VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
TALOUSOIKEUDEN LAITOS

Raimo Wiklund

YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYKSISTÄ
eräissä tilintarkastajan erityistehtävissä

Talousoikeuden
lisensiaatintutkimus

Vaasa 2008

Tiivistelmä I

Lyhenteet II-III

Kuvat ja taulukot IV

SISÄLLYS

1 JOHDANTO 1

1.1 Tutkimusaiheesta 1

1.2 Tilintarkastajan näkökulma 3
1.2.1 Näkökulman perusteita 3
1.2.2 Tilintarkastusalan suositukset 6
1.2.3 Dokumentointi 15
1.2.4 Näkökulman täsmentäminen yritysten arvonmäärityksissä 19

1.3 Tutkimustehtävä ja sen rajaaminen 21

1.4 Tutkimuksen rakenne 32

1.5 Uusi osakeyhtiölaki 2006 33

1.6 Skandinavian maiden osakeyhtiölainsäädäntö 34

2 ARVONMÄÄRITYSTÄ KOSKEVISTA LAEISTA JA KÄSITTEISTÄ 37

2.1 Erilaisia arvokäsitteitä 37

2.2 Yrityksen arvokäsitteiden sisällöstä 40
2.2.1 Tavoitteet 40
2.2.2 Yrityksen ”todellinen” arvo 41
2.2.2.1 Markkina-arvo 41
2.2.2.2 Pörssiarvo 43
2.2.2.3 Tilintarkastajan kannanotto 44
2.2.3 Yrityksen teoreettiset arvot 45
2.2.3.1 Substanssiarvo 45
2.2.3.2 Taloudellinen lisäarvomalli (EVA) 46
2.2.3.3 Vertaileva arvonmääritys 49
2.2.3.4 Kassavirtojen nykyarvo 51
2.2.4 Suomalainen kirjanpito ja tilinpäätös (FAS) 51
2.2.5 Tilinpäätös IFRS/IAS -standardien mukaan ja joitakin eroavaisuuksia suomalaiseen (FAS) käytäntöön 53

2.3 Laskentamallin valintaan vaikuttavia kysymyksiä 57
2.3.1 Yrityksen arvo- ja arvonmääritysten perusteista 57
2.3.2 Liiketaloudellisesta arvoperustasta 58
2.3.3 Oikeudellisesta arvoperustasta 62
2.3.4 Laskentamallin valinnan perustelut 66

3 KASSAVIRTAMALLI 68

3.1 Laskelman perusperiaatteita 68

3.2 Vapaa kassavirta 69

3.3 Näkemyksiä laskentamallin vallinnasta eri käyttötarkoituksiin 71

4 TILINTARKASTAJAN KANNANOTTOJA ERÄISSÄ YRITYKSEN ARVOON LIITTYVISSÄ TOIMEKSIANNOISSA 74

4.1 Yrityskauppa 74
4.1.1 Yrityskaupan perustekijöitä 74
4.1.2 Due dilligence yrityskaupoissa 75
4.1.3 Tilintarkastajan arvonmäärityksen tekijöitä 76
4.1.4 DCF- kassavirtamalli 78
4.1.4.1 Nettokassavirrat (C) 79
4.1.4.2 Diskonttaustekijä (K) 81
4.1.4.3 Jäännösarvo (R) 87
4.1.5 Tietokoneohjelma Navita Yritysmalli 88

4.2 Apporttiomaisuuden arvostus merkintähinnan maksuna 90
4.2.1 Apporttiomaisuus osakeyhtiön oman pääoman maksuna 90
4.2.2 OYL:n säännöksiä 91
4.2.3 Mikä voi olla apporttiomaisuutena? 94
4.2.4 Toiminimen muuttaminen osakeyhtiöksi 99
4.2.5 Tilintarkastajan vastuu apporttiomaisuuden arvostuksesta ja arviointityön dokumentoinnista 100

