

Rainio, Elina

Working Paper

Osakeyhtiölain vaikutukset sijoittajan suojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen

Bank of Finland Research Discussion Papers, No. 16/2006

Provided in Cooperation with:

Bank of Finland, Helsinki

Suggested Citation: Rainio, Elina (2006) : Osakeyhtiölain vaikutukset sijoittajan suojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen, Bank of Finland Research Discussion Papers, No. 16/2006, ISBN 952-462-297-1, Bank of Finland, Helsinki,
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-20140807511>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/212041>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Elina Rainio

**Osakeyhtiölain vaikutukset
sijoittajan suojaan ja
rahoitusmarkkinoiden kehitykseen**



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Bank of Finland Research
Discussion Papers
16 • 2006

**Suomen Pankki
Bank of Finland
P.O.Box 160
FI-00101 HELSINKI
Finland
☎ + 358 10 8311**

<http://www.bof.fi>

Bank of Finland Research
Discussion Papers
16 • 2006



Elina Rainio

Osakeyhtiölain vaikutukset sijoittajan suojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen

The views expressed are those of the author and do not necessarily reflect the views of the Bank of Finland.

I am grateful to Tuomas Takalo, Matti Virén and Jouko Vilmunen for their helpful comments and encouragement. I would also like to thank Helinä Laakkonen for the data.

<http://www.bof.fi>

ISBN 952-462-296-3
ISSN 0785-3572
(print)

ISBN 952-462-297-1
ISSN 1456-6184
(online)

Helsinki 2006

Osakeyhtiölain vaikutukset sijoittajan suojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen

Suomen Pankin tutkimus
Keskustelualoitteita 16/2006

Elina Rainio
Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

Tiivistelmä

Viimeaikaisten law and finance -tutkimusten mukaan yritysten ohjausjärjestelmien uudistamiseen ja sijoittajan suojan kohentamiseen tähtäävä lainsäädännön kehittäminen vaikuttaa suotuisasti rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja kehitykseen. Suomessa osakeyhtiölaki on perinteisesti ollut keskeisessä asemassa yritystoiminnan ja rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä, mutta sen konkreettisia vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei ole aikaisemmin tutkittu kattavasti. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, miten vuoden 1980 osakeyhtiölakiuudistus vaikutti sijoittajan suojaan ja yritysten osakkeiden arvoon. Tutkimus osoittaa, että käytetyillä mittareilla mitattuna vuoden 1980 lakimuutos paransi sekä osakesijoittajien että velkojien oikeuksia, mutta velkojien suoja parani huomattavasti enemmän kuin osakkeenomistajien suoja. Vaikutuksia yritysten arvoon on tutkittu selvittämällä, miten lakimuutokseen liittyvät uutiset vaikuttivat osakkeiden tuottoon 1970-luvun aikana. Useiden uutisten tapauksessa markkinoille tuleva uusi informaatio ei vaikuta merkittävästi osakkeiden tuottoon. Lakimuutokseen ei liittynyt suuria yllätyksiä, koska informaation välittyminen pienillä, suljetuilla rahoitusmarkkinoilla oli tehokasta.

Asiasanat: osakeyhtiölaki, rahoitusmarkkinat, sijoittajan suoja, uutiset, yritysten ohjausjärjestelmät

JEL classification numbers: G14, G32, G38

Legislation, investor protection and financial growth

Bank of Finland Research
Discussion Papers 16/2006

Elina Rainio
Monetary Policy and Research Department

Abstract

According to recent law and finance research, legislation is essential to financial development. More efficient financial markets would be achieved by reforming the laws governing investor protection and corporate governance systems. The Companies Act has traditionally played a very important role in the Finnish regulation of firms and financial markets. Nevertheless, the concrete effects of the Finnish corporate law have never before been examined properly. The aim of this study is to investigate the effects of the previous extensive reform of the Companies Act in 1980. The reform improved both shareholder and creditor rights, but the level of creditor rights rose substantially higher than the level of shareholder rights measured by different indices. The impact on stock returns was assessed by examining how news reports on the reform affected returns during the 1970s. Only the most important news had a significant impact on the returns. Otherwise there were no big surprises in the reform process and the stock prices adjusted efficiently to the new information relating to the small and closed financial markets.

Key words: companies act, financial markets, investor protection, news, corporate governance

JEL-luokittelu: G14, G32, G38

Sisällys

Tiivistelmä	3
Abstract	4
1 Introduction	7
2 Corporate governance ja sijoittajan suoja Suomessa	9
2.1 Suomen rahoitusjärjestelmän toiminta 1970-luvulla	10
2.2 Suomen sijoittajan suoja koskeva lainsäädäntö 1970-luvulla	12
2.2.1 Osakeyhtiölainsäädäntö	12
2.2.2 Vähemmistön oikeuksien sääntely	13
2.3 Sijoittajan suoja Suomessa	14
2.3.1 Osakkeenomistajien oikeuksia määrittävät indeksit	15
2.3.2 Velkojien oikeuksia määrittävät indeksit	16
2.4 Lakiuudistusten vaikutus sijoittajan suojaan – arviointia	17
3 Osakeyhtiölakimuutoksen vaikutus osakkeiden tuottoon	22
3.1 Aineisto	23
3.2 Uutisten vaikutuksen tutkiminen	23
3.3 Tulokset	24
4 Johtopäätökset	27
Kirjallisuus	30
Liite 1	33
Liite 2	48
Liite 3	49

1 Johdanto

Useat viimeaikaiset tutkimukset ovat osoittaneet, että lainsäädäntö on keskeinen rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja kehitykseen vaikuttava tekijä. Law and finance -kirjallisuudessa lähtökohtana on, että yritysten ohjausjärjestelmien uudistamiseen ja sijoittajan suojan tason kohentamiseen tähtäävä lainsäädännön kehittäminen vaikuttaa suotuisasti rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Hyvän sijoittajan suojan takaava lainsäädäntö edistää yritysten ulkoisen rahoituksen saatavuutta ja pienentää sen kustannuksia. Tämän seurauksena rahoitusmarkkinoiden likviditeetti paranee ja toiminta tehostuu, mikä edelleen johtaa kansantalouden kasvuun: säästäminen lisääntyy ja ohjautuu paremmin investointeihin edistäen pääoman kasvua. Rahoitusjärjestelmän kehittyminen myös mahdollistaa pääoman virtaamisen tuottoisampiin kohteisiin, mikä parantaa resurssien jakautumisen tehokkuutta. Näin sijoittajan suojan kehittäminen edistää myös tuottavuuden ja tuotoksen kasvua, helpottaa uusien yritysten rahoituksenhankintaa ja kehittää investointien kohdentumista sekä yritysten sisällä että niiden välillä. Osakkeenomistajien ja velkojien oikeudet ovat merkityksellisiä myös maan kilpailukykytekijänä, koska niiden avulla voidaan määritellä, miten kilpailukykyisen toimintaympäristön valtio lainsäädännöllään tarjoaa yritykselle, joka kilpailee rahoituksestaan kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla.

Corporate governance -tutkimus on perinteisesti keskittynyt maiden välisiin vertailuihin niin rahoitusmarkkinoiden rakenteen kuin yritysten omistusrakenteenkin suhteen (esim. Schleifer ja Vishny 1997, Allen ja Gale 2000). Yritysten ohjaus- ja hallintojärjestelmiä säädellään erilaisilla taloudellisilla ja lainsäädännöllisillä mekanismeilla ja instituutioilla, jotka toimivat yleensä poliittisen prosessin välityksellä. Viimeaikaisissa tutkimuksissa La Porta, Lopez-de-Silanez, Schleifer ja Vishny (1997, 1998) ovat korostaneet maiden institutionaalisten erojen sekä lainsäädännön ja lain toimeenpanon merkitystä rahoitusmarkkinoiden kehittymisen ja tehokkuuden sekä paremman sijoittajan suojan edellytyksenä. Erot rahoitusjärjestelmään vaikuttavassa lainsäädännössä syntyvät maiden lakijärjestelmän alkuperästä: eri maissa käytössä olevien oikeusjärjestelmien toiminta perustuu erilaisille taustatekijöille ja ne vaikuttavat eri tavalla lainsäädännön kehitykseen ja lain toimeenpanoon. La Portan ym. (1997, 1998, 2000, 2002) mukaan maissa, joissa sijoittajan suojalainsäädäntö on kehittymätöntä, on pienemmät ja heikomminkin toimivat rahoitusmarkkinat verrattuna maihin, joiden sijoittajan suoja on hyvin järjestetty. Hyvä sijoittajan suoja parantaa yrityksen arvoa, kun taas huonosta sijoittajan suojasta rangaistaan osakkeen alhaisemmalla hinnalla. Myös lainsäädännön ja rahoitusmarkkinoiden tehokkuuden ja talouden kasvun välisiä yhteyksiä on tutkittu paljon, ja niiden välillä on todettu olevan positiivinen yhteys. Levine ym. (2000) osoittavat, että sijoittajan suojaa vahvistavat lainsäädäntöuudistukset muiden rahoitusjärjestelmään vaikuttavien eksogeenisten tekijöiden, kuten sopi-

musten täytäntöönpanon ja kirjanpitoikäytäntöjen, kehittymisen ohella parantavat rahoituksen saatavuutta.

Lainsäädännön taloudellisia vaikutuksia on yleisesti ottaen tutkittu paljon. Empiirisiä tutkimuksia on kuitenkin vain vähän, koska lakien empiirinen kvalifiointi on vaikeaa. Law and finance -kirjallisuuteen perustuvan tutkimuksen lähtökohdista ovat La Porta ym. (1997, 1998) kehittäneet osakkeenomistajien ja velkojien suojaa määrittävät kvantitatiiviset indeksit, joiden avulla lainsäädännön määrittämää sijoittajan suojan tasoa eri maissa pyritään arvioimaan. Nämä indeksit muodostavat rahoitusmarkkinoilla standardin lähtökohdan lainsäädännön vaikutusten tutkimukseen. LLSV¹-indeksit eivät kuitenkaan tuo esille lakimuutosten kaikkia vaikutuksia eivätkä niiden koko laajuutta tai kaikkia ulottuvuuksia. Parantaakseen LLSV-indeksien kattavuutta mm. Pistor, Raiser ja Gelfer (2000), Pistor (2000) sekä Glaeser, Johnson ja Schleifer (2001) ovat kehittäneet uusia mittareita sijoittajan suojan toteutumisen arviointiin. Pistorin ym. (2000) tavoitteena on LLSV-indeksien laajentaminen kattamaan mahdollisimman monipuolisesti sijoittajien ja velkojien suojaa koskevat lainkohdat ja niiden eri ulottuvuudet: Pistor ym. (2000) esittelevät lähes 30 uutta muuttujaa. Pistorin mittareissa sijoittajan suoja ei koske vain vähemmistöosakkaiden ja velkojien suhteita yrityksen johtoon, vaan eturistiriitoja mitataan myös eri edunsaajaryhmien välillä. Pistorin ym. (2000) mukaan myös laillisten instituutioiden ja lain toimeenpanon tehokkuudella on huomattavasti vaikutusta yrityksen rahoituksen hankintaan. Myös Glaeser ym. (2001) laajentavat alkuperäisiä sijoittajan suojaa määrittäviä LLSV-indeksejä uusilla mittareilla. Tutkimus painottaa erityisesti lain täytäntöönpanon merkitystä sijoittajan- ja velkojien suojan kehittämisessä.

Suomessa yritysten hallintojärjestelmien ja yritystoiminnan ja sitä kautta rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä osakeyhtiölaki on perinteisesti ollut keskeisessä asemassa. Parhaillaan käynnissä olevan mittavan osakeyhtiölakiuudistuksen² tavoitteena on luoda kilpailukykyisempi ja joustavampi osakeyhtiölaki, joka huomioi paremmin erityisesti vähemmistösijoittajien oikeudet. Lainsäädännön konkreettisia vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei ole kuitenkaan systemaattisesti tutkittu nykyistenkään lakien osalta, eikä näin ollen ole olemassa kattavaa tietoa siitä, millaisia vaikutuksia osakeyhtiölainsäädännöllä on rahoitusmarkkinoihin ollut ja mitkä tekijät ovat vaikuttaneet lainsäädännön kehittymiseen. Tämän työn tarkoitus on selvittää edellisen suuremman, vuoden 1980 osakeyhtiölakiuudistuksen vaikutuksia sijoittajan suojan kehitykseen Suomessa, sekä tutkia sitä edeltävien osakeyhtiölakiuudistukseen liittyvien uutisten ja lakimuutosprosessin etenemisen vaikutusta yritysten arvoon osakemarkkinoilla.

Vuoden 1980 osakeyhtiölakiuudistuksen vaikutuksia sijoittajan suojan tasoon tutkitaan tässä rakentamalla aiempaan kirjallisuuteen (La Porta ym. 1998, Pistor

¹ La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer ja Vishny = LLSV.

² Uuden osakeyhtiölain on tarkoitus tulla voimaan syyskuussa 2006.

ym. 2000, Glaeser 2001, Hyytinen, Kuosa ja Takalo 2003) perustuen lainsäädännön eri ulottuvuuksia mittaavia kvantitatiivisia indeksejä, joiden avulla sijoittajan suoja voidaan arvioida. Tutkittujen indeksien kehitys osoittaa, että vuoden 1980 lakimuutos parantaa sekä osakesijoittajien että velkojien oikeuksia, mutta velkojien suoja paranee huomattavasti enemmän kuin osakkeenomistajien oikeudet. Tämä saattaa selittyä sillä, että pankkikeskeisillä velkarahoitukseen perustuvilla rahoitusmarkkinoilla velkojien suoja parantavilla lainsäädännön uudistuksilla oli enemmän merkitystä kuin sääntelyn alla alikehittyneiksi jääneillä osakemarkkinoilla toimivien osakesijoittajien oikeuksien kohentamisella. Vuoden 1980 muutos on käytetyillä indekseillä mitattuna suurin kerralla tapahtunut parannus sijoittajan suojassa Suomen lainsäädännön kehittyessä. Lakiuudistuksen vaikutuksia yritysten arvoon on tutkittu selvittämällä, miten laki-muutokseen liittyvät uutiset, sen eduskuntakäsittelypäivät ja voimaantulo vaikuttivat osakkeiden tuottoon 1970-luvun aikana. Lakimuutokseen ei liittynyt suuria yllätyksiä, koska informaation välittyminen pienillä, suljetuilla rahoitusmarkkinoilla oli tehokasta. Useiden uutisten kohdalla markkinoille tuleva uusi informaatio ei vaikuta merkittävästi osakkeiden tuottoon, koska uutiset saavuttivat rahoitusmarkkinoiden toimijat jo ennen virallista julkituloaan. Toisaalta sijoittajan suojan paranemisen pitäisi vaikuttaa osakkeiden tuottoon positiivisesti. Tämä oletus on voimassa tärkeimpien uutisten, kuten lain voimaantulon varmistumiseen ja muutosprosessin etenemiseen sekä lain sisällön tarkentumiseen liittyvien uutisten osalta. Mielenkiintoinen ilmiö on monen hyväksi arvioidun uutisen negatiivinen vaikutus tuottoihin. Negatiivinen reaktio voi johtua sijoittajan suojan kohenemisen rakenteesta, uutisten luokiteltavasta tai lainsäädäntötyön poliittisesta luonteesta.

2 Corporate governance ja sijoittajan suoja Suomessa

Suomalainen corporate governance järjestelmä oli 1970-luvulla vasta kehityksensä alussa. Sen kehittymiseen on vaikuttanut 1980-luvulla alkanut rahoitusmarkkinoiden vapautuminen samaan aikaan teollisuudessa tapahtuneen rakennemuutoksen kanssa.

2.1 Suomen rahoitusjärjestelmän toiminta 1970-luvulla³

Suomalaiselle rahoitusjärjestelmälle oli 1970-luvulla tyypillistä voimakas julkisen vallan puuttuminen markkinamekanismin toimintaan. 1970-luku oli niin sanotun vakiintuneen säännöstelyn aikaa, jolloin rahoitusjärjestelmän säännöstely pysyi lähes muuttumattomana. Sääntelylle ominaista oli julkisen vallan harjoittaman lainanannon suuri merkitys. Säännöstelystä vapaat rahoitusmarkkinoiden alueet, kuten arvopaperimarkkinat, jäivät kehityksessä merkityksettömän suppeaksi toimijaksi, vaikka kehittyvä lainsäädäntö salli joitakin muutoksia sääntelyjärjestelmään tähdäten esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden toiminnan elpymiseen.

Rahamarkkinat olivat suhteellisen keveät 1970-luvun alussa. Ensimmäisen öljykriisin seurauksena 1973 rahamarkkinat joutuivat paineen alaisiksi inflaation kiihtymisen ja kotimaisen kysynnän nopean kasvun aiheuttaman kiristyvän rahapolitiikan vuoksi. 1975 rahamarkkinoiden ollessa kireimmillään rahapolitiikan instrumenttijärjestelmää muutettiin markkinaorientoituneemmaksi, kun Suomen Pankki perusti päiväluottomarkkinat. Rahamarkkinoiden kiristyminen aiheutti ulkomaisen pääoman kysynnän kasvun, mikä vaihtotaseen vajeen kasvaessa johti pääomantuonnin rajoittamiseen. Säännöstelystä vapaita portfoliosijoituksia ei 1970-luvulla hankittu Suomeen juuri ollenkaan. Valuuttamääräykset ja joukkovelkakirjalaki olisivat sallineet yritysten laskea vapaasti liikkeelle debentureja, noteerauttaa ne pörssissä ja myydä ulkomaille.

