleilla ei ole samanlaista merkitystä kuin oikeudenkäynnissä, sillä osapuolten asema määräytyy pikemminkin lunastajan ja vähemmistöosakkeenomistajan roolien kautta.<sup>72</sup> Lunastaja on aina (OYL:ssa mainittujen edellytysten täytyessä) velvollinen lunastamaan vähemmistöosakkeet ja myös pääsääntöisesti vastaa lunastusmenettelyn kustannuksista. Vähemmistö on vastaavasti velvollinen luopumaan osakkeistaan. Lisäksi lunastusmenettelyyn osallistuu usein myös uskottu mies, jonka tehtävänä on OYL 18:5:n mukaan valvoa vähemmistön etua.<sup>73</sup> Uskottu mies ei ole asianosaisen asemassa, mutta hänellä on oikeus ja velvollisuus esittää vähemmistöosakkeenomistajien puolesta näiden asiaa tukevia seikkoja ja näyttöä.

Lunastushinnan osalta osapuolten käsitykset ja intressit voivat olla kaukana toisistaan. Lunastajan tavoitteena on alhainen lunastushinta. Toisaalta lunastaja voi pyrkiä nopeaan ratkaisuun asiassa, joten hän saattaa tarjota käyvän hinnan ylittävää lunastushintaa. Vähemmistöosakkeenomistaja puolestaan haluaa mahdollisimman korkean lunastushinnan. Usein vähemmistön intressissä on vaatia lunastajan tarjoaman hinnan vertaamista muihin hinnoittelutapoihin,

70. Dentaldepot Oy 11.7.2003 s. 39 sekä *Silaskivi* DL 2004 s. 1049 ja *Pönkä* 2015 s. 680–681.

71. *Pönkä* 2015 s. 597.

72. *Revon Sähkö Oy* 30.6.2000 s. 16.

73. Tutkimusaineistossa uskottu mies määrättiin 82 % tapauksista. Uskottu mies määrätään, elleivät asianosaiset pidä sitä tarpeettomana tai sitä ei pidetä perusteettomana vähemmistön oikeusturva huomioiden. EOYL:n mukaan uskottu mies määrättiin valvomaan poissaolevien etua.

jos ne johtavat korkeampaan lopputulokseen.<sup>74</sup> Tosin vähemmistöosakkeenomistaja voi olla myös haluton luopumaan osakkeistaan, sillä omistukseen voi liittyä muitakin kuin taloudellisia arvoja; kyse voi olla esimerkiksi henkilön työpaikasta, paikkakunnalle tärkeästä yrityksestä, hyvästä liikeideasta tai tiettyyppisestä osaamisesta.<sup>75</sup>

Osapuolten näkemykset lunastushinnasta ovat lähtökohtaisesti samassa asemassa. Usein lunastaja on kuitenkin näytön esittämisen suhteen paremmassa asemassa, sillä omistusosuutensa perusteella hänen voidaan olettaa olevan olennaisesti paremmin selvillä yrityksen arvon määrittämisen perusteista. Käytännössä lunastajalla on hallussaan kaikki osakkeiden hinnan määrittämiseen tarvittava tieto. Sen sijaan vähemmistön mahdollisuudet saada yhtiöstä tietoja ovat rajalliset. Tämä saattaa vaikuttaa näytön esittämiseen ja arviointiin sekä todistustaakkaa koskeviin säännöksiin. Vaikka riita-asiassa todistustaakka on lähtökohtaisesti sillä, joka haluaa vedota tiettyyn seikkaan, lunastusmenetelyssä on huomioitu asianosaisten asema ja heidän mahdollisuutensa näytön esittämiseen. Siten epäselvissä tilanteissa todistustaakan on voitu katsoa olevan lunastajalla ja näyttöä on voitu tulkita vähemmistön eduksi.<sup>76</sup>

## 5. Empiirinen tarkastelu käyvän hinnan määräytymisestä

### 5.1. Aineiston kuvaus ja käytetyt menetelmät

Tutkimusaineistona ovat kaikki vuosina 1998–2014 kaupparekisteriin rekisteröidyt (94 kpl) noteeraamattomien yhtiöiden OYL 18 luvun mukaista vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevat välitystuomiot. Välitystuomioista on koottu osapuolia, kohdeyhtiöitä ja tuomiota koskevia taustatietoja sekä lunastushinnan määräytymistä koskevia tietoja.<sup>77</sup> Valtaosassa (91 %) tapauksista kantajana oli lunastaja, joka yleensä oli yhteisö (88 % tapauksista). Vähemmis-

74. *Jennergren JT* 1997 s. 86, *Timonen* 2001 s. 354–355 ja *Nuolima* 2004 s. 251. Nuolimaan mukaan usein lunastajalle olisi taloudellisesti edullisinta maksaa käyvän hinnan reilustikin ylittävä hinta. Vrt. osapuolten käsityksistä vero-oikeudellisissa arvonmäärityksissä *Beatty et al.* AH 1999 s. 190.