4.3 Yhtiön omaisuuden arvostus taseen mukaisen oman pääoman vajauksessa 108
4.3.1 Joitakin ongelmakohtia 108
4.3.2 Selvitystila 109
4.3.3 Liputusvelvollisuus 110
4.3.4 Yhtiön varojen vähentyminen 111
4.3.5 Tilintarkastajan vastuu laadittavasta tilinpäätöksestä 114
4.3.6 Tasetesti 118
4.3.7 Maksukykyisyystesti 120

4.3.8 Arvostussäännöistä 125

4.4 Henkilöyhtiön muuttaminen osakeyhtiöksi 129
4.4.1 Yritysjärjestelyt henkilöyhtiöissä 129
4.4.2 Muutoksen lain mukaisista perusteista 129
4.4.3 Oman pääoman arvon toteaminen 131

4.5 Hinnan määrittäminen vähemmistöosakkeiden lunastuksissa 137
4.5.1 Välitysmenettely 137
4.5.2 Arvonmäärityksen lain mukaisista perusteista 138
4.5.3 Arvonmääritys joissakin välitystuomioistuinten tuomioissa 144
4.5.2.1 Karair Oy 144
4.5.2.2 Hakaniemen Lääkäriasema 147
4.5.2.3 Kauppakaari Oyj 148
4.5.2.4 Sonera Oyj 149
4.5.2.5 Rovakairan Tuotanto Oy 151
4.5.2.6 Laihian Sähkö Oy 154
4.5.4 Kokoavia näkemyksiä välimiesoikeuden päätöksistä 162

5 YHTEENVETO 164

6 LÄHDEKIRJALLISUUTTA 169

7 LIITTEET 193

VAASAN YLIOPISTO

Kauppatieteellinen tiedekunta

Tekijä: Raimo Wiklund

Tutkielman nimi: Yrityksen arvonmäärityksistä eräissä tilintarkastajan erityistehtävissä

Ohjaaja: Professori Asko Lehtonen

Tutkinto: Kauppatieteiden lisensiaatti

Laitos: Talousoikeuden laitos

Oppiaine: Talousoikeus

Valmistumisvuosi: 2008 Sivumäärä: 192 (+liite, 6 sivua)

TIIVISTELMÄ

Tutkimuksessa käsiteltiin yrityksen arvonmäärityksiä, jotka koskivat osakeyhtiön apporttia, oman pääoman riittävyyttä, henkilöyhtiön muuttamista osakeyhtiöksi ja vähemmistön osakkeiden pakkolunastusta sekä yrityskauppaa. Keskeisenä tavoitteena oli talousoikeutta ja liiketaloutta, mutta etenkin tilintarkastajaa koskevien lakien, muiden määräysten, ohjeiden ja suositusten sekä käytännön tilintarkastajan kokemuksen perusteella selittää tilintarkastajan yrityksen arvoa koskevia arvostusperusteita ja kannanottoja.

Tilintarkastajan näkökulma on viime kädessä kunkin tilintarkastajan *henkilökohtainen tulkinta* siitä, mikä on toimeksiannon mukainen yrityksen *oikea hinta*. Koska tilintarkastuslaissa on jo vaatimuksena ja alan suosituksissa edellytetään, että tilintarkastaja on kaikessa työssään riippumaton, rehellinen, objektiivinen ja noudattaa hyvää tilintarkastustapaa, on hänen subjektiivisella tulkinnallaan tiettyä painoarvoa. Objektiivisuudella tarkoitetaan tilintarkastuksen suosituksissa, että toiminta on puolueetonta ja tasapuolista, joka on riippumaton intressiristiriidoista. Yrityksen tai sen osan ”todellinen” arvo on alan kirjallisuudessa jo todettu fiktiiviseksi arvoksi. *Markkina-arvo* osoitetaan pörssikurssien mukaan, jolloin myös silloin olisi parempi puhua yrityksen *markkinahinnasta*.