Osakemarkkinoiden alikehittyneisyys oli siis tyypillistä 1970-luvun rahoitusmarkkinoille. Yritysten omistus oli tavallisesti hyvin keskittynyt ja pankkien yritysomistukset olivat huomattavia. Erikoinen piirre yritysten omistusrakenteessa oli merkittävät yritysten ristiinomistukset. Helsingin Arvopaperipörssissä oli vuosikymmenen alussa noteerattu vain noin 40 yritystä, mutta määrä kasvoi vuosikymmenen kuluessa. Osakemarkkinoiden elvyttämiseen pyrittiin lainsäädäntöä uudistamalla: yritykset saivat mahdollisuuden vähentää uudelle pääomalle maksamansa osingot verotuksessa. Tästä huolimatta oman pääoman tuotosta valtaosa jätettiin yrityksiin, mikä oli rahoitusjärjestelmälle tyypillinen piirre. Pankkiluotot eivät vielä 1980-luvulle tultaessakaan kyenneet syrjäyttämään pidätettyihin voittoihin perustuvaa yritysten sisäistä rahoitusta. Oman pääoman osuus yritysten rahoituksessa on huomattava, ja ainakin teollisuudessa pankkilainojen osuutta suurempi. Taulukossa 1 on kuvattu Suomen rahoitusmarkkinoiden kehitystä vertailemalla osake- ja luottomarkkinoiden kokoa 1970-luvun kuluessa.

³ Luku 2.1 perustuu lähinnä Tarkan (1988) kirjoitukseen: *Kahlitun rahan aika: Suomen rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn vuosikymmenet*.

Taulukko 1.

Osake- ja luottomarkkinoiden kehitys 1970-luvulla

	1970	1975	1980
Luottolaitosten lainananto (milj. mk)			
– yhteensä	27629	67216	108887
– josta teollisuudelle	8189	22510	47174
– josta kaupalle	3357	8198	18214
Helsingin arvopaperipörssi myynti (1000 mk)			
– yhteensä*	77271	207923	698846
– osakkeet	53160	143081	307954
– josta teollisuus	37500	91352	232319
– josta pankit	11519	41147	75635
BKT (milj. mk)**	44857,7	101882,3	186139,9

* ml. osakkeet, merkintäoikeudet, debentuurit ja obligaatiot.

** 1981 markkinahintaan.

Rahoitusmarkkinoiden säännöstelyjärjestelmä selviytyi 1970-luvun puolivälin poikkeuksellisista oloista suhteellisen hyvin. Olosuhteet saivat kuitenkin aikaan deregulaation alkamisen 1980-luvun alussa voimakkaasti kehittyvien rahoitusinnovaatioiden myötä. Säännöstelyn kestäminen 1970-luvun puolivälin paineissa on herättänyt runsaasti keskustelua, koska säännöstelyn harjoittaminen kilpailullisilla markkinoilla pitäisi olla mahdotonta kilpailun pakottaessa markkinoilla toimivat luotonkysyjät, rahoituslaitokset ja sijoittajat yhä uusiin rahoitusinnovaatioihin, joilla rajoituksia on tarkoitus kiertää. Säännöstelyn säilymiselle 1970-luvun paineissa on esitetty useita syitä. Yhden mahdollisen lähtökohdan tarjoaa Suomen verojärjestelmä, joka piti pankkisektorin kilpailukyvyn rahoitusmarkkinoilla ylivoimaisena veronalaisiin arvopaperimarkkinoihin verrattuna.

Rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkaminen alkoi Suomessa suhteellisen myöhään muihin maihin verrattuna. Rahoitusmarkkinoiden hallinnollisuus korostui ulkomailla 1960- ja 1970-luvuilla tapahtuneiden korkojen ja valuuttaliikkeiden liberalisoitumisen seurauksena. Alussa markkinavoimien vapautuminen koski pankkitoimintaa ja sisäisiä rahoitusmarkkinoita, samalla kun kansainvälisten pääomanliikkeiden säännöstely lisääntyi. 1980-luvun aikana huomattava osa aiemmasta rahoitusmarkkinoiden säännöstelystä purettiin. Aluksi kysymys oli lähinnä rahoitusmarkkinoiden rakennemuutoksesta, jossa aiemmin kehittymättömät markkinoiden osa-alueet alkoivat kasvaa. Tämän seurauksena esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden toiminta elpyi ja niistä tuli kokonaistaloudellisesti merkittävä rahoituskanava. Varsinaiset säännöstelyn purkuun tähtäävät toimet aloitettiin kuitenkin hitaasti. Näiden toimien seurauksena pankkien varainhankinta alkoi kasvaa, minkä johdosta Suomeen syntyi rahamarkkinat, termiinivaluutan markkinat kasvoivat, yritysten joukkovelkakirjojen emissiot kasvoivat ja pääomamarkkinat vilkastuivat myös osakkeiden pörssivaihdon kasvaessa.

2.2 Suomen sijoittajan suojaa koskeva lainsäädäntö 1970-luvulla

Suomen oikeusjärjestelmä oli hyvin kehittynyt ja tehokas 1970-luvulla. Ongelmana oli yritysten ohjausjärjestelmiä ja sijoittajien suojaa sääntelevän lainsäädännön kehittymättömyys. Sijoittajan suojasta säädettiin 1970-luvulla lähinnä osakeyhtiölaissa (Laki osakeyhtiöistä, annettu 2.5.1895). Velkojien suojaa määrittäviä lakeja olivat osakeyhtiölain ohella konkurssisääntö vuodelta 1868, sekä akordilaki (148/1932) ja irtaimistonkiinnityslaki (55/1923). Nämä lait pysyivät sijoittajien suojaa määrittäviltä säädöksiltään muuttumattomina 1970-luvun, vaikka taloudellisen ja yhteiskunnallisen kehityksen seurauksena osakeyhtiölakiin oli kohdistunut muutospaineita jo 1900-luvun alusta. 1970-luvun sijoittajan suojan taso määritetään osakeyhtiölakia ja erityisesti lain vuoden 1980 uudistuksen muutosten vaikutuksia selvittämällä.

2.2.1 Osakeyhtiölainsäädäntö

Suomen ensimmäinen osakeyhtiötä koskeva asetus on vuodelta 1864. Se pohjautui Ranskan lainsäädäntöön, ja sille oli tyypillistä osakeyhtiötä koskevan sääntelyn jättäminen yhtiösopimuksen varaan.⁴ 1970-luvulla voimassa ollut osakeyhtiölaki (OYL) on vuodelta 1895 ja perustuu Ruotsin ja Norjan samanaikaisiin lainvalmistelutöihin. Laki oli voimassa vuoteen 1980 saakka. Vuoden 1895 osakeyhtiölaki oli hyvin väljä ja suuripiirteinen; se soveltui voimaantuloajankohtansa agraritalouteen, mutta talouden alkaessa kehittyä se osoittautui puutteelliseksi. Toisaalta laki oli iästään huolimatta toimiva ja systemaattinen, ja monissa kohdissa hyvin joustava. Lakia muutettiin ja täydennettiin sen voimassaoloaikana vain muutamia kertoja; 15.1.1915, 27.5.1933, 15.11.1935⁵, 28.7.1939, 8.3.1945, 28.12.1945, 31.7.1947, 28.11.1952, 19.3.1954 ja 15.7.1966.

Vastakohtana useiden muiden maiden yhtiölainsäädännölle Suomen yhtiöoikeudelle tyypillistä oli tahdonvaltaisuus: Siinä säänneltiin vain osakeyhtiön yleispiirteet ja jätettiin niiden puitteissa osakkaille vapaus sopia yritykselle tarpeellisista lisämääräyksistä yhtiöjärjestyksessä. Lain säännökset koskivat lähinnä yrityksen perustamista ja voitonjakoa. Sen suurimpia puutteita olivat osakepääoman suorittamiseen ja sen korottamiseen liittyvät liian jäykät säännöt, osakepääoman alentamiseen, tilintarkastukseen ja fuusioihin liittyvien sääntöjen puutteellisuus sekä yrityksen rahoittamiseen liittyvien yksityiskohtien puuttuminen laista kokonaan. Siitä puuttui myös osakeyhtiön selvitystilaan asettamiseen liittyvät säännökset. Vuoden 1895 laki antoi paljon vapauksia yhtiöjärjestyksen sisällölle.

⁴ Ks. Caselius, Heikonen ja Huttunen (1974).

⁵ Erityisesti vähemmistöosakkaiden oikeuksien parantamiseen pyrkinyt muutos.

Talouden kehittyessä lainsäädännön puutteet johtivat epäyhtenäiseen käytäntöön yritysten sääntelyssä, mikä koitui erityisesti pienten yhtiöiden vahingoksi. Yhteiskunnan vastuulla oli yhtiöiden toimintaa koskevan sääntelyn pitäminen ajan tasalla.

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

Lakiuudistuksen tavoitteena oli erityisesti osakeyhtiöitä koskevan julkisen tiedon lisääminen sekä pyrkimys lisätä yritysten tiedonantovelvollisuuksia. Uutta laissa olivat myös osakeyhtiön perustamisen helpottamiseen ja omarahoituksen lisäämiseen pyrkivät säännöt sekä osakeluetteloiden kirjaamiseen liittyvät säännökset. Merkittäviä uusia säädöksiä olivat konserneja sekä vaihtovelkakirja- ja optiolainoja koskevat säännöt. Myös hallintoneuvoston asemaa pyrittiin muuttamaan, sekä selventämään useita osakkeenomistajan asemaa koskevia säännöksiä. Vaikka osakeyhtiölainsäädännössä ei tapahtunut mitään periaatteellisia muutoksia, se muuttui kuitenkin tarkemmaksi ja sen tulkinnanvaraisuus väheni yhtiöjärjestyksen sisältöä koskevan sääntelyn ohella.

2.2.2 Vähemmistön oikeuksien sääntely

Osakeyhtiölaki ei alun perin sisältänyt kuin yhden varsinaisesti vähemmistön oikeuksia määrittävän säännöksen (OYL 31 §), joka myöntää osakkeenomistajille, jotka omistavat 1/10 osakepääomasta⁶, oikeuden kutsua koolle yhtiökokouksen. Laki sisälsi kuitenkin useita sääntöjä, joiden tarkoitus oli turvata kaikkien osakkaiden asemaa, mutta joilla oli erityistä merkitystä vähemmistöosakkaiden oikeuksien suojaamisessa. Tällaisia sääntöjä olivat esimerkiksi osakeyhtiön perustamisen muodollisuuksiin, osakepääoman maksuun sekä yhtiöjärjestyksen muuttamiseen liittyvät säännöt.

Osakeyhtiölain säännökset eivät kuitenkaan ajan mittaan enää riittäneet tehokkaasti ehkäisemään enemmistöosakkaiden vallan väärinkäytöksiä. Tämä loi jo 1930-luvulla paineita lainuudistuksiin, joita tehtiinkin, jotta osakkeenomistajien ja erityisesti vähemmistöosakkaiden oikeusturvaa olisi saatu lisättyä. Uudistus-paineiden taustalla oli taloudellisen toiminnan kehittyminen, joka lisäsi yritysten määrää ja aiheutti tarpeen vähemmistöosakkaiden oikeudet yksityiskohtaisemmin

⁶ Yhtiöjärjestyksessä voitiin säätää myös pienempi osuus osakepääomasta riittäväksi.

määrittelevän lain säätämiseen. Vuonna 1935 tehty lainmuutos ei silti luonut vähemmistöturvalakia, vaan sen tavoitteena oli turvata kaikkien osakkeenomistajien asema, ja tätä kautta suojella vähemmistöosakkaiden oikeuksia. Tältä osin merkittävin uudistus oli ns. osakeyhtiöoikeudellinen yleissäännös, jonka mukaan osakkeenomistajia ei saa yhtiökokouksen päätösten perusteella asettaa eriarvoiseen asemaan. Säännön tehtävänä oli suojata enemmistön toimenpiteen johdosta vääryyttä kärsinyttä vähemmistöomistajaa. Se antoi vähemmistölle ja yksityisille osakkeenomistajille kanneoikeuden sellaisia yhtiökokouksen päätöksiä vastaan, jotka oli tehty enemmistön valtaa väärinkäyttäen.

2.3 Sijoittajan suoja Suomessa

Aiemmat tutkimukset ovat siis osoittaneet, että velkojien ja osakesijoittajien suoja korreloivat eri maissa yleensä positiivisesti, eli vähemmistöosakkaiden asemaa parantavan lainsäädännön kehittyminen johtaa myös velkojien suojaan koskevan lainsäädännön kehittymiseen. Tutkimusten mukaan myös yritysten omistuksen keskittyneisyys ja sijoittajan suoja ovat substituutteja. Hyytinen ym. (2003) ovat em. La Portan ym., Pistorin ym. ja Glaeserin kehittämien indeksien avulla mitanneet Suomen sijoittajan suojalainsäädännön laatua 1980–2000. Suomea koskeva tutkimus keskittyy varsinaiseen kirjoitettuun lakiin ja lainsäädännössä tapahtuneiden muutosten arviointiin. Hyytinen ym. (2003) raportoivat Suomen lainsäädännön kehityksen ajanjaksolla 1980–2000 olleen muiden maiden kehityksestä poikkeavaa: Suomessa kehitys on johtanut erikoiseen sijoittajan suojan rakenteeseen, kun osakkeenomistajien suojan tason parantuessa velkojiensuoja on heikentynyt. Tämä on ristiriitaista myös omistusrakenteen kehityksen kannalta, koska omistuksen keskittyneisyys ei ole vähentynyt sijoittajan suojan parantuessa. Suomen tapauksessa kehityksen suuntaa lainsäädännön tai rahoitusmarkkinoiden kehityksen kautta on vaikea arvioida: toisaalta lainsäädännön uudistaminen kehittää rahoitusmarkkinoita, mutta toisaalta markkinoiden kehittyessä lainsäädännön uudistustarpeet voivat vaikuttaa suotuisasti lainsäädännön kehittämiseen.

Vuoden 1980 osakeyhtiölakiuudistuksen vaikutuksia sijoittajan suojaan tutkitaan Hyytisen ym. aiemmin Suomen kehityksen mittaamiseen käyttämien LLSV-indeksien mukaisilla mittareilla ja tarkastellaan 1970-luvulla voimassa ollutta lainsäädäntöä. Indeksien avulla saadaan selville, kuinka merkittävä vuoden 1980 lakimuutos sijoittajan suojan kannalta oli, ja miten muutos suhteutuu lainsäädännön myöhempään kehitykseen. Sijoittajan suojaa kuvaavat indeksit on muodostettu LLSV:n ja niiden laajennusten pohjalta seuraten lähinnä 1970-luvun osakeyhtiölainsäädäntökirjallisuutta⁷ ja lakitekstejä. Indeksit ovat vertailukelpoisia Suomesta vuosille 1980–2000 laskettujen mittareiden kanssa, joten vuoden 1980 osal-

⁷ Erityisesti Caselius, Heikonen ja Huttunen (1970, 1973, 1974 ja 1977).

ta muuttujien arvot ovat ko. tutkimusten⁸ mukaan. Kuten aiemmissa tutkimuksissa, myös tässä keskitytään arvioimaan kirjoitettua lakia ja lainsäädännössä tapah-
tuneiden muutosten vaikutuksia. Muuttujat käydään läpi liitteessä 1.

2.3.1 Osakkeenomistajien oikeuksia määrittävät indeksit

Osakkeenomistajien oikeuksia määrittävät indeksit keskittyvät nimenomaan vähemmistöosakkaiden oikeuksien arviointiin. Näistä säädeltiin 1970-luvulla lähinnä osakeyhtiölaissa. Osakkeenomistajien oikeuksien määrittelyssä käytetään tässä yhdeksää indeksiä, joista La Porta ym. (1998) ovat kehittäneet alkuperäiset kaksi, Pistorin ym. (2000) sekä Glaeserin ym. (2001) laajennukset alkuperäisiin LLSV-indekseihin, sekä viisi Pistorin ym. (2000) kehittämää uutta indeksiä. Indeksit perustuvat voimassa olevan lainsäädännön määräyksiin eikä niissä arvioida arvopaperipörssien eikä pankkien tai muiden rahoitusinstituuttien asettamia sääntöjä. Muuttujat saavat tavallisesti arvon yksi tai nolla riippuen siitä, onko niiden osoittamia kriteerejä kirjattu maan lakiin vai ei. Mitä suurempia arvoja indeksit saavat, sitä paremmin sijoittajan suoja on niiden mukaan laissa määritelty. Indeksiä laadittaessa on erikseen huomioitu tilanteet, joissa lakitekstissä mainitaan, että yhtiöjärjestyksen määräyksellä voidaan laissa säädetyistä poiketa. Jos yhtiöjärjestyksessä määrätään päinvastaisesti kuin lakitekstissä ja ko. määräys kumoaa muuttujan voimassaolon, kriteerin voimassaolo määräytyy yhtiöjärjestyksen mukaan, ja muuttuja saa aina arvon nolla. Jos yhtiöjärjestyksellä laista poikkeaminen sen sijaan parantaisi indeksin arvoa, se ei vaikuta indeksiin, vaan kriteerin voimassaolo määräytyy lakitekstin mukaan.⁹ Muuttujat kuvaavat tilannetta kunkin vuoden lopussa.