75. *Göran Ramberg: Värdering av minoritetens aktier – finns det en korrekt metod?* Teoksessa Rolf Skog (red.): *Tvängsinlösen av minoritetsaktier*. Stockholm Centre for Commercial Law 2003 s. 69–78, s. 72–73.

76. *Vatro Oy* 13.7.1999 s. 43–44, *Revon Sähkö Oy* 30.6.2000 s. 16–17, *ESL-Shipping* 14.11.2000 s. 28–29 ja *Rovakairan Tuotanto Oy* 30.4.2004 s. 17 sekä *Nuolima* 2004 s. 258.

77. Avustamisesta tietojen keräämisessä kiitämme kauppatieteen ylioppilas Katja Pulkista.

töösakkaista kaikki tai enemmistö olivat yksityishenkilöitä 65 % tapauksista.<sup>78</sup> Taulukossa 1 kuvataan lunastuksen kohteena olevien yhtiöiden jakaantuminen eri toimialoihin. Eniten lunastuksen kohteina olivat palvelualojen yritykset (35 %) ja vähiten kaupan alan yritykset (6 %).

Taulukko 1. Lunastuksen kohteena olevien yhtiöiden toimialat.

Toimiala	Lukumäärä	Frekvenssi
Teollisuus	15	16 %
Kauppa	6	6 %
Palvelut	33	35 %
Viestintä	16	17 %
Kiinteistöala	24	26 %
Yhteensä	94	100 %

Analyysissa keskeisiä tietoja ovat välimiesoikeuden vahvistama lunastushinta sekä osapuolten käsitykset lunastushinnasta euroina. Jos vähemmistöosakkeenomistajia on ollut useita, arvoksi on otettu suurin vaadittu lunastushinta. Vuosien 1998–2001 tuomioissa rahalliset arvot on muutettu euroiksi vaihtokurssilla 5,94573. Lisäksi välimiesoikeuden ja osapuolten osalta on myös koottu tiedot arvotyypistä, johon käsitys lunastushinnasta *pääasiallisesti* perustuu. Lunastushinta ei aina perustu puhtaasti yhteen arvotyyppiin, joten *luokittelu arvotyypeihin on tulkinnanvaraista*.

Arvotyypit on luokiteltu neljään eri luokkaan: 1) markkina-arvo, 2) tuotto-arvo, 3) substanssiarvo ja 4) muu arvo. Luokittelu markkina-, tuotto- ja substanssiarvoiksi on tehty arvonmäärittämisessä käytetyn menetelmän mukaan, ja arvotyyppinä on muu arvo, kun menetelmä ei ole ollut selkeästi mikään näistä kolmesta. Muu arvo pitää sisällään yhdistelmäarvot sekä sovintoon ja muihin perusteisiin, esimerkiksi osakkeen nimellisarvoon, perustuvat arvot.

Taulukosta 2 nähdään, että arvotyyppien käytössä on suurta vuosittaista vaihtelua, mutta markkina-arvon suosio on trendinomaisessa kasvussa. Vuosina 1998–2014 käytetyin arvotyyppi on ollut markkina-arvo (34 tapausta), toiseksi käytetyin substanssiarvo (23 tapausta) ja kolmanneksi käytetyin muu arvo (22 tapausta). Tuottoarvo on ollut vähiten käytetyin (15 tapausta). Tarkasteltaessa erikseen karkeasti puoliksi jaettua aineistoa havaitaan, että vuosina 1998–2005 substanssiarvo ja muu arvo ovat olleet yhtä käytettyjä (13 tapausta), kun taas markkina-arvo (7 tapausta) ja tuotto-arvo (6 tapausta) tasapuolisesti vähemmän käytettyjä. Vuosina 2006–2014 markkina-arvon suosio kasvaa mer-

78. Huomioitu vain aktiiviset vähemmistöomistajat, 16 tapauksessa vähemmistöomistajia ei osallistunut menettelyyn.

kittävästi (27 tapausta), kun taas substanssiarvo (10 tapausta), tuotto-arvo (9 tapausta) ja muu arvo (9 tapausta) ovat olleet tasapuolisesti vähäisemmässä käytössä.

Taulukko 2. Arvotyyppejen käyttö 1998–2014.