Koko yrityksen ”oikea hinta” perustuu sekä historiatietoihin että tulevan ajan odotuksiin. Tällaiset arvonmääritykset katsotaan yleensä liittyvän investointipäätösten tapaisiin laskelmiin. *Vapaan kassavirran nykyarvoihin* perustuvat tuottoarvolaskelmat osoittavat liiketaloustieteellisen kirjallisuuden mukaan parhaiten oikeita hintoja. Näihin eivät vaikuta paljoakaan tilinpäätösperusteiset ratkaisut. Koska oikean ajankohdan eri kohteiden oikea hinta ei aina salli tilintarkastajan kannanotoissa realisoimattomia arvoja, tulevat käyttöön muut menetelmät, etenkin *substanssiarvo*. Yrityskauppoihin ja vähemmistöosakkeiden pakkolunastustilanteisiin soveltuvat parhaiten kassavirtojen nykyarvolaskelmat ja muut arvolaskelmat, oman pääoman arvojen tietyn ajankohdan hintoihin.

AVAINSANAT: tuottoarvo, substanssiarvo, vapaa kassavirta, hyvä tilintarkastustapa

LYHENTEET II

AAL = Lov om almenaksjeselskaper (nr 45/1997), Norja
ABF = Aktiebolagsförordningen (559/2005), Ruotsi
ABL = Aktiebolagslagen (551/2005), Ruotsi
AICPA = American Institute of Cerfied Public Accountants, USA http://www.aicpa.org
Aktieselskabslov = Aktieselskabsloven, anpartsselskabsloven m.fl. (muutos 1.7.2004), Tanska
AKYL = Laki avoimista yhtiöistä ja kommandiittiyhtiöistä (389/1988)
AL = Lov om aksjeselskaper (nr 44 23.6.1997), Norja
AML = Arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
AsOYL = Asunto-osakeyhtiölaki (809/1991)
BFL = Bokföringslagen (1078:1999), Ruotsi
CAPM = Capital Assets Pricing Model
CGR = Av Centrahandelskammaren auktoriserad revisor, Suomi
DCF = Discounted Cash Flow
DD = Due Dilligence
EBIT = Earnings Before Interest and Taxes (liikevoitto)
EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Appropriations (käyttökate)
EMV = Energiamarkkinavirasto
EOYL = Edellinen osakeyhtiölaki (734/1978)
EU = Euroopan Unioni
EVA = Economic Value Added (Lisäarvomalli)
EVL = Laki elinkeinotulon verottamisesta (360/1968)
EY = Euroopan Yhteisö (EC = European Community)
ETY = Euroopan Talousyhteisö (EEC = European Economic Community)
FAR = Föreningen Auktoriserade Revisorer, Ruotsi
FAS = Finnish Accounting Standard
FCF = Free Cash Flow
FSR = Foereningen af Statsautoriserede Revisorer, Tanska
GRM = Av den lokala handelskammaren godkänd revisor (Godkänd räkenskapsman), Suomi
HE = Hallituksen esitys
HTM = Paikallisen kauppakamarin hyväksymä tilintarkastaja (hyväksytty tilimies)
IAASB = International Auditing and Assurance Standards Board
IAPS = International Auditing Practice Statements
IAS = International Accounting Standard
ISAE = International Standard on Assurance Engagement
IASB = International Accounting Standard Board; http://www.iasb.org
IFAC = International Federation of Accountants; http://www.ifac.org
IFRS = International Financial Reporting Standard
ISA = International Standards on Auditing
ISQC = International Standards on Quality Control
ISRE = International Standard on Review Engagements
ISRS = International Standard on Related Services
IPO = Initial Public Offering
KHO = Korkein hallinto-oikeus
KHT = Keskuskauppakamarin auktorisoima tilintarkastaja
KILA = Kirjanpitolautakunta
KKO = Korkein oikeus
KL = Konkurssilaki (120/2004)

