

Noteeraamattoman yhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinta

1. Johdanto

Osakeyhtiölain (624/2006, OYL) 18 luvussa säädetään vähemmistöosakkeiden lunastuksesta. OYL 18:1.1:n mukaan yli 90 prosenttia yhtiön osakkeita omistavalla on sekä oikeus että velvollisuus lunastaa vähemmistön omistamat osakkeet. Lunastushintana on OYL 18:7.1:n (726/2013) mukaan osakkeen käypä hinta.

Periaatteessa osapuolet voisivat vapaasti sopia keskenään osakkeiden lunastuksesta ja sen ehdoista¹. Käytännössä ongelmaksi voi kuitenkin muodostua osapuolten erimielisyys lunastushinnan suuruudesta eli siitä, mikä on osakkeen käypä hinta. OYL:ssa ja sen esitöissä on jätetty avoimeksi se, mitä käyvällä hinnalla tarkoitetaan tai miten se tulisi määrittää. Vakiintuneen periaatteen mukaan lähtökohtana osakkeen käyvän hinnan määrittelyssä on markkinahinta, jos sitä voidaan pitää luotettavana. Myös muita menetelmiä, kuten tuotto- ja substanssiarvomenetelmiä, voidaan käyttää käyvän hinnan määrittämisessä.² Viime kädessä lunastushinnan suuruus ratkaistaan erityisessä lunastusmenettelyssä, nimittäin OYL:n mukaisessa välimiesmenettelyssä, johon vähemmistön etua valvomaan nimitään yleensä uskottu mies.

Lunastushinnan määrittäminen voi olla erityisen hankalaa silloin, kun kyseessä ovat pieniyhtiön osakkeet. Niille ei useinkaan ole osoitettavissa luotettavaa markkinahintaa, jota voitaisiin käyttää lähtökohtana. Pieniyhtiöiden osakkeethan

* Hanna Savolainen, KTT, VT, yliopisto-opettaja, Itä-Suomen yliopisto. Kirjoitus perustuu *lectio praecursoriaan* Itä-Suomen yliopiston yhteiskuntatieteiden ja kauppatieteiden tiedekunnassa 15.6.2018 pidetyssä väitöstilaisuudessa, jossa kirjoittaja puolusti väitöskirjaansa Noteeraamattoman yhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittäminen osakeyhtiölain 18 luvun mukaisissa lunastuksissa. Publications of the University of Eastern Finland. Dissertations in Social Sciences and Business Studies, 172. Itä-Suomen yliopisto 2018. Saatavana sähköisenä osoitteessa http://epublications.uef.fi/pub/urn_isbn_978-952-61-2786-6/urn_isbn_978-952-61-2786-6.pdf.

1. Myös lunastussäännöksistä säädettäessä tarkoituksena oli, että lunastamisesta voitaisiin pääsääntöisesti sopia asianomaisten kesken, Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 27/1977 vp, s. 108.
2. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 109/2005 vp, s. 173 sekä Gerhard af Schultén, Osakeyhtiölain kommentaari II. Talentum 2004, s. 563; Manne Airaksinen – Pekka Pulkkinen – Vesa Rasinaho, Osakeyhtiölaki II. Toinen uudistettu painos. Talentum 2010, s. 579–580 ja Jukka Mähönen – Seppo Villa, Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. Kolmas painos. Talentum 2012, s. 726.

eivät ole julkisesti kaupan arvopaperimarkkinoilla, ja kaupankäynti niillä on muutoinkin vähäistä, joten käypää hintaa ei voida määrittää hintanoteerauksien perusteella kuten pörssiyhtiöissä. Lisäksi osapuolten näkemykset käyvästä hinnasta saattavat olla hyvinkin kaukana toisistaan.