Vuosi	Markkina-arvo	Tuottoarvo	Substanssiarvo	Muu arvo
1998	0	1	2	3
1999	0	1	0	0
2000	0	2	5	1
2001	0	0	0	2
2002	0	0	2	1
2003	4	1	4	2
2004	2	1	0	3
2005	1	0	0	1
2006	2	2	1	0
2007	0	1	1	2
2008	4	1	2	2
2009	2	0	1	3
2010	2	3	0	1
2011	5	0	0	0
2012	3	0	2	0
2013	5	1	3	1
2014	4	1	0	0
Yhteensä	34 (36 %)	15 (16 %)	23 (25 %)	22 (23 %)

Tilastollisessa analyysissä on sovellettu Chenin ym. esittämää mallia tuomioistuimen päätöksenteosta, jossa tuomioistuin painottaa lunastajan tai vähemmistöosakkeenomistajan vaatimusta painoarvolla  $\alpha$ , jonka arvo vaihtelee nollan ja yhden välillä.<sup>79</sup> Välimiesoikeuden päätös voidaan siten esittää yhtälöllä

$$VMO = \alpha LUN + (1-\alpha)VOS \quad (1),$$

missä VMO on välimiesoikeuden vahvistama lunastushinta, VOS on vähemmistöosakkeenomistajan vaatimus hinnasta ja LUN on lunastajan esittämä hinta.  $\alpha$  ilmaisee kumman osapuolen näkemystä välimiesoikeus painottaa. Jos  $\alpha$  saa arvon yksi, välimiesoikeuden tuomio vastaa täysin lunastajan esittämää hintaa. Jos taas  $\alpha$  saa arvon nolla, tuomioistuimen näkemys on vähemmistöosakkeenomistajan vaatimuksen mukainen. Teoreettisesti neutraali tilanne to-

79. Chen et al. JBFA 2010 s. 1104.

teutuu, kun  $\alpha$  on 0,5, jolloin välimiesoikeus antaa yhtä suuren painoarvon kummankin osapuolen näkemyksille.

Empiiristä testaamista varten yhtälö (1) voidaan järjestää uudelleen

$$\alpha = \frac{VMO - VOS}{LUN - VOS} \quad (2)$$

Aineistosta on laskettu  $\alpha$ :lle arvot käyttäen kaavaa (2). Jos vähemmistöosakkeenomistaja ei ole ollut paikalla tai esittänyt vaatimustaan, on käytetty uskotun miehen vaatimusta. Osassa tapauksista (8 havaintoa) kaikki osapuolet esittivät samaa lunastushintaa, jolloin  $\alpha$ :n arvoa ei ole määritelty matemaattisesti. Näissä tapauksissa arvo korvattiin neutraalilla arvolla, eli  $\alpha$  on 0,5.

Tilastollisissa testeissä kiinnostuksen kohteina olevat muuttujat ovat välimiesoikeuden, lunastajan ja vähemmistöosakkeenomistajan käyttämät arvotyypit. Lisäksi Chenin ym. mallia soveltaen tarkastellaan, vaikuttaako välimiesoikeuden vahvistaman lunastushinnan painottumiseen se, että välimiesoikeus ja toinen osapuolista käyttävät samaa arvotyyppiä, mutta eri arvotyyppiä kuin vastapuoli. Seuraavassa kuvataan lyhyesti tilastollisissa testeissä käytetyt muuttujat.

$VMO\_AT$  kuvaa välimiesoikeuden käyttämää arvotyyppiä. Muuttuja saa arvon yksi, jos käytössä on markkina-arvo, arvon kaksi, jos käytössä on tuottoarvo ja arvon kolme, jos käytössä on substanssiarvo. Muissa tapauksissa arvo on nolla.