KM	= Komitean, toimikunnan mietintö
KPA	= Kirjanpitoasetus (1339/1997)
KPL	= Kirjanpitolaki (1336/1997)
KVL	= Keskusverolautakunta
LO	= Lääninoikeus
MBO	= Management byout (yritysjohdon osto)
MVA	= Market Value Added
NRRF	= Norges Registrerte Revisors Forening, Norja
NSRF	= Norges Statsautoriserte Revisors Forening, Norja
OYL	= Osakeyhtiölaki (624/2006)
OYLvpL	= Osakeyhtiölain voimaanpanosta annettu laki (625/2006)
P/E	= Price / Earning (osakkeen hinta /tulos per osake)
PerVL	= Perintö- ja lahjaverolaki (378/1940)
Rata	= Rahoitustarkastus
Revisionslag	= Revisionslag (1079/1999), Ruotsi
Revisorslag	= Revisorslag (883/2001), Ruotsi
Revisorloven	= Lov om revisjon og revisorer (15.1.1999 nr 2), Norja
RL	= Rikoslaki (39/1889)
RN	= Revisorsnämnden, Ruotsi
RNFS	= Revisorsnämndens föreskrifter, Ruotsi
RP	= Regeringens proposition, Ruotsi
SE	= Eurooppayhtiö
SEA	= EU:n neuvoston asetus (742/2004)
SEL	= Eurooppa-yhtiölaki (742/2004)
SIC	= Standing Interpretations Committee; http://www.sec.gov
S-O -Act	= Sarbanes - Oxley -Act, USA
SOU	= Statens offentliga utredningar, Ruotsi
SVM	= Shareholder Value Management
SVOP	= Sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto
SWOT	**=** Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
TILA	= Tilintarkastuslautakunta (Keskuskauppakamari)
TIVA	= Tilintarkastusvaliokunta (kauppakamarit)
TTL	= Edellinen tilintarkastuslaki (936/1994)
UK	= Ulosottokaari (705/2007: tulee voimaan 1.1.2008)
UL	= Ulosottolaki (37/1895)
UTTL	**=** Uusi tilintarkastuslaki (459/2007)
WACC	= Weighted Average Cost of Capital
VahL	= Vahingonkorvauslaki (412/1974)
VALA	**=** Valtion tilintarkastuslautakunta
VML	= Laki välimiesmenettelystä (967/1992)
VVL	= Varallisuusverolaki (1537/1992)
YSL	= Laki yrityksen saneerauksesta (47/1993)
ÅRL	= Lag om årsredovisning (1554/1995), Ruotsi

KUVAT JA TAULUKOT

Kuva	Sivu no	Nimi
1	8	Eräitä hyvän tilintarkastustavan mukaisia IFAC:n tilintarkastusstandardeja ja suosituksia
2	50	Kahden kuvitteellisen yrityksen markkina-arvo, markkinalisäarvot ja EVAT
3	61	Arvoteoria-, arvostamisteoria- ja arvostamismetoditasot
4	62	Reaali- ja rahaprosessin kuvaus kirjanpidon meno-tulo -teorian mukaan
5	72	Yrityksen raha- ja reaaliprosessin yhteys analyysimuotoihin
6	81	Yrityksen arvon määrittämisen päävaiheet
7	83	DCF-malli
8	86	Portfolion riskin muutos arvopapereiden määrän funktiona
9	89	Tilinpäätösperusteisen riskin keskeiset osat
10	90	Arvopaperin odotetun tuoton vaihtelu suhteessa systemaattiseen riskiin (arvopaperimarkkinasuora)
11	115	Osakeyhtiölain oman pääoman vaatimia toimenpiteitä
12	127	Yrityksen rahoituskriisin ennustaminen