Näin oli esimerkiksi eräässä välimiesoikeuden käsittelemässä vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa tapauksessa.³ Kohdeyhtiönä oli ratsastuskeskuksena toimiva yritys, jonka omaisuus muodostui 55 hevosesta ja vuokramaalla olevasta maneesista ja tallirakennuksesta. Koko yhtiön osakekanta oli noin vuotta ennen lunastusmenettelyä myyty muutamalle ostajalle. Tällöin ostajien asiantuntijana käyttämän KHT-tilintarkastajan antaman lausunnon mukaan yhtiön varallisuuteen perustuva arvo eli substanssiarvo oli noin 227 000 euroa. Tulevaisuuden tuottoihin perustuva arvo eli tuottoarvo puolestaan oli noin 348 000 euroa, jota lausunnon mukaan oli pidettävä yhtiön käypänä arvona. Ostajat olivat kuitenkin valmiita maksamaan yhtiöstä miljoona euroa. Myyjä puolestaan ilmoitti myyntihinnaksi kaksi miljoonaa euroa. Kaupat tehtiin tällä hinnalla.

Välimiesoikeudessa lunastaja vaati, että käypä hinta määritetään edellä selostetun KHT-tilintarkastajan antaman lausunnon perusteella, jolloin yhden osakkeen lunastushinta olisi noin 940 euroa. Vähemmistöosakkeenomistaja puolestaan vaati, että osakkeen käypä hinta määritetään aiemmin toteutuneen kaupan perusteella. Tällöin yhden osakkeen lunastushinnaksi tulisi noin 13 300 euroa.

Esimerkki osoittaa, että käypä hinta on sidoksissa paitsi arvonmäärityksen tarkoitukseen myös henkilöön, joka arvion esittää. Käypää hintaa siten ei ole olemassa missään valmiina eikä myöskään mitään tiettyä arvoa voida pitää absoluuttisen oikeana käypänä hintana. Kyse on pikemminkin siitä, mitä arvoa kussakin tilanteessa *on pidettävä oikeana* käypänä hintana.⁴

Väitöstutkimuksessani olen etsinyt vastausta siihen, miten vähemmistöosakkeen lunastushinta tulisi määrittää. Sen selvittämiseksi olen tarkastellut sekä osakeyhtiölakia että liiketaloustieteen arvonmääritysteorioita. Lisäksi olen analysoinut lunastushinnan määrittämistä koskevia välitystuomioita.

2. Lunastushinnan määrittäminen oikeudellisena arvonmäärityksenä

Yleisemmin lunastushinnan määrittämisessä on kyse yrityksen oikeudellisesta arvonmäärityksestä. Se eroaa muista arvonmääritystilanteista siten, että arvon

3. Välitystuomio Oy Husön Ratsastuskeskus Ab, 7.2.2011.

4. Pauli K. Mattila, Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa erityisesti silmällä pitäen kiinteää omaisuutta ja yritysvarallisuutta. Lakimiesliiton Kustannus 1984, s. 75–77.

määrittämistä ohjaavat ensisijaisesti laki ja muut oikeuslähteet. Haasteellista oikeudellisessa arvonmäärityksessä on se, että yleensä laissa on ainoastaan todettu, mihin arvoon omaisuus on arvostettava, mutta jätetty avoimeksi, miten se tapahtuu⁵. Käytännössä arvon määrittämisessä käytetään yleensä liiketaloustieteen arvonmääritysmenetelmiä. Näin ollen oikeudellisessa arvonmäärityksessä tarvitaan sekä oikeudellista että liiketaloustieteellistä osaamista.

Oikeudellisessa arvonmäärityksessä yhdistyvät siten kaksi eri tieteenalaa: oikeustiede ja liiketaloustiede. Näin on myös aihetta käsittelevässä tutkimuksessa, joskin tutkimus sijoittuu yleensä jommallekummalle tieteenalalle. Tutkimuksen lähestymistapa, tutkimusmenetodit ja painotukset ovat tällöin luonnollisesti tieteenalan mukaisia. Keskeisiä eroavaisuuksia voidaan karkeasti luonnehtia siten, että liiketaloustieteellistä aihetta käsittelevää tutkimusta tehdään tyypillisesti kvantitatiivisin menetelmin ja siinä keskitytään ehkä enemmän arvonmääritysmenetelmien tarkasteluun⁶. Oikeustieteellinen arvonmääritystä koskeva tutkimus taas on yleensä lainopillista tutkimusta, jossa tarkastelun kohteena on ensisijaisesti arvonmääritystä sääntelevä oikeudenalakohtainen lainsäädäntö ja sen tulkinta⁷. Kaiken kaikkiaan näiden kahden tieteenalan tutkimusten voidaan parhaimmillaan katsoa täydentävän toisiaan.