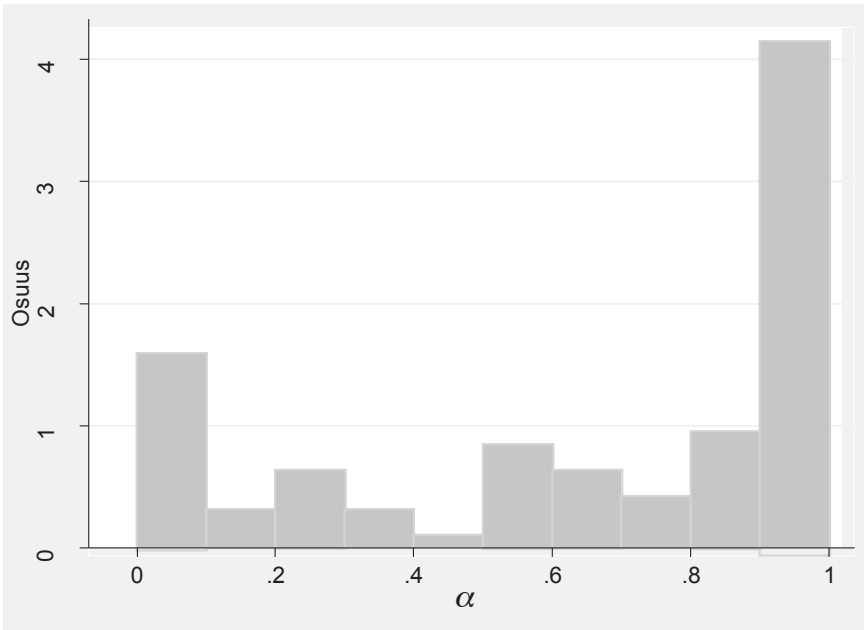
$AT\_LUN = VMO$  kuvaa tilannetta, jossa lunastaja ja välimiesoikeus käyttävät samaa arvotyyppiä, mutta vähemmistöosakkeenomistaja käyttää eri arvotyyppiä. Muuttuja saa tällöin arvon yksi, muussa tapauksessa arvo on nolla.

$AT\_VOS = VMO$  kuvaa tilannetta, jossa vähemmistöosakkeenomistaja ja välimiesoikeus käyttävät samaa arvotyyppiä, mutta lunastaja käyttää eri arvotyyppiä. Muuttuja saa tällöin arvon yksi, muussa tapauksessa arvo on nolla.

Kontrollimuuttujina käytetään toimialoja, jotka ovat *Kauppa*, *Kiinteistöala*, *Palvelut*, *Teollisuus* ja *Viestintä*, sekä yrityksen taseen loppusummaa (*Tase*), joka mittaa yrityksen kokoa. Toimiala-muuttujat saavat arvon yksi, jos yritys toimii toimialalla. Muussa tapauksessa arvo on nolla. Tase on jatkuva muuttuja. Regressioanalyysissä muuttujana käytetään taseen luonnollista logaritmia, joka muuntaa sen jakauman lähemmäksi normaalijakaumaa ja vähentää poikkeavien havaintojen tuottamia ongelmia.<sup>80</sup>

80. Jeffrey M. Wooldridge: Introductory Econometrics. A Modern Approach. 2nd Edition. South Western Educational Publishing 2003 s. 314.

Taulukossa 3 esitetään kuvailevaa tilastotietoa muuttujista. Siitä voidaan havaita, että  $\alpha$ :n keskiarvo (0,651) ja mediaani (0,803) ovat yli 0,5. Tämä tarkoittaa, että keskimäärin välimiesoikeus asettuu enemmän lunastajan kannalle käyvän hinnan määrittämisessä. Kuviossa 1 havainnollistetaan  $\alpha$ :n jakauma, josta nähdään sen olevan vinoutunut. Lähellä yhtä on selkeästi korkeampi pylvä, mikä viittaa siihen, että välimiesoikeus painottaa keskimäärin enemmän lunastajan hintaa. Taulukosta havaitaan myös, että noin puolessa tapauksista välimiesoikeus päättyy käyttämään samaa arvotyyppiä kuin lunastaja, kun taas vähemmistöosakkeenomistajan kanssa sama arvotyyppi on käytössä noin kolmasosassa tapauksista.



Kuvio 1.  $\alpha$ :n jakauma.

Taulukko 3. Kuvailevat tilastotiedot käytetyistä muuttujista.

Muuttuja	Tunnusluvut		
	Ka.	Kp.	Med.
$\alpha$	0,651	0,374	0,803
VMO_AT	1,415	1,101	1
AT_LUN = VMO	0,489	0,503	0
AT_VOS = VMO	0,330	0,473	0
Teollisuus	0,160	0,368	0
Palvelut	0,351	0,480	0
Viestintä	0,170	0,378	0
Kiinteistöt	0,255	0,438	0
Kauppa	0,064	0,246	0
Ln(Tase)	15,305	2,025	15,291

Lyhenteet: Ka. = keskiarvo; Kp. = keskipoikkeama; Med. = mediaani.