Taulukko	Sivu no	Nimi
1	53	Tärkeimmät yksittäiset tunnusluvut ja niiden laskeminen
2	72	Eri virtalaskelmien periaatteet
3	74	Vapaan kassavirran laskelma (operating flow)
4	74	Käyttöpääoman muutoslaskelma
5	75	Esimerkkejä vapaan kassavirran erilaisista laskelmista
6	76	Tilintarkastajan hinta-arviossa yrityksen tai yrityksen osan hinnoittelussa käytetyn menetelmän sopivuudesta luotettavuuden mukaan arvioituna
7	91	Helsingin Pörssin kaupan ja teollisuuden liikeriskit (suhteutettu beeta-arvojen muotoon)
8	93	Navita yritysmallin vapaa kassavirta
9	93	Yritysarvo
10	94	Oman pääoman arvo
11	111	Apportin tilintarkastajan hinta-arvio suhteessa kohteen arvioituun käypään hintaan
12	124	Tasetesti
13	133	Esimerkki selvitystilalaskelman korjauserästä (EOYL 13:2)
14	141	Oikaistu oma pääoma
15	141	Kommandiittiyhtiön oma pääoma
16	142	Oma pääoma osakeyhtiöksi muutoksen tultua rekisteröityä
17	152	Välimiesoikeuden tuomioraportin substanssilaskelma (Karair Oy)
18	161	Laihian Sähkö Oy:n hinta-arvio
19	166	Diskonttokoron määrä (Laihian Sähkö Oy)
20	166	Ennustejakson vapaiden kassavirtojen nykyarvo (Laihian Sähkö Oy)
21	169	Arvostusmenetelmät välimiesoikeuksien päätösten mukaan

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimusaiheesta

Yrityksen arvon määrittämistä tarvitaan monissa tilanteissa. Tällaisia tilanteita ovat *yritysjärjestelyt* tai niihin liittyvät toimenpiteet, kuten yrityskaupat, MBO -kaupat, pääomien hankinnat tai sijoitukset, luottojen myöntämiset, arvopaperipörssiin listautumiset, tytär- ja osakkuusyritysten tilinpäätöksiin perustuvat arvioinnit, yrityksen johtamiseen liittyvät tuloksen mittaamiset, omien osakkeiden ostot tai lunastukset, yritysmuodon muutokset, pääomatulon perustan vahvistukset, fuusiot, jakautumiset, liiketoimintasiirrot, osakevaihdot, sukupolvenvaihdokset ja perinnönjaot, maksukyvyn selvittämiset, ulosmittaukset, yrityssaneeraukset ja konkurssit.[1]

Koska sekä tavoitteita ja tilanteita että myös toteuttamistapoja on useita, voidaan karkeasti luokitella *syitä* erilaiseen arvostukseen, esimerkiksi

- *valittu näkökulma* (yrityksen myyjän tai ostajan näkökulma),
- *valitut tavoitemittarit* (johtamisen tuloksekkuus tai listautumiset pörssiin),
- *vaadittu laskentaperiaate* (sukupolvenvaihdoksen verohuojennusten perusta) tai
- *vaadittu toimenpiteen toteutus* (sulautuminen ja jakautuminen kirjanpitoarvoihin vaikka omistusosuuksien laskeminen tapahtuisi niin sanottujen käypien arvojen mukaan).

Olennaista on, ettei yksiselitteisesti ja täsmällisesti voida laskea yrityksen arvoa. Edellä on luettelomaisesti esitetty listaa tilanteista, joissa saman yrityksen arvo saattaa vaihdella tavoitteesta, tekijästä, tilanteesta tai toteuttamisesta riippuen.

[1] Järvenoja 2007, Sixten Nyman 1986, 190 - 203, Palvi 1986, 204 - 218 ja Blummé 1986, 219 - 231 sekä Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 15 - 16. Katso myös Immonen & Lindgren (2006) ja Manninen 2001, 187 - 224 sekä HE 109/2005 vp, 27 -29. Immonen & Lindgren 2006, 209 - 265 ovat käsitelleet yritysjärjestelyitä ja toimenpidesarjoja (s. 267 -292) osana sukupolven valmistautumista sukupolvenvaihdoksessa ja sen toteuttamista.