Oikeudellisen ja liiketaloustieteellisen ajattelun yhdistäminen on keskeistä myös oikeudellisen arvonmäärityksen käytännön ratkaisuissa. Kyse on oikeudellisesta ratkaisusta, jonka muodostamiseksi tarvitaan myös liiketaloustieteellistä osaamista. Arvonmääritysratkaisun on ensisijaisesti perustuttava lakiin ja muihin oikeuslähteisiin. Ne määrittävät sen, millaiseen arvoon omaisuus on arvostettava. Vasta tämän jälkeen voidaan valita menetelmä, jolla arvo määritetään. Menetelmän tulee olla sellainen, jota yleisesti käytetään arvonmäärityksessä, joten käytännössä kyseeseen tulee jokin liiketaloustieteessä kehitetty arvonmääritysmenetelmä. Muista arvonmääritystilanteista poiketen menetelmää sovellettaessa on kuitenkin huomioitava oikeuslähteistä johdetut arvon

5. Richard Hager, Värderingsrätt. Särskilt om ersättning och värdering vid expropriation. KTH 1998, s. 19–20.

6. Esim. Mark Le Clair, Valuing the Closely-Held Corporation. The Validity and Performance of Accepted Valuation Procedures. Accounting Horizons 4(3) 1990, s. 31–42; Randolph Beatty – Susan Riffe – Rex Thompson, The Method of Comparables and Tax Court Valuations of Private Firms: An Empirical Investigation. Accounting Horizons 13(3) 1999, s. 177–199 ja 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 37(9–10), 2010, s. 1094–1114.

7. Esim. Gerhard af Schultén, Skiljemannapraxis vid inlösen av dotterbolagsaktier, s. 377–398 teoksessa Asianajajan työkentältä – Från advokatens arbetsfält. Suomen asianajajaliitto 1994; Matti J. Sillanpää, Skiljemannapraxis vid inlösen av minoritetsaktier i Finland. Nordisk tidsskrift for selskabret 1/2002, s. 33–45 ja Vesa Silaskivi, Osakkeen käypä hinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistön lunastusmenettelyssä, viimeaikaista välimieskäytäntöä. Defensor Legis 6/2004, s. 1048–1062.

ominaisuudet. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että ne vaikuttavat menetelmässä käytettävien taustaoletusten ja muuttujien valintaan.

Oikeudellisen arvonmäärityksen erityispiirteitä on myös se, että arvoa määritettäessä on yleensä noudatettava tiettyjä prosessuaalisia sääntöjä. Osapuolet esittävät omat näkemyksensä arvosta, mutta lopullisen ratkaisun tekee ulkopuolinen taho. Usein ratkaisija on sidottu osapuolten esittämiin näkemyksiin siten, ettei arvoa voida vahvistaa suuremmaksi kuin mitä on vaadittu tai pienemmäksi kuin mitä on tarjottu⁸.

Oikeudellisessa arvonmäärityksessä määritettävän arvon on aina oltava täsmällinen rahamääräinen summa. Asiassa on ratkaisupakko eli arvo on aina vahvistettava, silloinkin kun käytettävissä on vain niukasti tietoa ratkaisun tueksi. Tämä voi joskus johtaa siihen, että liiketaloustieteen arvonmääritysmenetelmiä ei täysin pystytä hyödyntämään. Tällöin arvonmääritysratkaisu on tehtävä käyttäen oikeudellista harkintaa. Oikeudellinen harkinta rinnastuu tässä yhteydessä oikeudenkäymiskaaren (4/1734) 17:1.2:ssa (732/2015) tarkoitettuun vapaaseen todistusharkintaan. Harkinnan on oltava objektiivista ja rationaalista, ja se tulee tehdä kriittisen arvioinnin kestäväällä tavalla⁹.