Tilastollisessa testaamisessa käytetään useita menetelmiä. Aineiston pienen koon vuoksi sovelletaan parametrisia ja ei-parametrisia tilastollisia menetelmiä. Välimiesioikeuden päätösten neutraliteettia testataan parametrisella t-testillä ja ei-parametrisella Wilcoxonin signed rank -testillä (jäljempänä WSR-testi).<sup>81</sup> Välimiesioikeuden käyttämän arvotyypin vaikutusta  $\alpha$ :n arvoon testataan yksisuuntaisella varianssi-analyysillä, josta käytetään parametrista ja ei-parametrista versiota. Osapuolten käyttämien arvotyyppien vaikutusta  $\alpha$ :n arvoon testataan pienimmän neliösumman regressiolla.<sup>82</sup>

## 5.2. Tilastollinen analyysi

Analyysin alkuoletuksena on, että välimiesioikeus ei keskimäärin painota kummankaan osapuolen kantaa. Tätä oletusta testataan yhden otoksen t-testillä ja WSR-testillä, koska  $\alpha$  ei ole normaalisti jakautunut.<sup>83</sup> Testien tulokset raportoidaan taulukossa 4. Testihypoteesi on, että  $\alpha = 0,5$  keskiarvolle ja mediaanille, eli välimiesioikeus on neutraali osapuolten vaatimusten suhteen. T-testi (0,651,  $p < 0,01$ ) ja WSR-testi (0,803,  $p < 0,01$ ) osoittavat, että keskiarvo ja mediaani poik-

81. Daniel J. Sheskin: Handbook of Parametric and Nonparametric Statistical Procedures. 2nd Edition. Chapman & Hall 2000 s. 144–157.

82. Pienimmän neliösumman regressio on yksi käytetyimmistä tilastollisista analyysimenetelmistä. Ks. menetelmän tarkempi kuvaus esimerkiksi Wooldridge 2003 s. 68–256.

83. Chen ym. soveltavat parametrisia ja ei-parametrisia analyysimenetelmiä aineiston koon ja muuttujien vinoutuneiden jakaumien takia.

keavat tilastollisesti merkitsevästi neutraalista arvosta.<sup>84</sup> Tulosten perusteella testihypoteesi hylätään. Molemmat testit viittaavat siihen, että välimiesoikeus painottaa systemaattisesti enemmän lunastajan esittämää hintaa.

Välimiesoikeuden käyttämän arvotyypin vaikutusta  $\alpha$ :n arvoon testataan yksisuuntaisella varianssianalyysillä, josta käytetään myös *Kruskal-Wallis*in ei-parametrinen versiota. Molemmilla menetelmillä tehty varianssianalyysi osoittaa, että  $\alpha$ :n arvo ei poikkea tilastollisesti merkitsevästi välimiesoikeuden käyttämien arvotyyppien välillä.<sup>85</sup> Toisin sanoen välimiesoikeuden painotus ei systemaattisesti riipu sen käyttämästä arvotyypistä.

Taulukko 4. *T-testi ja WSR-testi  $\alpha$ :n arvolle.*

T-testi		WSR-testi	
Keskiarvo	0,651	Mediaani	0,803
T-testisuure	3,916***	Z-testisuure	3,668***
<i>p</i> -arvo	0,0002	<i>p</i> -arvo	0,0002
N	94	N	94

Tilastollinen merkitsevyys: \*\*\* *p*-arvo < 0,01; \*\* *p*-arvo < 0,05; \* *p*-arvo < 0,1.

Lineaarinen regressionanalyysi toteutetaan regressiomallilla, jolla testataan onko välimiesoikeuden ja osapuolten käyttämällä arvotyypillä yhteyttä  $\alpha$ :n arvoon, kun välimiesoikeus ja toinen osapuolista käyttävät samaa arvotyyppiä, joka on eri arvotyyppi kuin vastapuolella. Kontrollimuuttujina ovat toimialat (*Kauppa* on referenssikategoria).<sup>86</sup> Taulukossa 5 raportoidaan regressionanalyysin tulokset. Vakiotermi (0,353, *p* < 0,05) osoittaa, että ilman muiden tekijöiden vaikutusta välimiesoikeus asettuu vähemmistöosakkeenomistajan kannalle. Tilanne muuttuu, kun lunastaja ja välimiesoikeus käyttävät samaa arvotyyppiä, joka poikkeaa vähemmistöosakkeenomistajan arvotyypistä. Tällöin välimiesoikeus painottaa enemmän lunastajan esittämää käypää hintaa (0,341, *p* < 0,01). Yhteenlaskettu vaikutus on 0,353 + 0,341 = 0,694. Vastaavasti vähemmistöosakkeenomistajan ja välimiesoikeuden käyttäessä samaa arvotyyppiä, joka

84. Tilastollisella merkitsevyytasolla, joka ilmoitetaan *p*-arvona, ilmaistaan todennäköisyyttä, jolla havaittu ero testisuureen ja odotetun arvon välillä on sattuman aiheuttama, *Sheskin* 2000 s. 58–59. Tilastollisen merkitsevyyden rajana pidetään usein alle viiden prosentin (*p*-arvo < 0,05) tasoa, mutta myös oireellisesti merkitsevä alle kymmenen prosentin (*p*-arvo < 0,1) taso raportoidaan.