La Portan ym. alkuperäisten indeksien (tässä LLSVsh_6 ja LLSVsh_8) täydennysten (LLSVsh_pis) lisäksi Pistor (2000) ja Pistor ym. (2000) esittelevät viisi kokonaan uutta indeksiä. Nämä mittaavat edellisiä yksityiskohtaisemmin lainsäädännön tarjoamia mahdollisuuksia, joilla vähemmistöosakkaat voivat vaikuttaa kontrolloivien osakkaiden ja yritysjohdon päätöksentekoon. Uusilla indekseillä on pyritty saamaan esiin monipuolisempia ulottuvuuksia lainsäädännön vaikutuksista osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita arvioitaessa. Pistorin (2000) kehittämät indeksit ovat nimeltään VOICE, EXIT, ANTIMANAGE, ANTIBLOCK ja SMINTEGR. Näistä VOICE ja EXIT -indeksit kuvaavat osakkaiden äänivalta-oikeuksia.¹⁰ Ne perustuvat siihen, että osakkeenomistajat voivat käyttää valtaansa

⁸ Tässä käytetään siis samoja LLSV-indeksejä, kuin Hyytinen ym. (2003) sekä Kuosa (2002) ajanjaksoa 1980–2000 koskevissa tutkimuksissa.

⁹ Lakitekstiä tulkitaan tässä LLSV:n alkuperäistä tutkimusta tiukemmin, koska yhtiöjärjestyksellä laista poikkeamisen katsotaan voivan huonontaa indeksin arvoa. LLSV:n tutkimuksessa ei yhtiöjärjestyksellä lakitekstistä poikkeaminen huononnaa indeksin arvoa.

¹⁰ Voice ja Exit -teoriasta ks. Hirschman (1970).

joko äänestämällä yhtiökokouksessa tai oikeudella myymällä osakkeensa. Molemmilla vallankäyttömekanismeilla on erilaiset vaikutukset osakkeenomistajien käyttäytymiseen ja ne perustuvat lainsäädännön eri kohtiin. ANTIMANAGE ja ANTIBLOCK -indekseillä mitataan corporate governancen keskeisiä ongelmia: edellinen mittaa klassista intressiristiriitaa osakkeenomistajien ja johdon välillä, erityisesti osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia johdon päätöksentekoon, jälkimmäinen keskittyy vähemmistö- ja enemmistöosakkaiden välisiin ristiriitoihin. La Portan ym. (2002) mukaan indeksiin kuvaama omistajaryhmien välinen ristiriitatilanne on sitä vaikeampi, mitä keskittyneempi yrityksen omistus on. SMINTEGR -indeksillä puolestaan mitataan osakemarkkinoiden likviditeettiä ja hinnan muodostuksen loukkaamattomuutta (stock market integrity).

2.3.2 Velkojien oikeuksia määrittävät indeksit

Velkojien oikeuksia mittaavat indeksit on koottu samalla periaatteella kuin osakkeenomistajien oikeuksia kuvaavatkin. Velkojiensuojasta on osakeyhtiölain ohella säädetty lähinnä konkurssisäännössä (31/1868), akordilaissa (148/1932), laissa takaisinsaannista konkurssipesään (758/1991) sekä irtaimistonkiinnityslaissa (55/1923).¹¹ Nämä lait ovat 1970-luvulla pääsääntöisesti pysyneet sijoittajan suojaan määrittävien säännösten osalta muuttumattomina, joten tarkastelussa keskitytään osakeyhtiölainsäädännön uudistuksen vaikutusten tarkasteluun. Velkojien suojan tason mittaamiseen käytetään viittä indeksiä, joista yksi on La Portan ym. (1997, 1998) kehittämä (LLSVcr), yksi Pistorin LLSV-indeksiä täydentävä (LLSVcr_pis), ja loput kolme Pistorin kehittämää laajennuksia LLSV-indeksiin. LLSVcr- ja LLSVcr_pis-indeksit kuvaavat yhdysvaltalaiselle lainsäädännölle tyyppillistä tilannetta, jossa ongelmia aiheuttaa yritysjohtoon mahdollisuus valita yrityssaneerauksen ja konkurssin välillä. Koska tällaista mahdollisuutta ei kaikkien maiden lainsäädännöissä ole, Pistor (2000) ja Pistor ym. (2000) kehittivät vielä kolme muuta velkojien oikeuksiin liittyvää indeksiä, CREDCON, COLLAT ja REMEDY, lainsäädännön ulottuvuuksien monipuolisemman tarkastelun mahdollistamiseksi. Näistä CREDCON ja COLLAT mittaavat velkojien määräys- ja päättävältä konkurssissa, REMEDY lainsäädännön velkojille suomaa mahdollisuutta asettaa sanktioita yrityksen johdolle. Indekseihin vaikuttavat lainsäädännön vakuussäännökset, joissa oletetaan, että vakuusetuisuudet ovat voimassa ja aineellinen varallisuus voidaan asettaa vakuuksiksi.

¹¹ Konkurssilainsäädäntöä uudistettiin 1990-luvun alussa, jolloin koko konkurssilainsäädäntö monipuolistui ja nykyaikaistui huomattavasti. Akordilaki oli voimassa vuoden 1992 loppuun ja kumottiin konkurssilainsäädännön uudistuksen yhteydessä. Irtaimistokiinnityslain korvasi vuonna 1984 laki yrityskiinnityksistä (634/1984).

2.4 Lakiuudistuksen vaikutus sijoittajan suojaan – arviointia

Tutkittavien indeksien avulla saadaan selville, että vuoden 1980 lakiuudistus paransi sekä vähemmistöosakkaiden että velkojien suojaa, mutta velkojien suojan taso parani huomattavasti enemmän osakkeenomistajien suojaan verrattuna. Vanhassa osakeyhtiölaissa niin osakkeenomistajien kuin velkojienkaan oikeuksia ei erityisen tarkasti säädetty, ja laissa oli useita tulkinnanvaraisia kohtia. Sekä osakkeenomistajien ja velkojien oikeudet turvattiin uudessa laissa entistä yksityiskohtaisemmin, mutta kehitys oli kuitenkin epätasaista. Velkojien suoja parani osakkeenomistajien suojaan verrattuna huomattavasti enemmän. Osakkeenomistajien suojaa kuvaavien indeksien arvo parani vain hieman lakimuutoksen yhteydessä – ennen lakimuutosta indeksien kriteereistä oli voimassa 32,7 % ja uudistuksen jälkeen 42 %. Velkojien suojan taso sen sijaan koheni osakeyhtiölakiuudistuksen myötä huomattavasti. Lakiuudistuksen jälkeen kaikkien indeksien kriteereistä on voimassa yli 70 %, kun ennen muutosta voimassa oli noin 40 %.

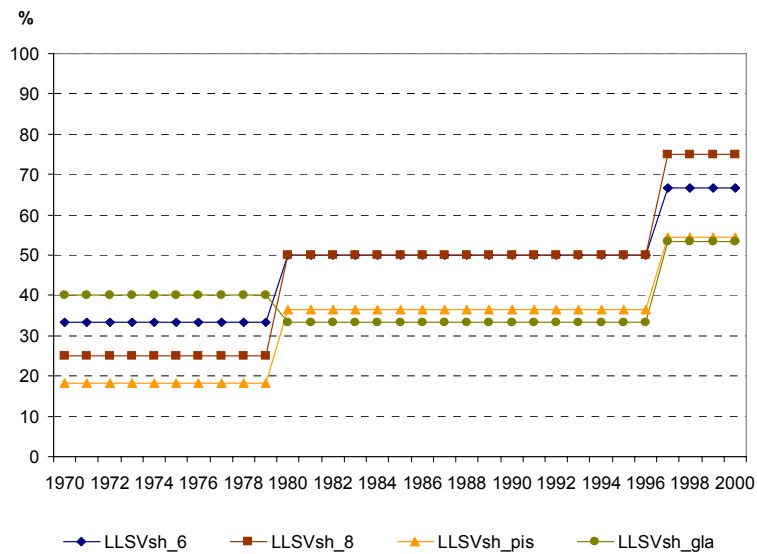
Sijoittajan suojan kehitykseen 1980 lakiuudistuksen yhteydessä näyttäisi vaikuttavan ennen kaikkea Suomen rahoitusmarkkinoiden rakenne. Koska rahoitusjärjestelmä toimi tiukan säännöstelyn alla vielä vuosikymmenten vaihteessa, ja arvopaperimarkkinoiden merkitys oli hyvin vähäinen, ei osakkeenomistajien suojan parantamiseen tähtäävän lainsäädännön kehittämistä pidetty kovin tarpeellisenä. Rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyys puolestaan asetti odotuksia ja vaatimuksia velkojien suojaa parantaville lakimuutoksille. Velkojien aseman turvaaminen oli merkittävämpää, koska suurin osa yritysten rahoituksesta saatiin velkarahoituksena, lähinnä pankeilta, sekä pankkien yritysomistuksina.¹² Alla olevissa kuvioissa 1, 2, 3 ja 4 on kuvattuna sijoittajan suojaa kuvaavien indeksien kehitys vuosina 1970–2000,¹³ sekä käyty läpi vuoden 1980 muutoksia yksityiskohtaisemmin.

¹² Hyytisen ym. (2003) mukaan velkojat olivat indekseillä mitattuna 1980-luvulla paremmin suojattuja kuin osakkeenomistajat, mutta 2000-luvulle tultaessa tilanne oli kääntynyt päinvastaiseksi: lainsäädäntö kehittyi osakkeenomistajien suojaa parantavaan ja velkojansuojaa heikentävään suuntaan. Suomalainen kehitys oli harvinaista verrattuna muiden maiden kehitykseen, jossa osakkeenomistajien ja velkojien suojan tason muutokset korreloivat positiivisesti.

¹³ Vuosien 1980–2000 arvot ovat Hyytisen ym. (2003) mukaan.

Kuvio 1.

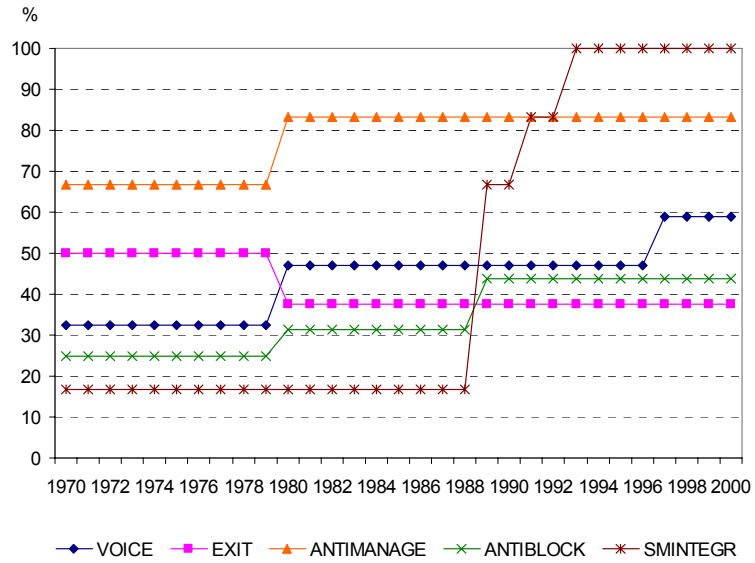
Vuoden 1980 lakiuudistuksen vaikutus LLSVsh-indekseihin



LLSVsh-indeksien kriteereillä mitattuna uudistus paransi sijoittajan suojaa koskevaa lainsäädäntöä vain vähän. LLSVsh-indeksien vuoden 1980 muutokset ovat kuitenkin suurimmat samalla kerralla tapahtuneet parannukset osakkeenomistajien suojan tasossa koko kuvattuna olevalla 30 vuoden periodilla, vaikka niiden arvot edelleen paranivat 1990-luvun puolivälissä rahoitusmarkkinoiden kehittymisen tuomien lainsäädäntömuutosten myötä. Lakimuutoksen jälkeen muuttujista on voimassa 3/6 (LLSVsh_8 -indeksistä 4/8). Pistorin LLSVsh_pis-indeksin muuttujista on uudistuksen jälkeen voimassa 4/11. Näissä indekseissä lakimuutos vaikutti sijoittajan suojaan positiivisesti nimenomaan yhtiön hallituksen valintaa koskevien sääntöjen tarkentumiseen ja uudessa laissa määritellyn pakollisen vähemmistöosingon muodossa. Yleisesti ottaen lakiin tehtiin useita yksittäisiä vähemmistöosakkaan oikeuksia parantavia uudistuksia. Sen sijaan Glaeserin LLSVsh_gla-indeksin arvo laski uudistuksen myötä 1980, jolloin sen kriteereistä on voimassa 5/15. Arvonlasku johtuu nimenomaan haltija- ja etuoikeutettujen osakkeiden käytön kiellosta yrityksissä.

Kuvio 2.

**Pistorin kehittämien osakkeenomistajan suoja
kuvaavien indeksien kehitys vuosina 1970–2000**

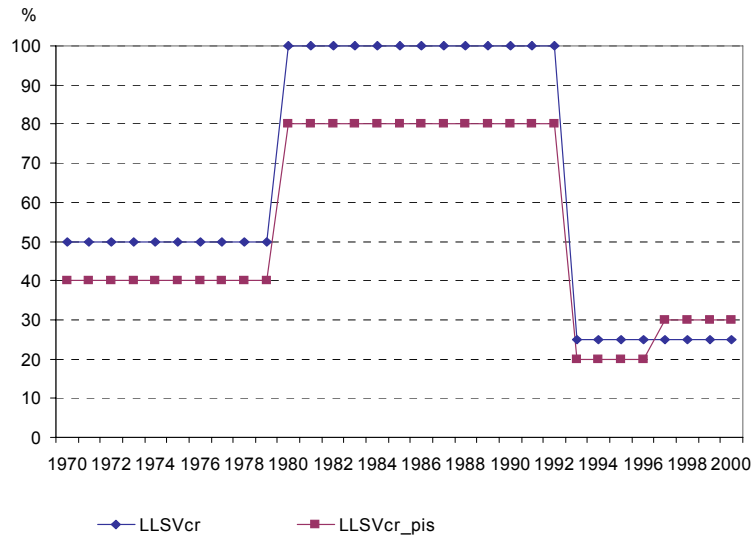


Myös osakkeenomistajien oikeuksia mittaavien Pistorin laajennusten arvot paraanevat yleisesti ottaen vain vähän, ja niiden kehitys on ollut indeksistä riippuen epätasaista. VOICE-indeksin arvo kasvoi lakimuutoksen yhteydessä ja sen kriteereistä on vuoden 1980 lopussa voimassa 8/17. VOICE-indeksin arvoa nostaa myös LLSV-indeksien arvoa parantaneet äänestyssääntöjä tarkentavat säännöt sekä sääntö vähemmistöosingosta. EXIT-indeksin arvo puolestaan heikkenee lakiuudistuksen myötä 1980 vähemmistöosakkaiden myyntioptiota koskevan säännön muuttuessa. Indeksien kriteereistä on ennen muutosta voimassa 2 ja jälkeen 1,5/4. ANTIMANAGE-indeksin kriteereistä suuri osa on voimassa jo ennen lakiuudistusta 1980, ja äänestyssääntöjen uudistus parantaa indeksin arvoa edelleen, eli voimassa on 5/6 kriteeriä. ANTIBLOCK-indeksin kriteereistä on voimassa vain 2 ennen ja 2,5/8 lakimuutoksen jälkeen enemmistöosakkaiden lunastusrajojen määrittelyn tarkennuttua. Osakemarkkinoiden integriteettiä määrittävän SMINTEGR-indeksin kriteereistä vain 1/6, jääviyssäännöt, on voimassa koko tarkasteluajanjakson aikana. Lakiuudistus ei vaikuta indeksin arvoon.¹⁴

¹⁴ SMINTEGR-indeksin kriteerit tulivat voimaan vasta vuonna 1989, kun arvopaperimarkkinalaki säädettiin.

Kuvio 3.

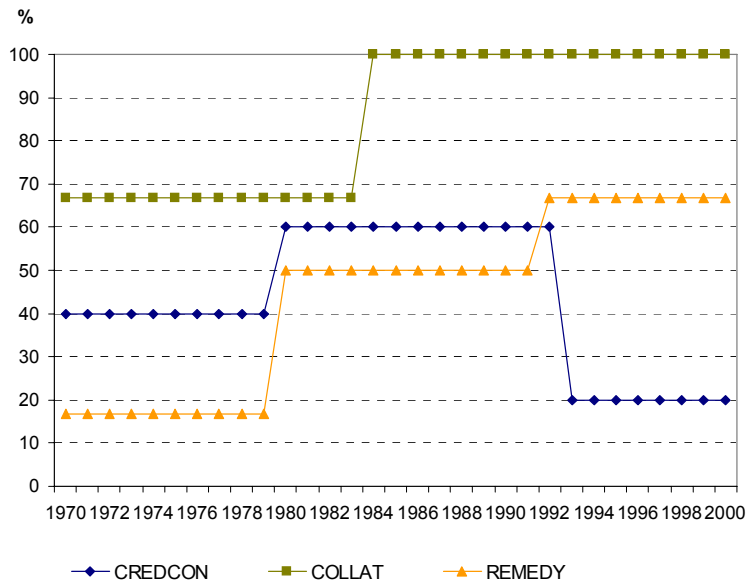
Velkojen oikeuksia mittaavien LLSVcr-indeksien muutos osakeyhtiö-lakiuudistuksen yhteydessä 1980, sekä kehitys 1970–2000



Velkojen suoja sen sijaan parani huomattavasti lakiuudistuksen myötä. LLSVcr-indeksin kriteerein mitattuna erityisesti vakuusvelkojen aseman paraneminen, yrityssaneerausmenettelyn tarkempi määrittely sekä pääomareservimääräysten tarkentuminen nostivat indeksin arvoa. Ennen lakimuutosta kriteereistä oli voimassa vain 2, uudistuksen jälkeen kaikki 4. Koska Pistorin LLSVcr-indeksi perustuu samoihin kriteereihin kuin alkuperäinen LLSVcr, myös sen arvo kasvoi lakimuutoksen myötä. Vuosina 1970–1979 indeksin kriteereistä oli voimassa vain 2, ja uudistuksen jälkeen 4/5. Velkojen suojan muutos LLSVcr-indeksin kriteereillä mitattuna on merkittävä. Velkojen suoja pysyi korkealla tasolla vielä koko 1980-luvun, jonka lopun ja 1990-luvun lakimuutosten seurauksena indeksien arvoille tapahtui suuri lasku. Velkojen lain takaamien oikeuksien kehittyminen 1970- ja 1980-lukujen vaihteessa on rahoitusmarkkinoiden pankki- ja velkarahoituskeskeinen rakenne huomioitaessa jokseenkin ymmärrettävää.