3. Lunastushinnasta tutkimuskohteena

Väitöstutkimukseni sijoittuu kauppaoikeuden ja siinä tarkemmin yhtiöoikeuden alalle. Perinteisten oikeuslähteiden ohella tutkimuksessa on hyödynnetty myös liiketaloustieteellistä tutkimusta ja -kirjallisuutta. Suomessa oikeustieteellinen, arvonmääritystä koskeva tutkimus on oikeudenalakohtaista tutkimusta ja sijoittuu esimerkiksi juuri yhtiöoikeuden taikka vero- tai perhe- ja perintöoikeuden alalle.¹⁰ Vähemmistöosakkeiden lunastuksia on tutkittu melko runsaasti sekä

8. Vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyn osalta tosin asiasta on oikeuskirjallisuudessa esitetty erilaisia näkemyksiä. Yhtäältä osapuolten vaatimusten on nähty tosiasiallisesti määrittelevän sen, mihin asioihin välimiesoikeus voi ottaa kantaa. Pekka Timonen, Lunastushinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä, s. 351–370 teoksessa Velka, vakuus ja prosessi. Juhlajulkaisu Erkki Havansi 1941–11/7–2001. Lakimiesliiton Kustannus 2001, s. 354 ja Silaskivi 2004, s. 1049. Toisaalta on painotettu, ettei välimiesoikeus ole sidottu osapuolten käsityksiin, vaan se voi lähtökohtaisesti arvioida hinnan vapaasti esitetyn näytön pohjalta. Ville Pönkä, Osakkeen lunastaminen. Talentum 2015, s. 656–657.

9. Jyrki Virolainen – Petri Martikainen, Tuomion perusteleminen. Talentum Media 2010, s. 275 ja Hallituksen esitys eduskunnalle oikeudenkäymiskaaren 17 luvun ja siihen liittyvän todistelua yleisissä tuomioistuimissa koskevan lainsäädännön uudistamiseksi 46/2014 vp, s. 45.

10. Vaihtoehtoisesti arvonmääritysoikeuden voitaisiin katsoa muodostavan oman oikeudenalansa, kuten ruotsalainen Hager (1998, s. 19) on esittänyt. Myös Yhdysvalloissa peräänkuulutettiin jo 1930-luvulla oikeudellisen arvonmäärityksen systemaattista, oikeudellisen ja liiketaloustie-

kotimaassa että ulkomailla. Aihetta on käsitelty sekä väitöskirjoissa että tutkimusartikkeleissa.¹¹ Voidaankin perustellusti kysyä, miksi väitöstutkimukseni kohteeksi valikoituivat juuri osakeyhtiölain mukaiset lunastustilanteet ja mitä uutta väitöstutkimus tuo aiempaan tutkimukseen verrattuna.

Aiemmasta vähemmistöosakkeiden lunastuksia koskevasta tutkimuksesta poiketen väitöstutkimuksessani tarkastelun kohteena ovat pelkästään noteeraamattomat yhtiöt, joista valtaosa on pieniä tai keskisuuria yrityksiä. Väitöstutkimuksessani tarkastellaan erityisesti sitä, miten lunastushinta OYL 18 mukaisissa lunastuksissa tulisi määrittää. Yleisesti noteeraamattomien yhtiöiden osakkeiden arvonmäärittystä pidetään pörssiyhtiöitä haastavampana, koska osakkeilla ei juurikaan käydä kauppaa eikä arvonmäärittämisessä siten voida hyödyntää osakkeiden hintanoteerauksia. Myös liiketaloustieteen arvonmäärittämenetelmien soveltamisessa noteeraamattomiin yhtiöihin on omat haasteensa, sillä menetelmät on kehitetty alun perin pörssiyhtiöitä varten¹².