Yrityksen arvostusta ja arvoa käsittelevää kirjallisuutta on runsaasti. Sekä liiketaloustieteellisiä että oikeustieteellisiä väitöskirjoja ja muita tutkimuksia, julkaisuja ja artikkeleitä on julkaistu Suomessa useita.[2] Tilintarkastuksen alan väitöskirjoja on tehty Suomessa muutamia.[3] Yrityksen arvoa käsitteleviä väitöskirjoja on tehty useita, joista kolme on julkaistu Suomessa.[4] Tilintarkastajan kannalta yrityksen arvostusta niissä ei kuitenkaan ole käsitelty, vaikka aiheet sinänsä ovat alan keskeistä tietoa. Tältä osin tämä tutkimus pyrki kokoamaan ja systematisoimaan tietoa, mutta myös esittämään ajatuksia tilintarkastajan konkreettista työtä ajatellen.

Tutkimustyön kannalta oli myös oleellista, ettei siitä tulisi pelkästään käytännönläheinen selostus tilintarkastajan työtavoista ja kannanotoista. Tavoitteeksi asetettiin sen tähden, että tutkimus täyttäisi talousoikeuden lisensiaattityölle asetettavat tiedolliset ja menetelmälliset vaatimukset.[5] Koska tilintarkastuksessa on kyse laaja-alaisesta työkentästä, missä yrityksen taloushallinto (varsinkin kirjanpito ja tilinpäätös, muu laskentatoimi ja tilintarkastus), lainsäädäntö (etenkin tilintarkastuslaki, kirjanpitolaki sekä eri yhteisö- ja verolait) ja lukuisat määräykset (esimerkiksi Rahoitustarkastuksen antamat) ja ohjeistukset (esimerkiksi KHT-yhdistyksen antamat) muodostavat pelisäännöt, työ merkitsi talousoikeuden[6] ja liiketalouden aloja

---

[2] Suomalaisia oikeustieteellisiä väitöskirjoja, joissa käsitelty tai sivuttu tämän tutkimuksen aihetta, ovat esimerkiksi *Pauli K Mattila* ”Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa erityisesti silmällä pitäen kiinteää omaisuutta ja yritysvarallisuutta” 1984, *Tuula Linna* ”Ulosottorealisoinnista de lege ferenda” 1987, *Seppo Penttilä* ”Osakkeen arvo verotuksessa. Tutkimus arvostamisongelmasta tulo- ja varallisuusverotuksessa erityisesti osakkeen arvoa silmällä pitäen” 1991, *Raimo Immonen* ”Fuusion verokohtelu” 1992, Matti J. Sillanpää ”Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus” 1994, *Maria Rehbinder*, ”Personbolag i beskattningen. Inkomstbeskattningen av öppna bolag och kommanditbolag i spänningsfältet mellan beskattningen av enskilda näringsidkare och aktiebolag” 1995”, *Seppo Villa*, ”Pääomalaina”1997, Timo Kaisanlahti ”Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä” 1999, *Mikko Sarja* ”Tilintarkastajan riippumattomuus” 1999, *Juha Lindgren* ”Osakeyhtiön sukupolvenvaihdoksen verotus” 2001, *Ingalill Aspholm* ”Rättsekonomisk analys av revisors skadeståndsansvar i Norden” *2002*, Hannele Ranta-Lassila ”Konsernit ja verotuksen neutraalisuus” 2002, *Vesa Annola* ”Informaatio, sisäpiiri, markkinat” 2005 ja *Juhani Henttula* ”Varallisuuden arvostamisperusteesta perintöverotuksessa” 2005.
Liiketaloustieteellisiä tutkimusaiheeseen liittyviä väitöskirja ovat esimerkiksi *Teija Laitinen* ”The information content of alternative income concepts in predicting corporate failure” 1993, Timo Rothovius ”Empirical Evidence on Earnings and Analysts´ Earnings Forecasts” 2003 ja *Hannu Ojala* ”Essays on the value of goodwill accounting” 2007.