Kuvio 4.

Pistorin kehittämien velkojensuojaindeksien muutokset vuoden 1980 lakiuudistuksen yhteydessä ja kehitys vuosina 1970–2000



CREDCON-indeksin arvo kasvaa lakiuudistuksessa. Uudistuksen jälkeen voimassa on 60 %, eli 3/5 kriteeristä. Osakeyhtiölakiuudistus ei vaikuta COLLAT-indeksin mittaamiin vakuussäännöksiin, joten indeksin arvossa ei tapahdu muutoksia. Indeksien arvo on kuitenkin suhteellisen korkea koko tarkastelujakson ajan, sen kriteereistä on voimassa 2/3. REMEDY -indeksin arvo kasvaa osakeyhtiölakiuudistuksen yhteydessä. Ennen muutosta sen kriteereistä on voimassa 0,5 ja uudistuksen jälkeen 1,5/3. Lakimuutoksen vaikutus myös Pistorin kehittämiin velkojien suojaa kuvaaviin indekseihin on suurehko, eikä niissä tapahdu vastaavanlaajuisia muutoksia CREDCON-indeksin arvon heikkenemistä lukuun ottamatta koko 30 vuoden periodilla.

Vuoden 1980 osakeyhtiölakiuudistusta voidaan pitää ensimmäisenä merkittävänä sijoittajan suojaan vaikuttaneena lakiuudistuksena. Yhtä laajaa kerralla tapahtunutta parannusta sijoittajan suojalainsäädännössä edellä esitellyillä indekseillä kuvattuna ei ole myöhemmin tapahtunut. Rahoitusmarkkinoiden toimintaa, osakeyhtiöitä, konkurssseja ja yritysten selvitystilaa sääntelevä lainsäädäntö alkoi kehittyä voimakkaammin vasta 1980-luvun kuluessa rahoitusmarkkinoiden tiukan sääntöselvityksen alkaessa purkautua, ja niiden toiminnan alkaessa kehittyä. Erillisen arvopaperimarkkinoinen säätäminen vaikutti osakkeenomistajien suojaa kuvaavien indeksien arvoon 1980-luvun lopussa. Kaikki nämä uudistukset ovat vaikuttaneet osakkeenomistajien suojan tasoa vähitellen parantaen 1980- ja 1990-lukujen vaihteessa, ja samalla romahduttivat suurimman osan velkojien suojaa kuvaavien indeksien arvosta.

Vanhassa osakeyhtiölaissa ei sijoittajan suojaa koskevaan sääntelyyn ollut juurikaan kiinnitetty huomiota. Käytännössä lainsäädännön merkitystä oli tähän saakka vähentänyt myös lain tahdonvaltaisuus: yrityksillä oli yhtiöjärjestyksensä nojalla mahdollisuus toimia vastoin lain määräyksiä. Joidenkin suomalaisten yritysten yhtiöjärjestyksien tarkastelu osoittaa, että uuden osakeyhtiölain tultua voimaan useat yritykset muuttivat yhtiöjärjestyksiään vuoden 1980 alussa.¹⁵ Muutokset eivät kuitenkaan olleet sisällöltään merkittäviä, vaan pikemminkin tarkensivat yhtiöjärjestyksiä ajan oloihin paremmin soveltuviksi sekä yhtiön ja lainsäädännön kehityksen mukaisesti. Yhtiöjärjestyksissä ei yleisesti määrätty osakeyhtiölain kanssa ristiriitaisesti, lukuun ottamatta tiettyjä yksittäisiä asioita, kuten osakkeiden äänimäärän määräytymistä, joka kaikilla tarkastelluilla yhtiöillä poikkesi lain sääntämästä ääni/osake-periaatteesta. Yhtiöjärjestykset olivat suhteellisen suppeita, ja keskittyivät lähinnä yhtiön toimintaa koskevien yleisten asioiden määrittelemiseen.

3 Osakeyhtiölakimuutoksen vaikutus osakkeiden tuottoon

Tässä luvussa on tarkoitus selvittää vuoden 1980 osakeyhtiölakimuutokseen liittyvien uutisten sekä lakimuutoksen eduskuntakäsittelyn vaiheiden vaikutusta osakkeiden arvoon. Osakemarkkinoiden reaktioista regulaatiomuutoksiin on olemassa runsaasti tutkimuksia. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan rationaalisilla markkinoilla uuden informaation vaikutus välittyy osakkeiden hintoihin heti, eli osakkeiden hinnat sopeutuvat välittömästi markkinoille tulevaan uuteen informaatioon. Tämän perusteella osakkeen arvon ei pitäisi reagoida markkinoille tuleviin uutisiin. Markkinoiden tehokkuutta enemmän 1970-luvun kooltaan ja merkitykseltään pienten osakemarkkinoiden vaimeaan reaktioon markkinoille tuleviin uutisiin vaikuttaa uutisten välittyminen markkinoille jo ennen virallista julkituloaan. Toisaalta sijoittajan suojan parantamiseen viittaavien uutisten ja regulaatiomuutosten pitäisi kasvattaa yritysten arvoa (La Porta 2002). Velkojien ja osakkeenomistajien vastakkainasettelussa velkojien suojan paraneminen sijoittajan suojaa enemmän saattaa puolestaan vaikuttaa negatiivisesti kun taas velkojiensuojan tason kohenemisen pitäisi edesauttaa rahoitusmarkkinoiden kehittymistä, jolloin markkinoiden tulisi reagoida muutokseen positiivisesti. Uutisten vaikutusten tutkimiseen käytetään event study -menetelmää, jossa uutisen julkitulopäivänä havaittua osakkeiden tuottoa verrataan osakkeiden tuottoon pidemmällä ajanjaksolla.

¹⁵ Yhtiöjärjestyksien määräyksistä muutamissa suomalaisyrityksissä liitteessä 2.

3.1 Aineisto

Osakeyhtiölakiuutisten vaikutusten selvittäminen sijoittuu ajanjaksolle vuoden 1970 helmikuusta vuoden 1980 tammikuuhun, eli ajalle, joka kului lakiehdotuksen julkitulosta lain voimaan tuloon. Lakimuutosuutisten vaikutusta selvitetään vertaamalla uutispäivien tuoton muutosta suhteessa hex-yleisindeksin muutokseen, joka koostuu päivittäin, viikonloput ja juhlapyhät pois lukien, havainnoiduista osakkeiden tuottojen muutoksista suhteessa edellisen markkinapäivän tuottoon. Tuottoindeksi on ajanjaksolta 5.2.1970–31.1.1980, ja siinä on noin 2600 havaintoa.¹⁶ Vastaavalle ajanjaksolle sijoittuva uutisaineisto koottiin 1970-luvun Kauppalehdistä sekä lainsäädännön käsittelyvaiheiden tapahtumapäivistä. Uutisia ja käsittelypäiviä tutkittavalla ajanjaksolla on ollut kaikkiaan 46. Uutiset on jaoteltu sisältönsä mukaan osakeyhtiölain kannalta myönteisiin (”hyvät uutiset”) ja kielteisiin uutisiin (”huonot uutiset”), eduskunnan käsittelypäivät on luokiteltu lain kannalta myönteisiin uutisiin. Oletuksena on, että markkinat reagoivat positiivisesti ”hyviin uutisiin” ja negatiivisesti ”huonoihin uutisiin”.

3.2 Uutisten vaikutuksen tutkiminen

Osakeyhtiölakiuutisten vaikutusten selvittämisessä sovelletaan yksinkertaista event study -menetelmää siten, että uutisaineistosta muodostetaan erilaisia dummy-muuttujia, joiden avulla uutisten vaikutusta ja merkitsevyyttä hex-yleisindeksin muutoksiin selvitetään. Normaalituottoja ei tässä erikseen määritellä, vaan tapahtumapäivänä havaittua muutosta tuotoissa verrataan suoraan estimaatioikkunaan kuuluvien havaintojen tuottojen muutokseen. Jotta event study -menetelmän tuloksia voidaan hyödyntää, on oikean tapahtuma-ajankohdan määrittäminen tärkeää. Tässä yhteydessä uutisen tapahtuma-ajankohta tiedetään, mutta sen vaikutuksen hintoihin välittymisen mahdollista viivettä on vaikea arvioida, samoin kuin informaation mahdollista vuotamista markkinoille jo ennen uutisen julkituloa.

Uutisten vaikutuksia tutkittaessa on huomioitava, että osakemarkkinoiden koko ja merkitys tutkittavana ajankohtana on ollut hyvin pieni. Kuten taulukosta 1 selviää, Helsingin Arvopaperipörssin vaihto vuonna 1970 oli noin 77,3 miljoonaa markkaa (noin 13 milj. euroa), ja vuosikymmenen vaihteessa vuonna 1979 noin 260 miljoonaa markkaa (43,7 milj. euroa) ja 1980 noin 308 miljoonaa markkaa (51,8 milj. euroa), kun vuonna 2003 pörssivaihto oli 145 646,1 miljoonaa euroa. Toinen huomioitava seikka uutisten vaikutuksia arvioitaessa on 1970-luvun usei-

¹⁶ Tuottoindeksissä on paljon puuttuvia havaintoja erityisesti 1970-luvun alkuosalla. Juhlapyhien lisäksi pörssi oli suljettuna kesämaanantait välillä toukokuun loppu – elokuun loppu. Kaikkien uutispäivien vaikutuksista ei siksi ole mahdollista saada tulosta.

den makrotaloudellisten tekijöiden, kuten esim. öljykriisit ja devalvaatiot, merkitys, joiden aiheuttamat muutokset saattoivat aiheuttaa tuottoihin suurempaa volatiliiteettia kuin yksittäiset osakeyhtiölakiuutiset.

Uutispäivistä on muodostettu erilaisia dummy-sarjoja: jokaisen uutispäivän vaikutusta testataan erillisellä dummy-muuttujalla, lisäksi hyvistä ja huonoista uutisista on koottu useampia dummyja sisältäviä sarjoja. Sekä hyvät että huonot uutiset on koottu yhdeksi sarjaksi, hyvät uutiset on lisäksi jaettu Kauppalehden uutisiin sekä käsittelypäivistä koostuviin uutissarjoihin, joita kaikkia on testattu erikseen.

Hex-indeksin muutoksia uutispäivänä selvitetään regressioyhtälöllä

$$R_{m\tau} = \alpha + \beta D_{\tau_0} + \varepsilon$$

jossa $R_{m\tau}$ on hex-indeksin ilmaisema tuotto aikavälillä $\tau = T_0 - T_1$ ja α vakion kerroin, β on dummy-sarjan D_{τ_0} kerroin, joka kuvaa siis uutisen tapahtumahetkeä $\tau = 0$. Regressioyhtälöt estimoidaan pienimmän neliösumman menetelmää käyttäen. Kun hex-yleisindeksin muutoksia selitetään erillisillä dummy-muuttujilla, tapahtumaikkunaksi on määritelty tapahtumapäivä tai tapahtumapäivää seuraava päivä. Estimaatioikkunaksi $\tau = T_0 - T_1$ puolestaan määritellään noin 60 päivän mittainen ajanjakso, jonka keskelle tapahtumaikkuna sijoittuu. Tällöin käytössä on keskimäärin 40 havaintoa. Useammista tapahtumapäivistä koottujen dummy-sarjojen vaikutuksia tutkittaessa estimaatioikkunana käytetään koko tutkittavaa noin 10 vuoden periodia, jolla on siis noin 2600 havaintoa. Varsinaisena tapahtumapäivänä havaitun tuoton muutoksen lisäksi tapahtuman vaikutusta hex-indeksiin on testattu yhden markkinapäivän viiveellä, eli tapahtumapäivää seuraavana markkinapäivänä (tavallisesti +1 päivä, joissain tapauksissa +2–+3 päivää) havaittuun tuoton muutokseen. Tämä siksi, että voidaan arvioida, onko uusi informaatio välittynyt tuottoihin viiveellä.

3.3 Tulokset

Uutisilla on ollut vaihtelevia vaikutuksia osakkeiden tuottoon. Uutisten merkittävyyden selvittämiseksi regressioista on laskettu dummy-muuttujasarjojen Newey-West -korjatut t-suhteet. Suurin osa uutisista ei osoita vaikuttaneen merkittävästi osakkeiden tuottoihin. Pitkään aikaväliin suhteutetut useampia uutispäiviä sisältäneet dummy-sarjat eivät ole hyvien uutisten osalta merkittäviä, kun taas yksittäisiä uutispäiviä testaavista dummy-muuttujista selviää, että uutispäivinä osakkeiden tuotto on poikennut merkittävästi tuotoista 60 päivän mittaiseen periodiin verrattuna. Taulukoissa 2 ja 3 on taulukoituna hyvien ja huonojen uutisten merkittävyydestin tulokset kaikkina uutispäivinä.

Taulukko 2.

Hyvien uutisten merkitsevyytestaus

	Hyvät uutiset		Hyvät uutiset +1	
	kerroin	t-testiarvo	kerroin	t-testiarvo
Kaikki hyvät	-0.047	-0,577	-0.008	-0.116
Kauppalehti	-0.004	-0.040	-0.012	-0.137
Eduskunta	0.076	1.368	0.317	0.933
Yksittäiset uutiset				
050270	0.292	2.587	0.424	4.021
211270	0.067	0.462	0.225	1.539
291270	-0.044	-0.298		
010972	-0.908	-6.354	0.282	1.890
240174	-0.276	-2.033	0.463	3.569
020974			0.007	0.101
081174	-0.904	-4.672	-1.677	-8.525
241075	-0.044	-0.598	-0.346	-4.444
030376	0.662	11.967	-0.185	-3.119
210776	0.625	8.161	0.059	0.747
180277	-0.181	-2.485	-0.554	-7.919
220377	0.114	1.829	-0.250	-3.643
250377	-0.030	-0.528	0.139	5.315
290377	0.006	0.117	-0.044	-2.582
070677	-0.356	-5.382	-0.170	-0.504
260977	0.438	3.415	-0.214	-1.660
111077	-0.161	-1.339	-0.008	-0.062
190178	-0.224	-1.744	-0.277	-2.024
020678	0.458	5.397		
190978	-0.224	-6.357	-0.093	-2.639
290978	0.053	1.766	0.019	0.668
081178	0.470	2.005	-0.134	-2.488
011278	-0.280	-3.585	-0.402	-4.926
270379	-0.457	-5.810	-0.251	-2.985
010180			0.163	2.761
030180	0.656	10.833	-0.319	-5.461
040180	-0.319	-5.461	-0.536	-9.158
230180	0.246	4.434	0.841	16.693
summa	-0.321		-2.838	
keskiarvo	-0.011		-0.101	

Taulukko 3.