85. Koska tilastollisesti merkitseviä poikkeamia ei ollut, jätettiin varianssianalyysin taulukko-muotoinen raportointi pois.

86. Kontrollina käytettiin myös luonnollista logaritmia taseen loppusummasta ( $\ln(\text{Tase})$ ), jolla approksimoitiin yrityskokoa. Koska kaikista yrityksistä ei ollut saatavilla tasetietoja, havaintojen määrä oli alhaisempi (*N* = 84) kuin raportoidussa regressiomallissa. Mallin tulokset, joita ei raportoida tässä, eivät poikenneet merkittävästi taulukossa 5 raportoiduista tuloksista.

poikkeaa lunastajan arvotyypistä, päädytään painottamaan enemmän vähemmistöosakkeenomistajan vaatimusta ( $-0,173$ ,  $p < 0,1$ ), joskaan vaikutus ei ole yhtä suuri kuin lunastajan kohdalla ja tilastollinen merkitsevyys on heikompi. Yhteisvaikutus on tällöin  $0,353 - 0,173 = 0,180$ . Kontrollimuuttujista *Viestintä* ja *Kiinteistöt* ovat positiivisia 10 % merkitsevyystasolla, mikä viittaa siihen, että lunastajan esittämää hintaa painotetaan enemmän kyseisillä toimialoilla.

Yhteenvetona tilastollisen analyysin tuloksista voidaan tehdä seuraavat johtopäätökset. Ensinnäkin välimiesoikeus painottaa keskimäärin enemmän lunastajan kuin vähemmistöosakkeenomistajan esittämää käypää hintaa. Toiseksi välimiesoikeuden painotus ei riipu sen käyttämästä arvotyypistä. Kolmanneksi havaitaan, että jos välimiesoikeus ja toinen osapuolista käyttävät samaa arvotyyppiä, joka poikkeaa vastapuolen arvotyypistä, välimiesoikeus painottaa enemmän samaa arvotyyppiä käyttävän osapuolen vaatimusta. Tulokset viittaavat myös siihen, että painotus on vahvempi lunastajan ja välimiesoikeuden käyttäessä samaa arvotyyppiä.

Taulukko 5. *Regressioanalyysin tulokset.*

Selitettävä muuttuja	$\alpha$	
	Kerroin	$p$ -arvo
<i>Vakio</i>	<b>0,353**</b> (0,142)	0,015
<i>AM_LUN = VMO</i>	<b>0,341***</b> (0,077)	0,000
<i>AM_VOS = VMO</i>	$-0,173^*$ (0,100)	0,089
<i>Teollisuus</i>	0,130 (0,159)	0,415
<i>Palvelut</i>	0,202 (0,147)	0,173
<i>Viestintä</i>	<b>0,278*</b> (0,159)	0,083
<i>Kiinteistöt</i>	<b>0,297*</b> (0,152)	0,053
N	94	
F-testisuure	<b>5,53***</b>	0,000
Korjattu R <sup>2</sup>	0,226	

Tilastollinen merkitsevyys: \*\*\*  $p$ -arvo  $< 0,01$ ; \*\*  $p$ -arvo  $< 0,05$ ; \*  $p$ -arvo  $< 0,1$ .

## 6. Yhteenveto ja johtopäätökset

### 6.1. Lunastushinnan perustaminen eri arvotyypeihin

Edellä tarkasteltiin empiirisen analyysin avulla noteeraamattoman yhtiön OYL 18:7.1:n mukaisen lunastushinnan määräytymistä välimieskäytännössä. Aluksi selvitettiin, missä määrin välimiesoikeus on perustanut lunastushinnan eri arvotyypeihin. Analyysissa havaittiin, että vuosina 1998–2014 välimiesoikeus käytti eniten markkina-arvoa, toiseksi eniten substanssiarvoa ja kolmanneksi eniten muita arvoja. Vähiten käytettiin tuottoarvoa. Kun aineiston alkupuolta (1998–2005) ja jälkimmäistä puolta (2006–2014) tarkastellaan erikseen, havaitaan substanssiarvon olevan alkupuolella suositumpi. Jälkimmäisellä puoliskolla käypä hinta määräytyi markkina-arvon perusteella lähes puolessa (49 %) tapauksista, kun taas substanssiarvoa, tuottoarvoa ja muuta arvoa käytettiin lähes yhtä paljon. Markkina-arvon suosiota selittää se, että esitöiden ja oikeuskirjallisuuden mukaan markkinahinta on lähtökohtana käyvän hinnan määrittämiselle. Myös ratkaisun KKO 1993:31 voidaan katsoa vaikuttaneen markkina-arvon ensisijaisuuteen. Koska noteeraamattomien yhtiöiden osakeilla kaupankäynti on tyypillisesti vähäistä, läheskään kaikissa tapauksissa kyse ei liene edellä kuvatusta neutraalista markkinahinnasta. Noteeraamattomissa yhtiöissä tulisikin ehkä markkinahinnan sijasta puhua *toteutuneisiin kauppoihin perustuvasta hinnasta* käyvän hinnan lähtökohtana. Kauppahinnan tulisi silti *riittävästi ilmentää markkinahintaa*.