[3] Esimerkiksi *Johan-Erik Fant* ”Revisorns roll. En komparativ studie av revisorers, företagsledares och aktieägares attityder till extern revision i Finland och Sverige” 1994, *Hannu E Koskinen* ”Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus” 1999, *Maj-Lis Saarikivi (nykyinen Steiner)* ”Tilintarkastajan riippumattomuus” 1999 ja *Lasse Niemi* ”Essays on audit pricing” 2003. Huomattavasti vanhempi väitöskirja on *Reginald Jägerhornin* ”Informationsvärdet hos finländska aktiebolags revisionsberättelser” vuodelta 1965.

[4] *Kalervo Virtanen* “Yritysoston suunnittelu prosessina” 1979, *Markku Koskela* ”Osakkeen kassaperusteinen arvonmääritys” 1984 ja *Arto Suvas* ”Essays on valuation of the firm” vuodelta 1994. Esimerkiksi Ruotsissa on *Per Olssonin* väitöskirja “Studies in Company Valuation” vuodelta 1998. Sekä Koskela ja Suvas että Olsson ovat käsitelleet asiaa sekä teorian kannalta että sovelluksina. Suvas Modigliani Millerin malleja käyttäen, Olsson taas käyttäen muita malleja, joista esimerkiksi yksi on vapaa kassavirta. Koskelan väitöskirja keskittyi aiheensa mukaisesti rahavirtamalliin, kuten myös Virtanen.

[5] *Juha Tolonen* (2005, 237 - 252) on käsitellyt talouden oikeustiedettä (oikeustaloustiede, Law and Economics) kuten myös *Wikström* 1994 (talousoikeus) ja *Hannu Tolonen* 2003, 164 - 166 sekä *Lehtonen* 2005a, 105 - 107. *Sillanpää* (1994, 25 - 32) kirjoittaa talouspainotteisesta oikeustieteestä (Law and Economics).

[6] Annola 2003, 30 - 40.

koskeva laajahkoa tutkimusta.

Tilintarkastajan [7] tulee eri lainsäännösten, viranomaisten päätösten tai tehtyjen toimeksiantosopimusten mukaan, määritellä yrityksen arvoja. Edellinen osakeyhtiölaki[8] käytti vielä auktorisoidusta tilintarkastajasta nimikettä *hyväksytty tilintarkastaja*. Uusi tilintarkastuslaki[9] puhuu pelkästään *tilintarkastajasta*, jolloin tarkoitetaan *auktorisoitua tilintarkastajaa.*

1.2 Tilintarkastajan näkökulma

1.2.1 Näkökulman perusteita

EU:ssa hyväksytty perussopimus ja direktiivi määrittelevät periaatteet, jotka jäsenvaltioiden on tullut sisällyttää kansallisen lainsäädäntöön. Direktiivi koskee lakisääteisten tilintarkastusten suorittamisesta vastuussa olevien tilintarkastajien hyväksymistä.[10] Direktiivissä ohjeistetaan tilinpäätösten lakisääteistä tarkastusta. Kansalliseen lainsäädäntöön sisällytettävät periaatteet on toteutettu Suomessa.[11] Näin on tehty Suomessa jo 1.1.1995 voimaan astuneessa tilintarkastuslaissa.[12] Eduskunta on 6.2.2007 hyväksynyt EU:n direktiivin[13] mukaisen uuden tilintarkastuslain, joka laki tuli voimaan 1.7.2007.[14]