Huonojen uutisten merkitsevyydestaus

	Huonot uutiset		Huonot uutiset +1 pv	
	kerroin	t-testiarvo	kerroin	t-testiarvo
Kaikki huonot	-0.046	-0.383	-0.303	-2.456
Yksittäiset uutiset				
240470	0.670	7.307	-0.603	-5.966
211070	0.291	4.172	0.111	1.571
140171	-0.679	-6.713	-0.037	-0.345
070471	0.226	2.786		
290175	-0.359	-3.528	-0.769	-7.750
181076	-0.074	-0.756	-0.327	-3.444
010477	-0.049	-0.698	1.062	16.075
150677			-0.090	-1.281
120977	-0.614	-7.986	-0.551	-7.052
030778				
220978	0.132	3.818	0.329	11.408
061078	-0.203	-7.403	-0.088	-3.006
121078	0.219	6.813	-0.083	-2.741
291278			1.333	12.314
171079	-0.172	-4.340	-0.568	-15.262
summa	-0.612		-0,284	
keskiarvo	-0.041		-0.019	

Tulokset ovat osittain ristiriitaisia. Tavallisesti hyvillä uutisilla on ollut negatiivinen vaikutus – usean hyviin uutisiin lukeutuvan t-arvoltaan merkitsevän uutisen vaikutus yritysten arvoon on ollut negatiivinen. Toisaalta, uutisista tärkeimmät, sekä hyvien että huonojen uutisten osalta, ovat vaikuttaneet positiivisesti. Tärkeiksi uutisiksi on luokiteltu erityisesti suoraan osakeyhtiölakimuutosprosessiin ja sen etenemiseen, sekä lakimuutoksen voimaantumisen varmistumiseen tai hidastumiseen liittyvät uutiset. Lainsäädäntöprosessin etenemiseen eduskunnan käsitellyissä liittyvistä päivistä ainoastaan eduskunnan päätös ja lain voimaan tulo ovat vaikuttaneet merkittävästi positiivisesti osakkeiden arvoon. Sama on havaittavissa myös huonojen uutisten kohdalla. Huonot uutiset ovat keskimäärin vaikuttaneet negatiivisesti, mutta joukossa on myös uutisia, joilla on ollut merkittävä positiivinen vaikutus tuottoon. Huonot uutiset näyttävät keskimäärin vaikuttaneen osakkeiden tuottoihin hyviä uutisia voimakkaammin. Huonojen uutisten osalta myös kaikista huonoista uutisista päivän viiveellä uutisen julkitulosta muodostettu dummy-sarja osoittautuu merkittäväksi. Toisin sanoen huonot uutiset yleensä ovat olleet merkittävämpiä kuin hyvät uutiset. Tärkeät uutiset ovat myös huonojen uutisten kohdalla vaikuttaneet osakkeen arvoon eniten merkittävästi. Myös päivän viiveellä uutisen julkitulosta muodostettujen dummy-sarjojen kertoimet ovat keskimäärin negatiivisia sekä hyvien että huonojen uutisten kohdalla. Hyvien, posi-

tiivisesti vaikuttaneiden, uutisten kohdalla tämä saattaa olla merkki siitä, että uutispäivän tavallista parempi tuotto on seuraavana markkinapäivänä laskenut normaalitasolle. Päivän viiveellä suoritetusta testaamisesta saadaan lisäksi informaatiota sellaisissa tapauksissa, joissa varsinaisen uutispäivän tuotto ei ole ollut käytettävissä. Tästä esimerkkinä lain voimaantulo 1.1.1980, jolloin vaikutusta voitiin testata vasta seuraavana päivänä pörssin oltua suljettuna uudenvuodenpäivänä.

Uutisten merkitsevyyden vaihtelevuuteen ja vähäisyyteen vaikuttaa varmasti osakemarkkinoiden pieni koko sekä suhteellisen vähäinen merkitys, kuten edellä todettiin. Informaation välittyminen pienillä rahoitusmarkkinoilla oli tehokasta, ja toimijoiden pienen määrän vuoksi uutiset eivät olleet yllätyksellisiä. Uutisten sisältämä informaatio on todennäköisesti välittynyt hintoihin vähitellen, kun lakimuutoksen voimaantulo varmistuu. Eniten vaikutusta tuottoihin onkin ollut niillä uutisilla, jotka koskevat suoraan lainsäädäntöprosessin etenemistä ja toteutumisen varmuutta, sekä toisaalta lain sisällön parantumiseen liittyvillä uutisilla. Myös lain voimaantulo on vaikuttanut tuottoja kasvattaen. Toisaalta lainsäädäntöprosessi oli pitkäkestoinen ja viivästyi useita kertoja, mikä osaltaan vähentää uutisten yllätyksellisyyttä.

4 Johtopäätökset

Vuoden 1980 osakeyhtiölakiuudistus vaikutti yrityksiä koskevaan lainsäädäntöön kokonaisuudessaan huomattavasti ja tiukensi osakeyhtiöihin liittyvää sääntelyä merkittävästi. Vuoden 1895 osakeyhtiölaki oli uuteen lakiin verrattuna hyvin suppea, ja siinä jätettiin useita kysymyksiä tahdonvaltaisen sääntelyn varaan. Yhtiöjärjestyksellä voitiin monin paikoin poiketa laissa säädetystä toimintatavasta. Hallituksen esityksen (HE 27/1977) mukaan lain päätavoitteena oli nykyaikaistaa osakeyhtiöihin liittyvää sääntelyä, tarjota yrittäjille paremmat puitteet riskipääoman hankkimiselle pääomamarkkinoilta, suojata yleisöä petollisilta yhtiöiltä ja velkojia yhtiön osakepääoman takaisinmaksamisessa. Erityinen pyrkimys oli yritysten julkisen tiedon lisääminen. Vuoden 1980 lakimuutoksessa toisaalta pyrittiin tehokkaampaan osakeyhtiö- ja sijoittajan suojasääntelyyn lain voimaantulon jälkeen muuttuneilla markkinoilla, mutta toisaalta politiikka ohjasi markkinoiden kehitystä siinä mielessä, että tiukasti säännellyillä rahoitusmarkkinoilla lainsäädäntö ja politiikka vaikuttavat siihen, miten markkinat kehittyivät. Esimerkiksi veropolitiikalla voitiin vaikuttaa rahoitusrakenteeseen; velkarahoitusta suosittiin, koska osakemarkkinoita verotettiin korkeasti. Tämän perusteella vuoden 1980 lakiuudistuksen yhteydessä velkojien suojan osakkeenomistajien suojaa suurempi parannus voidaan katsoa politiikan vaikutukseksi. Vuoden 1980 lakia on kuitenkin

kritisoitu myöhemmin siitä, että pitkän valmisteluprosessin myötä se oli vanhan-aikainen jo voimaan tullessaan.

Lakiuudistus paransi sekä osakkeenomistajien että velkojien oikeuksia tutkittujen indeksien kriteereillä mitattuna. Velkojien suoja parani vielä osakkeenomistajien suojaakin enemmän, ja uudistuksen jälkeen voimassa oli kaikkiaan noin 70 % sitä kuvaavista indekseistä. Kehitys on ymmärrettävää erityisesti rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyyttä vasten – koska merkittävä osa yritysten saamasta rahoituksesta oli velkarahoitusta, oli velkojien suoja parantavilla lakiuudistuksilla enemmän merkitystä kuin osakkeenomistajan turvaa parantavilla. Koska osakemarkkinat rahoitusmarkkinoiden sääntelyn alla olivat alikehittyneet, ei osakemarkkinoilla toimivien oikeuksien turvaamisella ollut yhtä suurta merkitystä. Osakkeenomistajienkin suoja oli kuitenkin kohtuullisella tasolla (keskimäärin noin 50 % indeksien kriteereistä oli voimassa). Sijoittajan suojan tasoa selvittäessä on kuitenkin huomioitava, että indeksit ovat suppeita ja mittaavat vain osaa lainsäädännön eri ulottuvuuksista – lainsäädännön kaikkia muutoksia tai niiden kaikkia vaikutuksia ei niiden avulla pystytä kuvaamaan. Law and finance -kirjallisuutta on arvosteltu sen riittämättömyydestä kuvata kaikkia sijoittajien suojaan liittyvän lainsäädännön erityispiirteitä.¹⁷ Rahoitusjärjestelmien muutokset ovat liian lyhytaikaisia, jotta niitä voitaisiin selittää lakijärjestelmän alkuperästä aiheutuneiksi, ja muutokset ovat usein paremmin selitettävissä politiikan kuin lainsäädännön aiheuttamiksi. Myös Hyytisen ym. (2003) mukaan lainsäädäntöprosessin poliittinen luonne aiheuttaa sijoittajan suojan kehittymisen markkinoiden kehityksen jäljessä. Lakijärjestelmät vaikuttavat rahoitusjärjestelmien kehittymiseen, mutta lainsäädäntö toimii kuitenkin poliittisen järjestelmän kontrolloimana, eli politiikka ohjaa lainsäädäntötyötä.

Tutkittavien hypoteesien mukaan markkinoiden ei pitäisi reagoida uutisiin lainkaan tai reagoida positiivisesti uutisiin, jotka koskevat sijoittajan suojan parantumista. Informaation välittyminen pienillä rahoitusmarkkinoilla oli tehokasta, ja toimijoiden pienen määrän vuoksi uutiset eivät olleet yllätyksellisiä. Koska osakemarkkinoiden koko oli pieni ja merkitys suhteellisen vähäinen, ja kaikki markkinoiden toimijat käytännössä tunsivat toisensa, ei yllätyksiä tapahtunut. Uutiset siis olivat usein jo yleistä tietoa, kun ne tulivat julki tai niiden sisältämä informaatio välittyi tuottoihin vähitellen.

Eniten vaikutusta tuottoihin on ollut niillä uutisilla, jotka koskevat suoraan lainsäädäntöprosessin etenemistä ja toteutumisen varmuutta, sekä toisaalta lain sisällön parantumiseen liittyvillä uutisilla. Myös lain voimaantulo on vaikuttanut tuottoja kasvattavasti. Toisaalta lainsäädäntöprosessi oli pitkäkestoinen ja viivästyi useita kertoja, mikä osaltaan vähentää uutisten yllätyksellisyyttä. Eniten tuottoihin vaikuttivat sellaiset uutiset, joissa lakiuudistuksen eteneminen ja voimaantulo varmistui tai lain sisältö tarkentui. Usein näissä uutisissa oli poliittista sisäl-

¹⁷ Mayer ja Sussman (2001).

töä, ja ne vaikuttivat tuottoihin positiivisesti. Myös lain voimaantulo vaikutti merkittävästi yritysten tuottoa parantaen.

Usein lakiuudistukseen liittyvät uutiset vaikuttivat osakkeiden tuottoihin negatiivisesti. Markkinoiden negatiivinen reaktio myös hyväksi luokiteltuihin uutisiin voi olla myös seurausta sijoittajan suojan kohenemisen rakenteesta: osakesijoittajat voivat kokea kielteisenä velkojien suojan suuremman parannuksen osakesijoittajien suojaan verrattuna. Hyvien uutisten negatiivinen vaikutus saattaa selittyä myös tavalla, jolla uutiset on luokiteltu hyväksi uutisiksi. Lainsäädännön voimaantuloa varmistavat uutiset on yksiselitteisesti luokiteltu hyväksi uutisiksi, vaikka lainsäädännön tiukentumiseen ei välttämättä markkinoilla suhtauduttu pelkästään positiivisesti. Velkojiensuojan tason kohenemisen pitäisi edesauttaa rahoitusmarkkinoiden kehittymistä, jolloin markkinoiden pitäisi reagoida muutokseen positiivisesti. Lain voimaantulon aiheuttama reaktio osoitti tämän oletuksen paikkaansa pitäväksi – velkojien suojan taso parani lakimuutoksen yhteydessä huomattavasti ja lain voimaantulo nosti osakkeiden arvoa.

Lainsäädännön poliittisella luonteella on todennäköisesti ollut merkitystä uutisten vähäiseen merkitsevyyteen. Lainsäätäjät ovat osakeyhtiölakia uudistaessaan saattaneet pyrkiä sääntelyn uudistamiseen siten, että muutoksilla olisi mahdollisimman vähän vaikutuksia sääntelyn kohteena oleviin yrityksiin ja niiden tuottoihin.¹⁸ Toisaalta lain viivästyminen liittyvä uutisointi laski tuottoja – lainvalmistelutyö viivästy huomattavasti, lakia valmisteltiin vuosia, ja sen voimaantulo siirtyi prosessin aikana useita kertoja. Lakimuutokseen ei kuitenkaan liittynyt suuria yllätyksiä, joten vaikutukset jäivät suhteellisen vähäisiksi. Lainvalmisteluprosessin pitkittyessä se oli ehtinyt olla esillä useissa poliittisissa keskusteluissa. Prosessin komitealuonteella on todennäköisesti myös ollut vaikutusta siihen, että lakiuudistus pysyi yllätyksettömänä. Komitean toimijat vaikuttivat rahoitusmarkkinoilla, joten informaatio välittyi sinne myös tätä kautta.

¹⁸ Ns. capture theory, ks. Dann ja James (1982)

Kirjallisuus

- Allen, F – Gale, D (2001) **Comparing Financial Systems**. The MIT Press, Cambridge.
- Berklöf, E (1997) **Reforming corporate governance: Redirecting the European Agenda**. *Economic Policy: A European Forum*, 24, 91–117.
- Binder, J J (1998) **The Event Study Methodology Since 1969**. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111–137.
- Brown, S J – Warner, J B (1980) **Measuring Security Price Performance**. *Journal of Financial Economics*, 8, 205–258.
- Brown, S J – Warner, J B (1985) **Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies**. *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31.
- Campbell, J Y – Lo, A W – Mc Kinlay, A C (1997) **Econometrics of Financial Markets**. Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Caselius, I – Heikonen, A R – Huttunen, A (1970) **Osakeyhtiö II,1**. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja, No 155, WSOY. Porvoo.
- Caselius, I – Heikonen, A R – Huttunen, A (1973) **Osakeyhtiö II,2**. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja, No 168, WSOY. Porvoo.
- Caselius, I – Heikonen, A R – Huttunen, A (1977) **Osakeyhtiö II,3**. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja, No 180, WSOY. Porvoo.
- Caselius, I – Heikonen, A R (1974) **Osakeyhtiö**. Edellinen osa. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja, No 40, 5. painos, WSOY. Porvoo.
- Cederberg, L – Ylöstalo, M (1966) **Vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä**. 4. painos, WSOY, Porvoo.
- Dann, L – James, C (1982) **An Analysis of the Impact Deposit Rate Ceilings on the Market Values of Thrift Institutions**. *Journal of Finance*, 37, 1277–1293.
- Demirguc-Kunt, A – Maksimovic, V (1998) **Law, Finance and Firm Growth**. *Journal of Finance*, 53, 2107–2137.

- Fama, E F (1969) **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.** *Journal of Finance*, 25, 383–417.
- Fama, E F – Fisher, L – Jensen, M C – Roll, R (1969) **The Adjustment of Stock Prices to New Information.** *International Economic Review*, 10, 1–21.
- Glaeser, E – Johnson, S – Schleifer, A (2001) **Coase versus the Coasians.** *Quarterly Journal of Economics*, 116, 853–899.
- Halila, J (1975) **Konkurssioikeuden pääpiirteet.** Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja, B-sarja, No 163. Helsingin yliopiston lainopillisen ylioppilastiedekunnan kustannustoimikunta. 3. painos. Helsinki.
- Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. HE 27/1977.
- Hirschman, A (1970) **Exit, Voice and Loyalty.** Cambridge, MA. Harvard University Press.
- Hyytinen, A – Kuosa, I – Takalo, T (2003) **Law or Finance: Evidence from Finland.** *European Journal of Law and Economics*, 16, 59–89.
- Kuosa, I (2002) **Law and Finance: The Case of Finland 1980–2000.** Kansantaloustieteen pro gradu -tutkielma. Helsingin Kauppakorkeakoulu.
- Kyläkallio, J (1979) **Osakeyhtiö tänään 1–2: Toiminta vuoden 1978 lain mukaan.** Weilin & Göös. Espoo.
- La Porta, R – Lopez-de-Silanes, F – Schleifer, A – Vishny, R (1997) **Legal Determinants of External Finance.** *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
- La Porta, R – Lopez-de-Silanes, F – Schleifer, A – Vishny, R (1998) **Law and Finance.** *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.
- La Porta, R – Lopez-de-Silanes, F – Schleifer, A – Vishny, R (2000) **Investor Protection and Corporate Governance.** *Journal of Financial Economics*, 58, 2–27.
- La Porta, R – Lopez-de-Silanes, F – Schleifer, A – Vishny, R (2002) **Investor Protection and Corporate Valuation.** *Journal of Finance*, 57, 1147–1170.
- Leppämäki, M (1998) **Johdatus Corporate Governance -teemaan.** SITRA 209.

- Levine, R – Loayza, N – Beck, T (2000) **Financial intermediation and growth: Causality and causes.** *Journal of Monetary Economics*, 46, 31–77.
- Mayer, C – Sussman, O (2001) **The Assessment: Finance, Law, and Growth.** *Oxford Review of Economic Policy*, 17, 457–466.
- Mc Kinlay, A C (1997) **Event Studies in Economics and Finance.** *Journal of Economic Literature*, 35, 13–39.
- Pagano, M – Volpin, P (2001) **The Political Economy of Finance.** *Oxford Review of Economic Policy*, 17, 502–519.
- Pistor, K – Raiser, M – Gelfer, S (2000) **Law and Finance in Transition Economies.** *Economics of Transition*, 8, 325–368.
- Pistor, K (2000) **Patterns of Legal Change: Shareholder and Creditor Rights in Transition Economies.** *European Business Organization Law Review*, 1, 59–108.
- Schleifer, A – Vishny, R (1997) **A Survey on Corporate Governance.** *The Journal of Finance*, 52, 737–787.
- Schipper, K – Thompson, R (1985) **The Impact of Merger-Related Regulations Using Exact Distributions of Test Statistics.** *Journal of Accounting Research*, 23, 408–415.
- Tarkka, J (1988) **Kahlitun rahan aika: Suomen rahoitusmarkkinoiden sääntösten vuosikymmenet.** Teoksessa: Honkapohja – Suvanto (toim.): Raha, inflaatio ja talouspolitiikka. Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitos, Valtion Painatuskeskus, Helsinki.
- Timonen, P (2000) **Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys.** Kauppakaari, Helsinki.

Painamattomat lähteet

www.finlex.fi

www.eduskunta.fi/arkisto

Liite 1

Osakkeenomistajien oikeuksia määrittävät indeksit

LLSV

LLSVsh_6

– Osakkeenomistaja voi käyttää äänivaltaansa postittamalla yhtiölle yksilöidyn äänestyslausunnon (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Äänestyslausunnon postittaminen ei ollut mahdollista 1970-luvulla, eikä vuoden 1980 lakimuutos muuttanut tilannetta. 1970-luvulla voimassa olleen lain mukaan osakkeenomistajalla oli mahdollisuus äänestää yhtiökokouksessa edustajansa välityksellä. Muuttuja saa arvon 0 koko 1970-luvun ajan, eikä 1980-lakimuutos vaikuta muuttujan arvoon.