Tavoitteena oli, että tutkimustuloksia voitaisiin hyödyntää myös käytännön arvonmäärittämissä tilanteissa, jonka vuoksi teoreettisen pohdinnan lisäksi oli tarpeen tarkastella myös käytännön arvonmäärittämissä ratkaisuja. Niiden tarkastelemiseksi vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevat välitystuomiot tarjosivat ainutlaatuisen aineiston¹³.¹⁴ Muista välitystuomioista poiketen ne ovat julkisia ja siten kaik-

teellisen näkökulman yhdistävää tutkimusta, James C. Bonbright, *The Valuation of Property. A Treatise on the Appraisal of Property for Different Legal Purposes*. McGraw-Hill Book Company 1937, s. 7.

11. Aiempaa tutkimusta on selostettu esim. artikkelissa Hanna Savolainen – Jani Saastamoinen, OYL 18:7:n mukainen käypä hinta – tilastollinen analyysi noteeraamattomien yhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittämisestä. *Lakimies* 2/2016, s. 245–268, s. 247–249.
12. Arvonmäärittämissä kirjallisuudessa pörssiyhtiöiden arvonmäärittämisessä kehitettyjen teorioiden ja menetelmien soveltuvuutta noteeraamattomien yhtiöiden arvonmäärittämisessä on kyseenalaistettu muun muassa sillä perusteella, että kyse on täysin erilaisilla markkinoilla toimivista yhtiöistä, ks. esimerkiksi Robert T. Slee, *Public and Private Capital Markets are not Substitutes*. *Business Appraisal Practice*, Spring 2005; Robert T. Slee – John Paglia, *Private Cost of Capital Model*. *The Value Examiner*, March/April 2010 ja Jerome W. Karsh, *Bringing Business Valuations Out of the Dark Ages*. *American Journal of Family Law* 3/2012, s. 150–158.
13. Myös liiketaloustieteellisessä arvonmäärittämisestä koskevassa tutkimuksessa tuomioistuinratkaisuja on pidetty ainutlaatuisena aineistona. Ne ovat julkisia, ja niistä on luettavissa eri osapuolten käsitykset yrityksen arvosta ja arvonmäärittämismenetelmistä. Lisäksi ne tarjoavat yksityiskohtaista tietoa siitä, miten lopullinen arvo on määritetty, ja ennen kaikkea siitä, miten tähän ratkaisuun on päädytty. Vastaavaa tietoa muista arvonmäärittämissä tilanteista ei samalla tavoin ole saatavilla. Chen et al. 2010, s. 1096–1097.
14. Lunastusmenettelyissä annetut välitystuomiot ovat oikeuslähdeopillisesti rinnastettavissa oikeuskäytäntöön. Ne poikkeavat perinteisistä välitystuomioista siinä, että lunastusmenettely ei perustu välityssopimukseen vaan on lakisääteinen menettely. Välimiehet nimittää aina puolueeton lautakunta. Lisäksi välimiesten on perustettava lunastusriidan ratkaisu OYL:iin, ja välitystuomiot ovat muista välitystuomioista poiketen julkisia ja valituskelpoisia. Ks. eroista Gustaf Möller, *Välimiesmenettelyn perusteet*. *Lakimiesliiton Kustannus* 1997, s. 3; Risto Nuolimaa, *Välimiesmenettelystä vähemmistöosakkeita pakkolunastettaessa*, s. 248–263 teoksessa Risto

kien saatavilla. Lunastusriidan ratkaisijoiksi nimetyiltä välimiehiltä edellytetään sekä yhtiöoikeudellista että arvonmäärittämisellistä osaamista. Tästä johtuen välitystuomiot ovat pääsääntöisesti laadukkaita ja hyvin perusteltuja. Osapuolten näkemysten lisäksi tuomioihin sisältyy usein myös vähemmistön etua valvovan uskotun miehen, yleensä arvonmäärittämiseen perehtyneen asianajajan tai KHT-tilintarkastajan perusteltu näkemys siitä, mikä on osakkeen käypä hinta ja miten se tulisi määrittää.