Substanssiarvoa käytettiin aiempina vuosina tuottoarvoa enemmän, mutta vuosina 2006–2014 molempia käytettiin lähes yhtä paljon. Tuottoarvon osuus on yllättävän vähäinen, kun huomioidaan, että kohdeyritykset ovat yleensä toimivia yrityksiä, jolloin niiden arvo tulisi määrittää ensisijaisesti tuottoarvoa käyttäen. Vähäistä käyttöä voi osin selittää tuottoarvon mieltäminen epäluotettavaksi siihen liittyvien epävarmuustekijöiden vuoksi. Vaikka tuottoarvolaskelma olisikin jossain määrin epävarma, se on teoreettisesti perustellumpi kuin muodollisesti tarkka, mutta irrelevanttiin laskelmaan perustuva arvo. Tuottoarvon priorisointia puoltaisi myös, että sitä pidetään markkina-arvon parhaana vastineena.

Substanssiarvon käyttäminen vastaavasti voi selittyä sillä, että se mielletään tuottoarvoa luotettavammaksi, vaikkakin luotettavuus voi olla näennäistä arvoon liittyvien monien tulkintakysymysten vuoksi. Kyseenalaiseksi substanssiarvon käyttämisen lunastusmenettelyssä näinkin suuressa määrin tekee kuitenkin se, että se kuvaa vain poikkeuksellisesti toimivan yrityksen käypää arvoa. On myös ongelmallista, että substanssiarvoja on kahdenlaisia, toimivan yrityksen arvo ja realisointiarvo. Arvosta puhuttaessa ei kuitenkaan välttämättä tarkenneta, kumpaa niistä tarkoitetaan, eikä niitä aina edes eroteta toisistaan, vaikka ne ovat lähtökohdiltaan täysin erilaisia.

Substanssiarvon käyttämistä lunastusmenettelyssä selittää osaltaan myös se, että sitä pidetään yleisesti yrityksen vähimmäisarvona, jolloin sen katsotaan syrjäyttävän sitä alhaisemman tuottoarvon. Tähän on kuitenkin suhtauduttava varauksella. Vähimmäisarvona käytettävän substanssiarvon tulisi olla nimenomaan realisointiarvo. Lisäksi huomioita tulisi kiinnittää siihen, että sekä tuotto- että substanssiarvo pystytään luotettavasti määrittämään, koska kummankin arvon määrittämiseen liittyy paljon harkinnanvaraisuutta.

## 6.2. Välimiesoikeuden vahvistaman lunastushinnan painottuminen suhteessa osapuoliin

Artikkelissa tarkasteltiin myös sitä, miten välimiesoikeuden vahvistama lunastushinta painottuu suhteessa osapuoliin sekä sitä, vaikuttaako käytetty arvotyyppi painottumiseen. Välimiesoikeuden vahvistaman hinnan havaittiin painottuvan lähemmäksi lunastajan kuin vähemmistöosakkeenomistajan hintaa. Siten lunastajan voidaan katsoa voittaneen vähemmistöosakkeenomistajaa useammin lunastusriidan.<sup>87</sup> Tämä selittyy osittain lunastajan paremmalla tietämyksellä kohdeyhtiön arvonmäärittämisen perusteista. Myös se, että lunastaja on tyypillisesti yhteisö ja valtaosa vähemmistöomistajista yksityishenkilöitä, voi osin selittää tulosta, sillä tyypillisesti yhteisön ja yksityishenkilön välisissä riita-asioissa yhteisö voittaa useammin.<sup>88</sup> Vähemmistön näkemyksiä lunastushinnasta puolestaan saattaa osin selittää osakeomistukseen liittyvät muut kuin taloudelliset arvot. Ne saattavat johtaa ylikorkeiden hintapyyntöjen esittämiseen, etenkin jos vähemmistö joutuu luopumaan osakkeista vastoin tahtoaan.