– Osakkeita ei saa tallettaa ennen yhtiökokousta (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Yhtiö ei saa edellyttää osakkeiden tallettamista ennen yhtiökokousta. Tämä poistaa kaupankäyntirajoitteen, koska talletusaikana ei osakkeilla voi käydä kauppaa. Vuoden 1895 osakeyhtiölaissa ei säädetä ennen yhtiökokousta tapahtuvasta osakkeiden tallettamisesta tai osakkeiden kaupankäyntirajoituksista. Se kielsi ainoastaan äänioikeutta rajoittavat määräykset (26a§:3). Lakimuutos 1980 ei vaikuta. Muuttuja saa arvon 0 koko tarkasteluajanjakson ajan.

– Yhtiön hallituksen valinnassa suhteellinen vaali tai kumulatiivinen äänestys (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

1970-luvulla voimassa olleissa laissa ei vaadita suhteellisen vaalitavan käyttöä yhtiökokouksen valitessa hallituksen jäseniä. Yhtiöjärjestys voi kuitenkin määrätä, että valinnassa käytetään suhteellista vaalitapaa.¹⁹ Vuoden 1980 alussa voimaantulleessa lakiuudistuksessa (734/1978) suhteellisen vaalitavan käyttö kirjattiin lakiin (OYL 9:3§). Muuttuja saa arvon 0 vuoden 1979 loppuun asti, jonka jälkeen arvo on 1.

– Vähemmistönsuoja muutostilanteissa (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

¹⁹ Tällä perusteella oikea arvo voisi olla myös 1. Suhteellisen vaalitavan käyttö yhtiöjärjestyksen perusteella oli kuitenkin yhtiökohtaista.

Vähemmistölle (10 % tai alle osakepääomasta) on laissa taattava mahdollisuus reagoida merkittäviin muutoksiin, kuten yhtiöjärjestyksen muutoksiin, fuusioihin tai yhtiövarallisuuden luovutukseen. Vähemmistöosakkailta voi olla kanneoikeus hallintoneuvoston ja yhtiökokouksen päätösten riitauttamiseksi tai he voivat vaatia yhtiötä lunastamaan osakkeensa. Vuoden 1895 osakeyhtiölaissa (27§:3) säädetään osakkeenomistajien oikeudesta vaatia yhtiötä lunastamaan omistamansa osakkeet, mikäli osakkaat äänestävät jotakin yhtiökokouksen olennaista päätöstä vastaan. Tällaisia ovat yhtiöjärjestyksen muuttamiseen liittyvät asiat, jotka koskevat fuusioita, yrityssaneerausta tai osake-enemmistön myyntiä. Kanneoikeus osakkailta on kuitenkin vain sellaisissa tapauksissa, joissa yhtiökokouksen tai hallintoneuvoston päätös on syntynyt lain tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti (OYL 30§). Vähemmistöosakkailta on kanneoikeus yrityksen hallitusta vastaan myös sellaisissa toimenpiteissä, jotka vahingoittavat heidän oikeuksiaan enemmistöosakkaiden hyötyessä. (OYL 26a§:2-3). Kanneoikeus koskee kuitenkin vain rikoslainsäädännön alaisia rikkomuksia, eikä yrityksen varsinaiseen toimintaan liittyviä kysymyksiä. Muuttuja saa arvon 0 koko tarkasteluajanjaksolla,²⁰ koska osakkailta ei ole varsinaista oikeutta kanteeseen yritystä muutostilanteissa koskevissa päätöksissä.

– Osakkeenomistajilla merkintäetuoikeus (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 osakeyhtiölaissa osakkeenomistaja on etuoikeutettu hankkimaan uusia osakkeita samassa suhteessa kuin on aikaisemmin omistanut vanhoja. Lakimuutoksen yhteydessä 1980 osakkeenomistajien etuoikeus uusiin osakkeisiin säilyi ennallaan. Muuttuja saa siis arvon 1 ja on säilynyt muuttumattomana koko 1970-luvun ajan, eikä lakiuudistus muuta arvoa.

– Vähemmistöosakkailta oikeus yhtiökokouksen koollekutsumiseen (saa arvon 1, jos 10 % omistus osakepääomasta riittää oikeuteen; 0, jos tarvitaan yli 10 %)

Vuoden 1895 osakeyhtiölain (31§:1) mukaan 1/10 omistus yrityksen osakepääomasta riittää oikeuteen kutsua yhtiökokous koolle. Tämä lainkohta on ollut voimassa muuttamattomana lain säätämisestä saakka. Tässäkin kohdassa on kuitenkin mahdollista, että yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä toisin. Sääntö 1/10 omistusoikeudesta säilyi vuoden 1980 alussa voimaan tullessa uudessa OYL:ssa (9:6§). Muuttuja saa arvon 1, eikä siinä ole tapahtunut muutoksia tarkasteluperiodin aikana.

²⁰ Todellinen sijoittajan suojan taso on kuitenkin muuttujan arvon ilmaisemaa tasoa korkeampi osakkaiden lunastusoikeuden vuoksi – oikea muuttujan arvo voisi tämän perusteella olla myös 0,5.

Laajempaa versiota LLSV:n indeksistä kutsutaan LLSVsh_8:ksi, koska se sisältää edellisten lisäksi kaksi muuta lainsäädännön kohtaa:

– Yksi osake – yksi ääni -periaatteen vallitsevuus (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Lainsäädännön pitäisi kieltää moniääniset tai äänettömät osakkeet. Myöskään yhtiöjärjestyksessä ei saa olla mainintaa äänivaltarajoituksista. Yksi osake – yksi ääni -periaatteen osalta lainsäädäntö on ristiriitainen. Vuoden 1895 lain (24§:1–2) mukaan kullakin osakkaalla on oltava vähintään yksi ääni ja osakkeenomistajalla on yhtä monta ääntä kuin osaketta. Äänivallan käyttämisessä on poikkeuksetta²¹ noudatettava osake = ääni -sääntöä. Toisaalta yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin samaan aikaan poiketa säännöstä, mikä on myös normaali käytäntö. Tavallisimmassa poikkeustapauksessa osakemäärän kasvaessa ääneen tarvitaan yhä enemmän osakkeita, esimerkiksi niin, että 1–10 osaketta antavat 1–10 ääntä, mutta tämän ylimenevältä osalta 10 osaketta antaa vain yhden äänen. Myös 1980 voimaan tullessa uudessa osakeyhtiölaissa äänimäärää rajoitettiin erilaisilla määräyksillä: Tärkein sääntö oli, että minkään osakelajin äänimäärä ei saa olla suurempi kuin 20 kertaa toisen osakelajin äänimäärä. Muuttujan arvo on 0²², eikä se ole muuttunut tarkasteltavana aikana.

– Pakollinen vähimmäisosinko (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vähemmistönsuoja on sitä parempi, mitä suuremman osuuden nettotuotoista yhtiö on velvollinen jakamaan osinkona. Vuosina 1970–1979 osakeyhtiölaissa ei säädetty pakollisesta osingonmaksamisesta osakkaille. Lain 3§:1:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voitiin säätää joillekin osakkeille etuoikeus osingon saamiseen. OYL 21§:1:n ja 22§:2:n mukaan osakkeenomistajille varattiin oikeus saada se osuus yhtiön vuotuisesta voitosta, johon hänen omistusosuutensa oikeuttaa. Pakollista osinkojen maksaminen ei kuitenkaan ollut. Lakimuutoksen yhteydessä 1980 lakiin kirjattiin, että osakkeenomistajille, jotka omistivat vähintään 10 % yhtiön osakepääomasta, oli maksettava osinkoina vähintään puolet tilikauden voitosta vähennysten jälkeen (OYL 12:4§). Muuttuja saa arvon 0 vuoteen 1979 asti, ja arvon 1 vuonna 1980.

²¹ Ainoastaan rekisteröimättömät osakeyhtiöt voivat poiketa osake = ääni -säännöstä (Caselius ym. 1970).

²² Muuttujan arvot 0,5 tai 1 eivät ole täysin vääriä, jos tukeudutaan vain lakitekstiin. Käytännössä kuitenkin osake = ääni -sääntö toteutuu vain harvoin, koska se kumoutuu yhtiöjärjestyksen määrätessä siitä poikkeavasti. Näin ollen yhtiöjärjestyksen määräys heikentää sijoittajan suojan tasoa. Ks. Kyläkallio (1980) erilaisista äänimäärärajoitteista.

Pistor ym. (2000) laajentavat LLSVsh_6-indeksiä jakamalla osan sen alkuperäisistä muuttujista yksityiskohtaisempiin osiin. Muuttujaa kutsutaan nimellä LLSVsh_pis.

Osakkeiden talletuskielto ennen yhtiökokousta on jaettu seuraaviin osiin:

- Osakkeiden rekisteröintiä ei saa keskeyttää ennen yhtiökokousta
- Ei kaupankäyntikieltoa osakkeilla ennen yhtiökokousta
(saavat arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Osakkeiden rekisteröinti eroaa kaupankäyntikiellosta, koska rekisteröidyt osakkeet voivat säilyttää edustusoikeutensa yhtiökokouksessa, vaikka ne olisi myyty rekisteröinnin jälkeen. Osakeyhtiölaissa (1895) ei säädetä osakkeiden kaupankäyntirajoituksista ennen yhtiökokousta ja se kielsi ainoastaan äänioikeutta yhtiökokouksessa rajoittavat määräykset (26a§:3). Yhtiöjärjestys voi edellyttää yhtiökokoukseen ilmoittautumista ennakoon äänioikeuden saamiseksi. Vuoden 1969 ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi (73§:1) määritteli osakkeenomistajan ennakkoilmoittautumisajaksi enintään viisi päivää ennen yhtiökokousta: OYL 734/1978:ssa säädetään, että yhtiöjärjestyksen nojalla voidaan määrätä ennakkoilmoittautumisajaksi enintään viisi päivää ennen yhtiökokousta. Molemmat muuttujat saavat arvon 0 koko tarkasteluajanjakson ajan.

Yhtiön hallituksen valinnassa suhteellinen vaali tai kumulatiivinen äänestys-kriteeri on jaettu seuraavasti:

- Yhtiön hallintoneuvoston jäsenten valinnassa kumulatiivinen äänestys
- Muut hallituksen suhteellisen edustuksen takaavat säännöt
(saavat arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Kumulatiivinen äänestys on verrattavissa LLSV-muuttujaan, eli se saa arvon 0 vuoteen 1979 saakka, ja arvon 1 vuonna 1980. Suhteellisen vaalitavan käyttöön velvoittavan säädöksen puuttumisen ohella osakeyhtiölaissa ei määritelty muitakaan sääntöjä, jotka olisivat varmistaneet hallituksen suhteellisen edustuksen. Muuttuja saa arvon 0 koko tarkastelujakson ajan.

Vähemmistönsuoja muutostilanteissa -kriteeriä on tarkennettu seuraavasti:

- Osakkeenomistajilla lain suoja yrityksen johtajien ja hallituksen tekemiä päätöksiä vastaan
- Osakkeenomistajilla lain suoja yhtiökokouksen tekemiä päätöksiä vastaan
(saavat arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vähemmistöosakkailta, jotka omistavat vähintään 10 % osakepääosasta, on kanneoikeus yrityksen hallitusta vastaan sellaisissa toimenpiteissä, jotka vahingoittavat heidän oikeuksiaan enemmistön hyötyessä. (OYL 26a§:2–3). Kanneoikeus koskee kuitenkin vain rikkomuksia, eli se on voimassa vain sellaisissa tapauksissa, joissa yhtiön hallituksen päätös on syntynyt lain- tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti (OYL 30§). Muissa yrityksen toimintaan liittyvissä asioissa ei kanneoikeutta ole. Osakeyhtiölain muutos vuosikymmenen vaihtuessa ei tehnyt muutosta lakiin. Osakkeenomistajilla on kanneoikeus yhtiökokouksen päätöksiä vastaan, jos ne on tehty lain- tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti (OYL 30§), mutta ei kanneoikeutta yhtiön varsinaisiin liiketoimiin liittyvissä kysymyksissä. Molemmat muuttajat saavat arvon 0, eikä niissä ole tapahtunut muutoksia.

Glaeserin ym. (2001) kehittämää indeksiä kutsutaan nimellä LLSVsh_gla. Se sisältää alkuperäisen LLSVsh_6-indeksin muuttujien lisäksi seuraavat kohdat:

– Yhtiökokous valitsee yrityksen hallintoneuvoston ja hallituksen (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 lain 26§:1:n mukaan yhtiökokous valitsee hallintoneuvoston jäsenet niiden tilalle, joiden toimiaika loppuu ennen seuraavaa varsinaista yhtiökokousta. Yhtiökokous valitsee myös hallituksen jäsenet, jos yhtiöjärjestyksessä määrätään hallituksen olemassaolosta. Yhtiöjärjestys voi vaatia suhteellisen vaalin käyttöä äänestyksessä. Lakiuudistus 1980 ei muuttanut tilannetta, vaan yhtiökokouksen asema hallituksen ja hallintoneuvoston valinnassa määriteltiin entistä yksityiskohdaisemmin (OYL 8:1§). Muuttuja saa arvon 1 koko periodin ajan.

– Vähemmistöosakkaalla, joka omistaa 20 % pääomasta, oikeus ylimääräisten tilintarkastajien nimittämiseen (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Osakeyhtiölakiin lisättiin 1935 erityisiä vähemmistönsuojaa parantavia säädöksiä. Yksi niistä oli OYL 26§:2, jonka mukaan 1/10 osakepääomasta omistavalla on oikeus vaatia lisätilintarkastajan nimittämistä. 1980 lakimuutos ei vaikuttanut tähän kriteeriin. OYL 10:14§:n mukaan ylimääräistä tarkastusta voivat vaatia niin ikään 1/10 osakepääomasta omistavat tai 1/3 yhtiökokouksessa edustettuna olevista osakkeista. Muuttuja saa siis arvon 1 koko periodin ajan.

– Vähemmistöosakkaalla, joka omistaa 10 % pääomasta, oikeus tarkistaa yhtiökokouksen osanottajalista (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

1895 laissa ei mainita osakkeenomistajien oikeudesta tarkistaa yhtiökokouksen osallistujalista. Yhtiön osakasluettelon pitäminen on kuitenkin pakollista ja luettelo on osakkaille sekä viranomaisille julkinen (OYL 1895: 17§). Lakiuudistuksen

1980 jälkeen tilanne säilyi ennallaan yhtiökokouksen osallistujalistan osalta (OYL 1978 9:11), mutta ei sisältänyt mainintaa osanottajalistan tarkistusoikeudesta. 1980 voimaan tullessa laissa uutta oli osakasluettelon yleisöjulkisuus, mutta oikeudesta yhtiökokouksen osallistujalistan tarkistamiseen ei ole mainintaa. Muuttuja saa arvon 0 koko tarkastelujakson ajan.

– 2/3-äänienemmistö yhtiökokouksessa tarvitaan suurien osake-erien ostoon (yli 20 % osakkeista) kahden vuoden sisällä yrityksen rekisteröinnistä (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Osakeyhtiölainsäädännössä ei mainittu tällaisesta rajoituksesta koko tarkastelupe-riodilla. Muuttujan arvo on siten 0 koko periodin ajan.

– 2/3-äänienemmistö yhtiökokouksessa tarvitaan muuttamaan yhtiöjärjestystä tai yhtiön varallisuutta (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 lain mukaan 3/4 kokouksessa edustetun osakepääoman äänistä tarvitaan yhtiöjärjestyksen muuttamiseen, ellei yhtiöjärjestyksessä säädetä muuta – yhtiöjärjestys voi vaatia vielä suuremman enemmistön tai vastaavasti tavallisen yksinkertaisen enemmistön käyttöä (OYL 27§:1). Yrityksen osakepääoman muutoksista ei ole säädetty muuta, kuin että yleensä muutokset vaativat yhtiöjärjestyksen muuttamista (OYL 29§). 1980 voimaan tullessa laissa 2/3 edustetuista osakkeista riittää yhtiöjärjestyksen muutokseen, mutta muista rajoituksista yhtiön osakepääoman muutoksia koskien ei mainita. Näin ollen muuttuja saa arvon 0 koko periodin ajan.²³

– Johtajien toimikauden pituus

Vuoden 1895 laki ei määrää tiettyä toimikauden pituutta²⁴, vaan siitä voidaan päättää yhtiöjärjestyksessä. Vuoden 1980 lain mukaan toimittiin samoin, mutta se sääti toimikauden pituudeksi enimmillään neljä vuotta (OYL 8:1§).

– Haltijaosakkeet (*bearer shares*) sallittu (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vanha osakeyhtiölaki ei rajoittanut haltijaosakkeiden käyttöä (OYL 2§:5). Yhtiöjärjestyksessä voitiin päättää, ovatko haltijaosakkeet sallittuja. Käytännössä haltijaosakkeita oli harvoin käytössä. Vuoden 1980 alussa voimaan tullut uudistus

²³ Oikea arvo voisi olla myös esim. 0,5 siinä tapauksessa, että yksinkertainen enemmistö riittää osakepääoman muutoksista päättämiseen.

²⁴ Muuttujaa ei ole sisällytetty indeksiin, koska sitä ei voida arvioida muiden muuttujien tapaan dummy-muuttujana. Glaeser ym. (2001) ovat ilmoittaneet johtajien toimikauden pituuden vuosina.

kielsi uusien haltijaosakkaiden liikkeelle laskun. Vanhat, jo olemassa olevat, säilyttivät kuitenkin arvonsa. Muuttujan arvo on 1 vuoteen 1979 ja 0 vuodesta 1980 alkaen.