Tarkastelun kohteena oli yhteensä 94 vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevaa välitystuomioita vuosilta 1998–2014. Tutkimusaineisto sisälsi kaikki kaupparekisteriin tuona aikana toimitetut, noteeraamattomia yhtiöitä koskevat välitystuomiot. Aineiston koko mahdollisti sen, että tuomioita voitiin analysoida paitsi laadullisesti, myös tilastollisia analyysejä käyttäen¹⁵. Vastaavaa tilastollista analyysiä ei suomalaisesta välimieskäytännöstä ole aiemmin tehty. Lisäksi tutkimuksessa on ehkä aiempaa yksityiskohtaisemmin tarkasteltu lunastushinnan määrittämistä myös liiketaloustieteen arvonmäärittäusteorioiden valossa.

4. Käypä hinta lunastushintana

Keskeinen kysymys lunastushintaa määritettäessä on se, mitä käyvällä hinnalla tarkoitetaan. Käyvän hinnan täsmällinen merkitys on selvitettävä ennen kuin voidaan valita menetelmä, jolla se määritetään. Kun käypää hintaa ei ole määritetty laissa, sen sisältö on selvitettävä tulkinnan kautta. Tulkintaan puolestaan vaikuttaa muun muassa se, mitä lain säännöksillä on tavoiteltu.

Lunastussäännösten taustalla on pyrkimys edistää elinkeinoelämän taloudellista tehokkuutta ja helpottaa emo- ja tytäryhtiöfuusioita. Lisäksi on haluttu turvata yhtiön toiminnan häiriötön jatkuminen mahdollisissa enemmistöomistuksen aiheuttamissa ristiriitatilanteissa. Lunastussäännökset mahdollistavat omistuksen keskittämisen yhdelle taholle. Tällöin vältetään mahdollisilta vä-

Nuolimaa – Pekka Vihervuori – Hannele Klementtinen (toim.), Juhlajulkaisu Pekka Hallberg 1944–12/6–2004. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2004, s. 248–250 ja Pönkä 2015, s. 596–597.

15. Tilastollista analyysiä on käytetty täsmällisen käsityksen muodostamiseksi lunastushinnan määrittämistä koskevasta välimieskäytännöstä. Tämän katsottiin toteutuvan parhaiten käytämällä empiiriseen tiedonhankintaan soveltuvia menetelmiä. Jukka Kultalahti: Empiirinen metodi oikeudellisen tulkinnan apuvälineenä, s. 15–43 teoksessa Anssi Keinänen – Mía Kilpeläinen – Ulla Vääänen (toim.), Empiirisen oikeustutkimuksen kokemukset, haasteet ja tulevaisuus. Itä-Suomen yliopisto 2010, s. 20–21. Samalla ajateltiin vältettävän epäsystemaattisiin käsityksiin pohjautuvan kuvan muodostaminen ratkaisukäytännöstä, joka helposti ajan mittaan saattaa kehittyä ”tiedetyksi totuudeksi”. Kaijus Ervasti, Oikeuden empiirisestä tutkimuksesta, Oikeus 1/2003, s. 48–50, 49.

hemmistöoikeuksien väärinkäytöksiltä, jotka puolestaan voivat tehokkaasti lukkiuttaa yhtiön päätöksenteon.¹⁶

Toisaalta enemmistön lunastusoikeus voi vähemmistön näkökulmasta näyttäytyä omaisuuden pakko-ottamisena, jonka vuoksi lunastussäännöksissä on huomioitava myös vähemmistöosakkeenomistajien oikeudet. Niiden katsotaan toteutuvan, kun lunastushintana on osakkeen käypä hinta, jonka määrittävät viime kädessä asiantuntevat välimiehet erityisessä lunastusmenettelyssä. Lisäksi vähemmistösuoja on turvattu siten, että vähemmistöomistajilla itsellään on oikeus halutessaan vaatia osakkeidensa lunastusta.¹⁷