Käytetty arvotyyppi vaikutti välimiesoikeuden painotukseen siten, että välimiesoikeuden ja lunastajan käyttämän arvotyypin ollessa sama, mutta eri kuin vähemmistöosakkeenomistajalla, välimiesoikeuden tuomio painottui selkeästi

87. *Pöngän* (2015 s. 714) mukaan jutun häviämällä viitataan siihen, että vahvistettu lunastushinta on lähempänä vastapuolen käsitystä. Grossmanin ym. mukaan taas voittajan tunnistaminen on vaikeaa, sillä ”menestys” oikeudenkäynnissä ei aina tarkoita onnistunutta lopputulosta. *Joel B. Grossman – Stewart Macaulay – Herbert M. Kritzer*: ”Do the Haves Still Come Out Ahead?” *Law & Society Review* Vol. 33 No. 4, 1999 s. 803–810, s. 809.

88. *Marc Galanter*: Afterword: Explaining Litigation. *Law & Society Review* 1975 s. 347–368, s. 357–359. Galanterin mukaan yhteisöt menestyvät oikeudenkäynneissä muun muassa siksi, että kanteiden perusteet ovat sekä juridisesti että näytöltään vahvoja ja vaateet selkeästi lakiin perustuvia. Juttuja, jotka eivät tulisi menestymään, ei viedä oikeuteen, tai ne sovitaan. Yhteisöillä on myös paremmat oikeudelliset palvelut käytössään. Myös Ervastian mukaan yhteisöt voittavat riita-asioiden oikeudenkäynneissä huomattavasti yksityishenkilöitä useammin muun muassa siksi, että niillä on paremmat materiaaliset resurssit ja tietotaito. *Kaijus Ervasti*: Alioikeusudistuksen seuranta. Riita-asiat tilastojen ja oikeudenkäyntiasiakirjojen valossa. Edita 1997 s. 117.

lähemmäksi lunastajan hintaa. Vähemmistöosakkeenomistajan ja välimiesoikeuden käyttäessä samaa arvotyyppiä, joka poikkesi lunastajan arvotyypistä, painottuminen kohti vähemmistöosakkeenomistajan vaatimusta ei sen sijaan ollut yhtä vahva.<sup>89</sup> Toimialoittain tarkasteltuna viestintä- ja kiinteistöalalla oli viitteitä painottumisesta lunastajan suuntaan. Yrityskoolle ei näyttänyt olevan vaikutusta.

Kaiken kaikkiaan analyysi tuotti kattavan selvityksen noteeraamattomien yhtiöiden lunastushinnan määräytymisestä välimieskäytännössä. Lisäksi hinnan määräytymistä analysoitiin ensimmäistä kertaa Suomessa tilastollisin menetelmin. Tämä antaa hyvän lähtökohdan päätelmien tekemiseksi siitä, miten noteeraamattoman yhtiön lunastushinta tulisi määrittää. Täsmällisiä suosituksia käyvän hinnan määrittämisestä ei analyysin perusteella kuitenkaan voida antaa ilman välitystuomioiden sisältöjen ja perusteluiden tarkempaa analysointia. Välitystuomioita tulee tarkastella muun muassa sen selvittämiseksi, millä perusteella markkinahinnan on katsottu muodostuneen, millä perusteella lunastushinta on perustettu tuottoarvon sijasta substanssiarvoon ja jos substanssiarvoa on käytetty, onko se ollut toimivan yrityksen arvo vai realisointiarvo. Tutkimusta on tarkoitus jatkaa välitystuomioiden tarkemmalla analysoinnilla.

## Fair price according to the Limited Liability Companies Act – An empirical analysis of the determination of the redemption price in private companies

HANNA SAVOLAINEN, LL.M., University Teacher, University of Eastern Finland – Jani Saastamoinen, D.Sc. (econ.), University Lecturer, University of Eastern Finland – (pp. 245–268)

The article focuses on the determination of the redemption price in private companies in Finnish arbitration proceedings between 1998 and 2014. The price, according to chapter 18, section 7, of the Limited Liability Companies Act, should be a "fair price". The authors have studied the extent to which the fair price has been based on the market-based, income-based or asset-based approach, or some other valuation approach. In addition, the authors have examined whether valuations reached in arbitration proceedings are distributed equally between the parties, and whether the arbitrator's choice of valuation method affects the appraisal outcome. The results show that the market-based valuation approach was the most common method to determine the fair price, followed by the asset-based and other valuation methods. The income-based method was the least often applied valuation method. The findings suggest that the arbitrator's valuation is more biased towards the redeemer's proposed valuation than towards the minority shareholder's proposed valuation.

89. Vrt. *Chen* ym. 2010 tutkimuksessa vastaavaa painottumista arvotyyppiin mukaan ei tapahtunut.