– Etuoikeutetut osakkeet (*preference shares*) sallittu, ei välttämättä äänioikeutta (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Samoin kuin haltijaosakkeet, myös etuoikeutetut osakkeet sallittiin 1970-luvulla voimassa olleessa lainsäädännössä. OYL 3§:n mukaan etuoikeutetut osakkeet kuitenkin rasittavat yhtiötä, ja niistä pyrittiin vapautumaan. Etuoikeutetuilla osakkeilla ei välttämättä ollut äänioikeutta. Lain muuttuessa 1980 etuoikeutetut osakkeet kiellettiin. Muuttujan arvo muuttui 1:sta 0:an vuonna 1980.

– Prosenttiosuus kokonaisäänimäärästä, joka oltava paikalla, jotta yhtiökokous on päätösvaltainen (saa arvon 1, jos yli 50 %; 0, jos alle 50 %)

Vuosien 1895 ja 1980 laeissa ei säädetä, eikä yhtiöjärjestyksessä voida määrätä, että tietty määrä osakkeenomistajia on oltava paikalla, jotta kokous olisi päätösvaltainen (OYL 1895: 23§ ja OYL 1978: 9:17). Yhden äänioikeutetun osakkaan läsnäolo tekee kokouksesta päätösvaltaisen. Näin ollen muuttuja saa arvon 0 koko tarkasteluajanjakson ajan.

Pistorin laajennukset

VOICE

– Yrityksen toimivan johdon nimittää ja erottaa yrityksen hallitus, ei vuosikokous (saa arvon 1, jos hallitus sekä nimittää että erottaa johtajat; 0,5, jos hallitus nimittää, mutta yhtiökokous erottaa; 0, jos osakkeenomistajat sekä nimittävät että erottavat)

Osakeyhtiölaissa ei vuoteen 1980 mennessä määritelty johtajien valintatapaa, vaan se oli yhtiökohtaista ja perustui yhtiöjärjestykseen. Yhtiöjärjestyksessä saatiin määrätä, että johtajien valinta voidaan antaa joko yhtiökokouksen, hallituksen tai hallintoneuvoston tehtäväksi. Hallintoneuvosto ja hallitus eivät tosin saaneet toimia ilman yhtiökokouksen määräystä. 1980 voimaan tulleeseen lakiin sisältyi säädos, jonka mukaan yhtiökokous ei voinut päättää toimitusjohtajan nimityksestä (OYL 8:3§ ja 11a§). Muuttuja saa arvon 0 vuoteen 1979 saakka ja arvon 1 vuonna 1980.

– Johtokunnan ja hallituksen jäsenet voidaan erottaa milloin tahansa ja ilman erityistä syytä (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 osakeyhtiölain (38§:3) mukaan hallituksen jäsen voidaan yhtiökokouksen päätöksellä erottaa toimestaan. Jos hallintoneuvosto valitsee hallituksen, ei yhtiökokouksella ole oikeutta sen erottamiseenkaan. Lakiuudistuksessa säädöstä tarkennettiin niin, että hallituksen jäsenen voi erottaa tehtävästään sama taho, joka hänet on siihen valinnut (OYL 8:2§). Muuttuja saa siis arvon 1 koko tarkasteluperiodin ajan.

– Vähintään 50 % kokonaisäänimäärästä pitää olla edustettuna yhtiökokouksessa, jotta se olisi päätösvaltainen (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 osakeyhtiölain 23§:n mukaan yhtiöjärjestyksessä ei voida määrätä, että tietty määrä osakkeenomistajia on oltava paikalla, jotta kokous olisi päätösvaltainen (vrt. Glaeserin vastaava muuttuja). Periaatteessa yksi osakkeenomistaja riittää tekemään yhtiökokouksesta päätösvaltaisen, mikäli kokous on säännönmukaisesti kutsuttu koolle ja sen päätökset tehdään oikeassa järjestyksessä. Muuttujan arvo on 0 ja se on pysynyt muuttumattomana koko tarkastelujakson.

– Ylimääräinen tilintarkastus suoritettava, jos 10 % tai enemmän osakkeenomistajista niin haluaa (saa arvon 1, jos vähintään 10 % omistajista vaaditaan; 0,5, jos 20 % vaaditaan; 0, jos vaaditaan yli 20 %)

Vuoden 1895 osakeyhtiölain 26a§:1–3:n mukaan 1/10 osakepääomasta omistavilla on oikeus vaatia erityisen tarkastuksen suorittamista. Vuoden 1980 uudistus ei vaikuttanut tähän muuttujaan. OYL 10:14§:n mukaan osakkeenomistajat, joilla on vähintään 1/10 omistus osakepääomasta, tai 1/3 kokouksessa edustetuista osakkeista, voivat vaatia ylimääräistä tilintarkastusta. Muuttuja saa arvon 1 koko tarkasteluajanjakson ajan.

– Merkittävät päätökset, kuten yhtiöjärjestyksen muutos, yrityksen likvidointi tai keskeisen yritysvarallisuuden myynti, vaativat vähintään 3/4 määräenemmistön (saa arvon 0,5, jos vaaditaan vain yhtiöjärjestyksen muutoksissa tai yrityksen likvidoinnissa; 0,75, jos lisäksi muutoksissa yrityksen osakepääomassa tai fuusioissa ja yritysvaltauksissa; 1, jos yllämainittujen lisäksi yritysvarallisuuden myynnissä)

Vuoden 1895 lain 27:1:n mukaan yhtiöjärjestyksen muuttaminen vaatii 3/4 määräenemmistön. Muut mainitut merkittävät päätökset voidaan sen sijaan määritellä yhtiöjärjestyksessä. 1980 voimaantullut laki puolestaan vaatii 2/3 enemmistön yhtiöjärjestyksen muuttamiseen (OYL 9:14) tai yrityksen likvidointiin (OYL 13:1).

Muista menettelyistä ei uudessa eikä vanhassa laissa ole mainintaa. Muuttuja saa arvon 0,5 vuoteen 1979 saakka ja sen jälkeen arvon 0.

– Osakkeenomistajilla oikeus valita hallintoneuvoston jäsenet (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Hallintoneuvosto ei ole Suomen lainsäädännön mukaan pakollinen, vaan sen olemassaolosta voidaan päättää yhtiöjärjestyksessä. Vanha osakeyhtiölaki on tässä suhteessa hyvin väljä, sen mukaan (26:1) yhtiökokous valitsee hallituksen jäsenet niiden tilalle, joiden toimikausi loppuu ennen seuraavaa varsinaista yhtiökokousta. Vuoden 1980 OYL -muutos ei muuttanut tätä; sen 8:11:n mukaan hallintoneuvoston valitsee yhtiökokous. Näin ollen muuttuja saa arvon 1 koko periodin ajan.

EXIT

– Osakkeenomistuksen siirtämisoikeutta ei rajoiteta laissa, eikä sitä saa rajoittaa yhtiöjärjestyksessä (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Sekä vanha että vuoden 1980 osakeyhtiölaki eivät rajoita osakkeiden siirtoa, mutta yhtiöjärjestyksessä sitä voidaan rajoittaa. Hallituksen on joissain tapauksissa hyväksyttävä henkilö, jolle osake luovutetaan (OYL 734/1978: 3:3–4§). Muuttuja saa siis arvon 0 eikä siinä ole tapahtunut muutoksia.

– Omistusoikeuden siirron muodolliset vaatimukset rajoitetaan siirtomerkintään (haltijaosakkeet) ja rekisteröintiin (rekisteröidyt osakkeet) (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vanha osakeyhtiölaki ei mainitse edellä mainitun lisäksi muita osakkeiden omistusoikeuden siirtoa rajoittavia vaatimuksia. OYL 32:1:n mukaan osakkeiden siirto tosin on voimassa vasta, kun uusi omistaja on merkitty osakeluetteloon. Myöskään uusi laki 1980 ei tuonut muutosta tähän. 1980 alkaen haltijaosakkeet kiellettiin. Muuttuja saa arvon 1 koko periodin ajan.

– Vähemmistöosakkailla on myyntioptio, jos osakkaat äänestävät jotakin olennaista päätöstä, kuten fuusioita, yrityssaneerausta, osake-enemmistön myyntiä tai yhtiöjärjestyksen muutosta, vastaan (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 osakeyhtiölakiin lisättiin 1930-luvulla erityisiä vähemmistöosakkaiden oikeuksia määrittäviä säädöksiä. Yksi niistä (OYL 27:3) koskee osakkeiden lunastusoikeutta muutostilanteissa: jos yhtiökokouksessa tehty, yhtiöjärjestyksen muuttamista koskeva päätös käsittää fuusion, pääasiallisen muutoksen yhtiön tar-

koitukseen tai yhtiösuhteen jatkamisen yli yhtiöjärjestyksessä määrätyn yhtiökau-
den, päätöstä kokouksessa vastustaneella osakkaalla on oikeus saada osakkeistaan
lunastus yhtiöltä tai sen osakkaalta viimeisen tilinpäätöksen osoittaman arvon
mukaan, jos omistaa 1/10 osakepääomasta. Lakimuutos 1980 poisti osakkeiden
lunastusoikeuden yhtiöjärjestyksestä muutettaessa – osakkeiden lunastaminen oli
mahdollista yhtiön sulautumisessa, mutta ei muulloin (OYL 14:12). Muuttuja saa
siis arvon 1 vuoteen 1979 saakka ja arvon 0 vuonna 1980.

– Enemmistöosakkailla on pakollinen lunastusraja (saa arvon 1, jos 25 % osak-
keista tai vähemmän; 0,75 jos 25–30 %; 0,5, jos yli 50 % osakkeista)

1895 osakeyhtiölaki ei mainitse tällaista sääntöä. Vuoden 1980 uudistuksen mu-
kaan kriteeri on voimassa, jos omistusosuus nousee yli 90 % (OYL 14:19§), jol-
loin muuttuja saa arvon 0,5. Ennen muutosta arvo on 0.

ANTIMANAGE

– Intressiristiriitoja ja jääviyttä säännellään laissa (saa arvon 1, jos voimassa; 0,
jos ei voimassa)

Vuoden 1895 osakeyhtiölain 34§:n mukaan yhtiöjärjestyksessä tulee määrätä yh-
tiössä käytössä olevista jääviysperiaatteista. Säännön ulottumista ilmoitusvelvolli-
suuteen tai äänestämättä jättämiseen ei määritellä erikseen. Vuoden 1980 laki-
uudistus täsmensi kriteeriä (OYL 8:10) hyvin tiukaksi, erityisesti eturistiriitatilan-
teita koskien. Muuttuja saa arvon 1 koko tarkasteluperiodin ajan.

ANTIBLOCK

– Yrityksellä ilmoitusvelvollisuus suuria osake-eriä hankittaessa (saa arvon 1, jos
10 % osakkeista; 0,75, jos 25 %; 0,5, jos 50 %; 0,25 jos yli 50 %, 0, jos ei pakol-
lista ilmoitusvelvollisuutta)

Osakeyhtiölaissa ei 1970-luvulla säädetty tiedonantovelvoitteista. 1980 lakimuu-
tos ei vaikuta muuttujan arvoon. Muuttuja saa siis arvon 0 koko ajanjakson ajan.

SMINTEGR

– Osakkeenomistajarekisterin ylläpito on riippumattoman yhtiön vastuulla, ei siis osakkeita liikkeelle laskevan yrityksen (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 lain 17§:n mukaan osakasluettelo pitää yhtiön hallitus, ei toimitusjohtaja tai yhtiön virkailija, eikä ulkopuolinen toimija. Vuoden 1980 lakiuudistus ei tuonut muutosta tähän. Muuttuja saa arvon 0.

– Sisäpiirikaupankäynti on laissa kielletty (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Sisäpiirikaupankäynnistä ei ole säädetty osakeyhtiölaissa ennen vuotta 1980 eikä lakiuudistus tuonut tähän muutosta. Sisäpiirikaupankäynti oli kielletty Helsingin Pörssin säännöissä, vaikka mikään laki sitä ei kieltänyt. Muuttuja saa arvon 0 koko ajanjakson ajan.

– Valtion laitos valvoo pääomamarkkinoita (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

– Rahoitustarkastus on muodollisesti itsenäinen (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Näistä kriteereistä kumpaakaan ei säädetty laissa vielä 1970-luvulla, eikä lakiuudistus muuttanut tilannetta 1980. Molemmat muuttujat saavat arvon 0 koko periodin ajan.

Velkojien oikeuksia määrittävät indeksit

LLSV

LLSVcr

– Yrityksen varoja ei suojata saneeraustilanteessa (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Ideaalitilanteessa yritys ei saa automaattista suojaa velkojiaan vastaan saneerauksen käynnistämisessä. Lainsäädännössä ei vielä tunnettu varsinaista yrityssaneeraus käytäntöä, vaan ainoa mahdollinen käytäntö oli konkurssin aloittaminen. Vuoden 1895 osakeyhtiölain 39§:n mukaan yhtiön omaisuus on luovutettava konkurssiin joko yhtiön hallituksen tai sen velkojien hakemuksesta. Yhtiökokous

päättää asiasta yksinkertaisella enemmistöllä, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä tästä poikkeavasti. Konkurssiin haetussa yrityksessä sen varoista ei enää vastannut yhtiön hallitus. Kriteeri on voimassa koko periodin ajan eli muuttuja saa arvon 1.

– Vakuusvelkojien oltava etusijalla omaisuuden ja tuoton jaossa (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 osakeyhtiölain 43§:n mukaan yhtiön osakkaiden on päätettävä, missä järjestyksessä yhtiön omaisuus on muutettava rahaksi ja velat maksettava. Velkojia ei lain mukaan kuitenkaan erotella velanmaksujärjestykseen.²⁵ Laki ei myöskään määrittele valtion asemaa velansaamisjärjestyksessä. 1980 lakimuutoksen jälkeen maksunsaantijärjestys määriteltiin tarkemmin, ja eri velkojaryhmät, kuten valtio tai veroviranomaiset, saavat erilaisia oikeuksia. Tämä ei kuitenkaan suoraan vaikuttanut vakuusvelkojiin, joille maksetaan ensin joka tapauksessa. Muuttuja saa siis arvon 0 vuoteen 1979 ja arvon 1 vuonna 1980.

– Rajoitukset saneerauksen tai muun vastaavan menettelyn aloittamiselle (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Koska yrityssaneerausmenettely ei vielä ollut käytössä, yrityksen purkamistilan aloittaminen oli ainoa menettely rahoitusvaikeuksissa olevalle yritykselle. Velkojien suostumusta ei purkamistilan aloittamiselle kuitenkaan tarvittu. Vuoden 1980 osakeyhtiölaki vaati kuitenkin suostumuksen 2/3 osalta velkojia, että purkamistila voitiin aloittaa. Muuttuja saa arvon 0 vuoteen 1979 ja arvon 1 vuonna 1980.

– Yritysjohdon vaihtuminen saneeraustilanteessa (saa arvon 1, jos johto vaihtuu; 0, jos ei vaihdu)

Konkurssisäännön (1868) mukaan konkurssipesään kuuluvan omaisuuden hallinto siirtyy konkurssin alkaessa konkurssihallinnolle. Siihen ei voi kuulua yrityksen hallituksen jäseniä, eikä se ole velvollinen noudattamaan yhtiökokouksen päätöksiä. Yrityksen purkamistilan aloittaminen ei sen sijaan vaatinut välttämättä yrityksen johdon vaihtumista. Lakia on muutettu useita kertoja, ja sen sisältö on ristiriitainen: tilanteessa, jossa yritys menee selvitystilaan, sen johto ei voi jatkaa, mutta harvemmin käytetyssä akordimenettelyssä johtoa ei tarvitse vaihtaa. Kriteeri on kuitenkin voimassa, eli muuttuja saa arvon 1 koko tarkasteluajanjakson ajan.

²⁵ Toisaalta etuoikeutettujen velkojien asema on aina käytännössä huomioitu, joten muuttuja voisi yhtä lailla saada arvon 0,5 tai 1. Lakiteksti on kuitenkin tässä kohtaa hyvin suuripiirteinen, eikä siinä määritellä velanmaksujärjestyksiä. Maksunsaantijärjestyksestä ks. esim. Kyläkallio (1980).

Seuraava muuttuja täydentää LLSVcr-indeksiä.²⁶

– Lain määräämä pääomareservi (omavaraisuusaste) (saa arvon 0,00, jos vähimmäisosuutta ei ole määritelty, ja muulloin arvon sen prosenttiosuuden mukaan, joka vähimmäismäärä on)

Lain tulee optimaalisessa tilanteessa määrätä vähimmäisprosenttiosuus osakepääomasta, joka yhtiössä on oltava jäljellä, että se välttyisi purkamiselta. Vuoden 1895 osakeyhtiölaissa ei mainita erityistä rajaa, joka yhtiön osakepääomasta olisi oltava jäljellä konkurssin välttämiseksi. Konkurssi on pakko aloittaa, jos velat ovat varoja suuremmat. Vuoden 1980 lakiuudistus kuitenkin tarkensi lakia tässä kohdassa siten, että pääomaa vaadittiin olevan jäljellä 1/3 konkurssin välttämiseksi. Muuttuja saa siis arvon nolla vuoteen 1979 ja arvon 0,33 vuonna 1980.