Lunastussäännökset ovat eräänlaista tasapainoilua enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien ristiriitaisten intressien välillä. Intressiristiriita konkretisoituu lunastushinnan määrittämisessä. Lunastushinnan tulee olla sellainen, että se parhaalla mahdollisella tavalla sovittaa yhteen osapuolten ristiriitaiset intressit. Edellä mainitun markkinahinnan, joka siis on käyvän hinnan määrittelyn lähtökohtana, on katsottu parhaiten toteuttavan tämän tavoitteen.¹⁸

Markkinahinta mielletään yleensä objektiiviseksi hinnaksi. Sen katsotaan muodostuvan markkinoilla kysynnän ja tarjonnan perusteella, jolloin se perustuu kaikkien markkinaosapuolten käsitykseen oikeasta hintatasosta.¹⁹ Ongelmana tosin on se, että varsinkin pienyhtiön osakkeille voi olla vaikeaa määrittää markkinahintaa, koska osakkeilla ei juurikaan käydä kauppaa. Tällöin voidaan ajatella, että käyvän hinnan tulisi siinä tapauksessa olla mahdollisimman pitkälle markkinahinnan kaltainen eli objektiivinen, osapuolista riippumaton hinta.

5. Lopuksi

Väitöstutkimuksessani tarkastelun kohteena oli spesifi oikeudellisen arvonmäärityksen osa-alue, OYL 18 luvun mukainen noteeraamattoman yhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määrittäminen. Aihetta tarkasteltiin niin arvonmäärityksellisestä kuin oikeudellisesta näkökulmasta ja välimieskäytäntöä analysoimalla. Tutkimus tuotti tieteelliseen analyysiin perustuvan kokonaiskuvan välimieskäytännöstä ja erityisesti lunastushinnan määrittämisessä käytetyistä menetelmistä. Tämän perusteella annettiin suosituksia siitä, millaisia seikkoja on huomioitava määritettäessä noteeraamattoman yhtiön arvoa eri

16. HE 27/1977 vp, s. 107–108; af Schultén 2004, s. 556 ja Pönkä 2015, s. 153–154.

17. HE 27/1977 vp, s. 108.

18. Silaskivi 2004, s. 1051; Veikko Vahtera, Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus 2011, s. 351–352 ja Pönkä 2015, s. 657–659.

19. Silaskivi 2004, s. 1051 ja Mähönen – Villa 2012, s. 725.

arvonmääritysmenetelmiä käyttäen. Lisäksi arvioitiin lunastussäännöksille asetettujen tavoitteiden toteutumista lunastushinnan määrittämisen näkökulmasta.

Tutkimuksessa myös tarkasteltiin liiketaloustieteen arvonmääritysteorioiden hyödyntämistä oikeudellisessa arvonmäärittämisessä sen erityispiirteet huomioon ottaen. Usein oikeudellisissa arvonmäärittämisissä omaisuus on arvostettava käyvän arvon/hinnan mukaan²⁰. Käyvän arvon täsmällinen merkitys on aina selvitettävä tilanteeseen sovellettavasta lainsäädännöstä ja muista oikeuslähteistä. Usein kuitenkin sillä tarkoitetaan objektiivista, markkinahinnan kaltaista hintaa. Tutkimustulokset ovat siten soveltuvien osin hyödynnettävissä yrityksen oikeudellisessa arvostamisessa yleisemminkin, esimerkiksi osituksiin, perinnönjakoihin tai joskus jopa verotukseen liittyvissä arvostustilanteissa.

20. Käypä arvo/hinta on mainittu esimerkiksi esim. varojen arvostamislain (1142/2005) 18 §:ssä, perintö- ja lahjaverolain (378/1940) 9.1 §:ssä (1144/2005), tuloverolain (1535/1992) 66.1 §:ssä ja lunastuslain (603/1977) 30.1 §:ssä. Lisäksi vakiintuneen käytännön mukaan omaisuus on osituksessa arvostettava käyvän arvon mukaisesti, Pertti Välimäki, Ositettavan omaisuuden ja sen arvon määrittämisestä, Defensor Legis 2/1996, s. 154–167, 157.