Pistorin vastaava LLSVcr_pis-indeksi koostuu samoista muuttujista, mutta omavaraisuusaste-muuttujan arvo määräytyy eri lailla:

– Lain määräämä pääomareservi (saa arvon 0, jos vähimmäisosuutta ei ole määritelty; 0,5 jos velkojien yksinkertainen enemmistö riittää; 1 jos tarvitaan määräänemmistö)

Koska vanhassa laissa ei vähimmäisosuutta määritelty ollenkaan ja vuoden 1980 laissa riittää 1/3 pääomasta, saa muuttuja Pistorin indeksissä arvon 0 koko tarkasteluajanjakson ajan.

Pistorin laajennukset

CREDCON

– Jos velallinen ei 90 päivässä kykene täyttämään vastuitaan, konkurssimenettely aloitetaan automaattisesti (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Konkurssisäännössä ei mainita mitään aikarajaa konkurssin aloittamiselle. Myöskään vuoden 1895 osakeyhtiölaissa ei säädetty erityistä aikarajaa, jonka puitteissa yrityksen olisi pitänyt hakeutua konkurssiin. 1980 lakiuudistus tarkensi lainsäädäntöä tältä osin (OYL 13:2) siten, että jos yhtiön hallitus tilinpäätöstä laadittaessa havaitsee, että yhtiön oma pääoma on pienempi kuin kolmasosa osakepääomasta, hallituksen on kutsuttava yhtiökokous koolle käsittelemään yhtiön asettamista sel-

²⁶ Muuttuja ei ole dummy-muuttuja, vaan voi saada arvoja väliltä 0,00–1,00. Ko. muuttuja ei aina ole mukana indeksissä. Tässä työssä sitä ei ole sisällytetty indeksiin.

vitystilaan. Yhtiö on asetettava selvitystilaan, jollei yhtiökokouksessa voida todeta, että yhtiön oma pääoma on vähintään puolet osakepääomasta. Jos yhtiökokous ei tee päätöstä yhtiön asettamisesta selvitystilaan, hallituksen pitää hakea päätöstä tuomioistuimelta. Hakemuksen voi tehdä myös tilintarkastaja tai osakkeenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista osakkeista. Mitään aikarajaa ei kuitenkaan mainita. Muuttuja saa arvon 0 koko vuosikymmenen ajan.

– Saneeraus- ja konkurssimenettelyn aloittamiselle vaaditaan kaikkien velkojien suostumus (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Akordilaki (1932) vaati, että 2/3:n velkojista tai vastaavasti 4/5 koko velan määrästä oli oltava yksimielisiä, mutta se ei vaadi täydellistä velkojien yksimielisyyttä. Konkurssin aloittaminen ei myöskään konkurssilainsäädännön mukaan vaadi velkojien yksimielisyyttä. Näin ollen kriteeri ei ole voimassa tarkasteltavana ajanjaksona, eli muuttujan arvo on 0.

COLLAT

– Vakuudellisen aseman saaminen siirrettävissä olevaan varallisuusesineeseen ei vaadi varallisuusesineen siirtoa (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

1970-luvulla vakuusasioista säädettiin irtaimistokiinnityslaisissa (55/1923). Sen mukaan kiinnitetyn irtaimiston siirtämisestä piti ilmoittaa kiinnityksen vahvistaneelle oikeudelle (21§), mutta velan vakuutena toimivaa omaisuutta ei tarvinnut siirtää velkojalle. Muuttuja sai arvon 1 koko ajanjaksolla.

– Laki vaatii rekisterin perustamista siirrettävissä oleville pantatuille varallisuusesineille (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Irtaimistokiinnityslaki vaati tuomioistuimen ylläpitävän irtaimistokiinnityspöytäkirjaa, jota voidaan pitää kiinnitysrekisterinä, mutta varsinaista rekisteriä laki ei vielä vaatinut ylläpidettäväksi.²⁷ Näin ollen muuttuja saa arvon 0.

– Maaomaisuudelle voidaan vaatia vakuudellista asemaa (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Suomalaisen maalainsäädännön mukaan maaomaisuus on voinut olla velkojen vakuutena jo vuosisatojen ajan. Maakaari on laillistanut maaomaisuuden käytön

²⁷ Yrityskiinnitysrekisteriä ylläpitää Suomen Patentti- ja Rekisterihallitus. Laki ei kuitenkaan vaatinut Patentti- ja Rekisterihallituksen rekisterin ylläpitämistä vielä 1980.

vakuutena 1700-luvulta saakka. Kriteeri on ollut voimassa (muuttuja saa arvon 1) koko tarkasteltavan ajanjakson ajan.

REMEDY

– Mahdollisuus lisätä osakkeenomistajien vastuuta yhtiön veloista (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Vuoden 1895 lain 18§:n mukaan yhtiön velkaa ei saa hakea yksityiseltä osakkaalta. 1980 tullut lakimuutos sisällytti yhtiöjärjestyksen säänneltäväksi mahdollisuuden velvoittaa osakas suorittamaan lisämaksuja yhtiölle (OYL 3:1). Samalla toisaalta OYL 1:1:ssä säädetään osakeyhtiön perusajatuksen mukaisesti, että osakas ei vastaa yhtiön veloista. Muuttujan voidaan katsoa saaneen arvon 0 vuoteen 1979 saakka ja arvon 1 vuodesta 1980 eteenpäin.

– Johto voi joutua muuhunkin kuin rikosoikeudelliseen vastuuseen selvitystilaa koskevan lainsäädännön rikkomisesta (saa arvon 1, jos voimassa; 0, jos ei voimassa)

Konkurssiin liittyvät rikokset kuuluvat Suomessa rikoslain piiriin. Näin ollen velkojilla ei ole oikeutta nostaa rikoskannetta yhtiön johtajia vastaan, vaan ainoastaan yleisellä syyttäjällä on oikeus rikoskanteen nostoon. Muuttuja saa arvon 0 koko ajanjakson ajan, koska kriteeri ei ole voimassa.

– Konkurssia edeltäneet toimenpiteet voidaan mitätöidä jälkikäteen (saa arvon 0,25, jos 3 kk ennen konkurssia; 0,5, jos 6 kk ennen; 0,75, jos 1 vuosi ennen; 1, jos yli vuosi ennen)

Konkurssisääntö käsittelee tämän kriteerin voimassaoloa. Konkurssisäännön 46§:n mukaan toimenpiteiden mitätöinnille on useita kriittisiä aikarajoja 60 päivästä yhteen vuoteen riippuen toimenpiteen laadusta ja tekijästä.²⁸ Kuosa (2002) on arvioinut muuttujan arvoksi 0,5 vuonna 1980, ja koska konkurssisääntöä ei muutettu tarkasteltavan ajanjakson aikana, saa muuttuja saman arvon myös tarkasteluperiodin alkuosalla.

²⁸ Esim. eräänymättömän velan maksun tai panttauksen mitätöinti täytyi tapahtua 60 päivän kuluessa, mutta sijaissuorituksena tapahtunut maksu voitiin mitätöidä vuoden kuluessa, ks. tarkemmin Halila (1975).

Liite 2

1980 lakiuudistuksen vaikutus joidenkin pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin

	Amer	Huhtamäki	Kone	Nokia	Wärtsilä
yhtiöjärjestestys muutettu	1980 (kokonaan)	1980 (kokonaan)	1980 (kokonaan)	1979 (ositt.) ja 1980 (kokonaan)	1980 (kokonaan)
suhteellinen vaali	ei mainita	ei mainita	ei mainita	ei mainita	ei mainita
hallituksen valinta	hallintoneuvosto	hallintoneuvosto	yhtiökokous	yhtiökokous	yhtiökokous
hallintoneuvoston valinta	yhtiökokous	yhtiökokous	ei hallintoneuvostoa	ei hallintoneuvostoa	ei hallintoneuvostoa
yksi osake - yksi ääni	ei, äänimäärä määräytyy osakesarjan mukaan	ei mainita	ei, äänimäärä määräytyy osakesarjan mukaan	ei mainita	ei, äänimäärä määräytyy osakesarjan mukaan
vähimmäisosinko	kyllä, osakesarjan mukaan	ei mainita	kyllä, osakesarjan mukaan	ei mainita	ei mainita
omistajilla merkintäoikeus	kyllä, omistussuhteen säilyttämiseksi	ei mainita	kyllä, omistussuhteen säilyttämiseksi	ei mainita	kyllä, omistussuhteen säilyttämiseksi
yhtiökokouksen koollekutsu	1/10 osakepääomasta	ei mainita	ei mainita	1/10 osakepääomasta	oikeus jokaisella omistajalla
yrittäjysohdon valinta/erottaminen	hallitusneuvosto	hallintoneuvosto	hallitus	hallitus	hallitus
omavaraisuus/pääomareservi	vähimmäispääomasta rajoitus	vähimmäispääomasta rajoitus	vähimmäispääomasta rajoitus	vähimmäispääomasta rajoitus	vähimmäispääomasta rajoitus
omien osakkeiden lunastus	sallittu	sallittu	ei mainita	sallittu	ei mainita

Metsä-Serla, Metsäliitto ja Repola: ei muutoksia yhtiöjärjestyksiin 1980.

Lähde: Kaupparekisteri.

Liite 3

Osakeyhtiölakimuutokseen liittyvät uutiset 1970–1980

Julkaisupäivä	Uutisen laatu*	Aihe/otsikko
1969	1**	Ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi
5.2.1970	1	Vähemmistöturva lisääntyy oy-laissa
24.4.1970	0	Konserni vieras lainsäädännössä; uusi oyl selkeyttää konsernilainsäädäntöä
24.4.1970	0	Oy-laki suppea kansainvälisesti
21.10.1970	0	Kirjanpito- ja osakeyhtiölait koordinoitava elinkeinotuloverolain (EVL) kanssa
21.12.1970	1	Osakeyhtiölaki voimaan –75?
29.12.1970	1	Kirjanpitolaki ainoaksi tilinpäätösten säätäjäksi
14.1.1971	0	Tilinpäätössäännökset pois osakeyhtiölaista
7.4.1971	0	Uusi oy-laki tulossa Ruotsissa: Osakepääoma nousee 4-kertaiseksi
1.9.1972	1	Kuolleiden firmojen kummittelu lakkaa
24.1.1974	1	Tilintarkastajille uusi organisaatio; uusi oyl vaatii
2.9.1974	1**	Ehdotus uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi
8.11.1974	1	Tietoja lisää osakeyhtiöstä
29.1.1975	0	Yhden miehen tehoryhmästä huolimatta uusi osakeyhtiölaki siirtyy jatkuvasti
24.10.1975	1	Uusi oy-laki laajentaa tilintarkastuksen tehtäväkenttää
3.3.1976	1	Osakeyhtiölait esillä PN:ssä
21.7.1976	1	Osakeyhtiölaki puoluepunnintaan; laki voimaan aikaisintaan 1978
18.10.1976	0***	Suuri yhtiökarsinta Ruotsissa; uusi laki karsii osakepääomaltaan pieniä yrityksiä
18.2.1977	1	Uusi osakeyhtiölaki eduskuntaan tässä kuussa
22.3.1977	1	Tämän vuosikymmenen tavoite: Oy-lainsäädäntö pohjoismaiselle pohjalle
25.3.1977	1***	Osakeyhtiöt ensin ja sitten muut
29.3.1977	1**	Hallituksen esitys eduskunnalle
1.4.1977	0	Osakeyhtiöt suursiivoukseen; lakiuudistus aiheuttaa suuria muutoksia yhtiöissä
7.6.1977	1	Pääsääntö uuden oy-lain myötä: Toimintakertomuksen paljastettava paljon
15.6.1977	0	Hajasijoituksesta on vain haittoja
12.9.1977	0	Oy-lain uusi kompastuskivi: E-liike ei hyväksy KHT-tilintarkastajia
26.9.1977	1	Uusi vaatimus laskentatoimelle: Konsernienkin tilit vaaditaan julkiseksi
11.10.1977	1***	Uusi oy-laki tuntee myös HTM-tilintarkastajat
19.1.1978	1	Uusi oy-laki poistaa esteet optiokaupasta
2.6.1978	1**	Eduskunnan päätös, 3. käsittely
3.7.1978	0	Oy-laki voimaan vasta 1980
19.9.1978	1***	Oy-laki saa seuraajia; myös muita saman alueen lakeja uudistetaan
22.9.1978	0	Pieniä osakeyhtiöitä ei pian rekisteröidä
29.9.1978	1**	Voimaantulo vahvistettu
29.9.1978	1	Oy-laki haaste kauppakamarille: Tilintarkastajien koulutus kovenee
6.10.1978	0	Kaupparekisteri uhkaa tukkeutua: 50000 osakeyhtiötä uuteen muotoon
12.10.1978	0	Pöytälaatikoissa valmiina satoja osakeyhtiöitä: Uutta oy-lakia kiertetään jo
8.11.1978	1	Pörssi-yhtiöiden vuosikertomukset tutkittu: Avoimuus lisääntynyt

Julkaisupäivä	Uutisen laatu*	Aihe/otsikko
1.12.1978	1	Taloudellinen lainsäädäntö 80 -teemasivut; oyl -uudistusta koskevia uutisia
29.12.1978	0	Uusi oy-laki tuo työläätkonsernitilinpäätökset
27.3.1979	1	Uudessa oy-laissa perätki 167 pykälää
17.10.1979	0	Lainsäädännön muutoksista paineita yritysjohtajille
1.1.1980	1**	Lain voimaantulo
3.1.1980	1	Vuodenvaihde toi nipun uusia lakeja
4.1.1980	1	Loppuvuoden (1979) suurkaupat pörssissä heijastusta uudesta oy-laista
23.1.1980	1	Uusia yhtiöitä ennätysmäärä

* hyvät uutiset=1; huonot uutiset=0

** Lainsäädännön etenemiseen liittyvät käsittelypäivät

*** Lakiuudistukseen epäsuorasti liittyvä uutinen

**BANK OF FINLAND RESEARCH
DISCUSSION PAPERS**

ISSN 0785-3572, print; ISSN 1456-6184, online

- 1/2006 Juha-Pekka Niinimäki – Tuomas Takalo – Klaus Kultti **The role of comparing in financial markets with hidden information.** 2006. 37 p.
ISBN 952-462-256-4, print; ISBN 952-462-257-2, online.
- 2/2006 Pierre Siklos – Martin Bohl **Policy words and policy deeds: the ECB and the euro.** 2006. 44 p. ISBN 952-462-258-0, print; ISBN 952-462-259-9, online.
- 3/2006 Iftekhar Hasan – Cristiano Zazzara **Pricing risky bank loans in the new Basel II environment.** 2006. 46 p. ISBN 952-462-260-2, print;
ISBN 952-462-261-0, online.
- 4/2006 Juha Kilponen – Kai Leitemo **Robustness in monetary policymaking: a case for the Friedman rule.** 2006. 19 p. ISBN 952-462-262-9, print;
ISBN 952-462-263-7, online.
- 5/2006 Juha Kilponen – Antti Ripatti **Labour and product market competition in a small open economy – Simulation results using the DGE model of the Finnish economy.** 2006. 51 p. ISBN 952-462-264-5, print;
ISBN 952-462-265-3, online.
- 6/2006 Mikael Bask **Announcement effects on exchange rate movements: continuity as a selection criterion among the REE.** 2006. 43 p.
ISBN 952-462-270-X, print; ISBN 952-462-271-8, online.
- 7/2006 Mikael Bask **Adaptive learning in an expectational difference equation with several lags: selecting among learnable REE.** 2006. 33 p.
ISBN 952-462-272-6, print; ISBN 952-462-273-4, online.
- 8/2006 Mikael Bask **Exchange rate volatility without the contrivance of fundamentals and the failure of PPP.** 2006. 17 p. ISBN 952-462-274-2,
print; ISBN 952-462-275-0, online.
- 9/2006 Mikael Bask – Tung Liu – Anna Widerberg **The stability of electricity prices: estimation and inference of the Lyapunov exponents.** 2006. 19 p.
ISBN 952-462 276-9, print; ISBN 952-462- 277-7, online.
- 10/2006 Mikael Bask – Jarko Fidrmuc **Fundamentals and technical trading: behavior of exchange rates in the CEECs.** 2006. 20 p.
ISBN 952-462278-5, print; ISBN 952-462-279-3, online.

- 11/2006 Markku Lanne – Timo Vesala **The effect of a transaction tax on exchange rate volatility.** 2006. 20 p. ISBN 952-462-280-7, print; ISBN 952-462-281-5, online.
- 12/2006 Juuso Vanhala **Labour taxation and shock propagation in a New Keynesian model with search frictions.** 2006. 38 p. ISBN 952-462-282-3, print; ISBN 952-462-283-1, online.
- 13/2006 Michal Kempa **Money market volatility – A simulation study.** 2006. 36 p. ISBN 952-462-284-X, print; ISBN 952-462-285-8, online.
- 14/2006 Jan Toporowski **Open market operations: beyond the new consensus.** 2006. 33 p. ISBN 952-462-286-6, print; ISBN 952-462-287-4, online.
- 15/2006 Terhi Jokipii – Brian Lucey **Contagion and interdependence: measuring CEE banking sector co-movements.** 2006. 42 p. ISBN 952-462-288-2, print; ISBN 952-462-289-0, online.
- 16/2006 Elina Rainio **Osakeyhtiölain vaikutukset sijoittajan suojaan ja rahoitusmarkkinoiden kehitykseen.** 2006. 52 p. ISBN 952-462-296-3, print; ISBN 952-462-297-1, online.

Suomen Pankki
Bank of Finland
P.O.Box 160
FI-00101 HELSINKI
Finland



.2343