---

[7] Auktorisoitu tilintarkastaja on joko Keskuskauppakamarin auktorisoima *KHT-tilintarkastaja* tai *KHT-tilintarkastusyhteisö* tai kauppakamarin hyväksymä *HTM-tilintarkastaja* tai *HTM-tilintarkastusyhteisö* (UTTL § 2). Maallikkotilintarkastajan on mahdollista ainakin toistaiseksi valita Suomessa esimerkiksi asunto-osakeyhtiöihin ja yhdistyksiin. Uuden tilintarkastuslain (UTTL 459 / 2007) mukaan (HE 194/2006 vp, 17), maallikkotarkastajaa ei enää voisi valita siirtymäajan 2011 jälkeen kuin yhdistyksiin ja alle 30 asunnon asunto-osakeyhtiöihin. Aikaisemmin käytössä ollut *hyväksytty tilintarkastaja* -nimike muuttui 1.7.2007 pelkästään tilintarkastajaksi ja sillä tarkoitetaan ammattitilintarkastajaa. Ruotsin auktorisoidut tilintarkastajat ovat *auktoriserad revisor* (Suomessa KHT) ja *godkänd revisor* (Suomessa HTM). Tanskassa vastaavat ovat *statsautoriserede revisor* ja *registrede revisor* sekä Norjassa *statsautoriserte revisor* ja *registrerte revisor*.

[8] OYL 624/2006.

[9] UTTL 459/2007).

[10] Alun perin annettiin suositus tilinpäätöksestä ja tilintarkastuksesta EY:n kahdeksas yhtiöoikeudellinen direktiivi ja 8.4.1984 perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohta (84/253/ETY) ja tilinpäätösdirektiivit (78/660/ETY ja 83/843/ETY). Tilintarkastusdirektiivi ja tilinpäätösdirektiivit kumottiin uudella direktiivillä 17.5.2006 (43/06/EY). Uusi tilintarkastusdirektiivi on saatettava voimaan jäsenvaltioissa 29.6.2008 mennessä. Suomessa annettiin hallituksen esitys (HE 194/2006) uudeksi tilintarkastuslaiksi, joka perustuu myös tilintarkastustyöryhmän raporttiin (12/2003). Uusi tilintarkastuslaki oli tarkoitus astua voimaan 1.1.2007, mutta voimaantulo siirtyi 1.7.2007 saakka. Talousvaliokuntakäsittelyssä (TaVM 33/06 vp) tuli joitakin muutoksia hallituksen esitykseen. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (IAS-asetus, 1606/2002/EY) koski kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta, joka on otettu huomioon kirjanpitolain muutoksena 30.12.2004 (1304/2004). Katso myös HE 194/2006, 10 - 17, joka koskee UTTL 459/2007.

[11] Komission vuonna 1996 julkistama ”vihreä kirja” käsittelee lakisääteisen tilintarkastajan tehtävästä, asemasta ja vastuusta EU:ssa.

[12] TTL 28.10.1994/936.

[13] 06/43/EY

[14] UTTL 459/2007. Katso Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 19 - 25. Uuden tilintarkastuslain sisältö on hyvin monessa asiassa sama kuin edellisessä laissa. Kirjoittajat toteavat tästä, että uuden lain 57 pykälästä ainakin 40 vastaa - enemmän tai vähemmän muuttuneessa muodossa - kumotun tilintarkastuslain säännöksiä (viitattu teos sivu 19).
Ruotsin Revisorslag (883/2001) on ollut voimassa 1.1.2002 lähtien. Tilintarkastuslaissa on Suomen tavoin säännöksiä, jotka koskevat tilintarkastajaa henkilönä, kuten tilintarkastajaksi hyväksymisestä, tilintarkastajalautakunnasta (revisorsnämnden), tilintarkastajan rekisteröinnistä, riippumattomuudesta, dokumentoinnista, salassapitovelvollisuudesta, tiedonantovelvollisuudesta ja kurinpitotoimista. Tilintarkastaja ei saa harjoittaa muuta toimintaa kuin tilintarkastusta. *Revisionslag* (1079/1999) säätelee yleisellä tasolla tilintarkastusvelvollisuudesta, tilintarkastuksen sisällöstä, tilintarkastajan yleisestä kelpoisuudesta ja

Lain esitöissä todetaan käytännön tilintarkastustyön ja ohjeistuksen kansainvälistyneen.[15] Laadunvarmistuksen suositus tuli EU:n komissiolta 15.11.2000.[16] Tätä oli jo tietyltä osin toteutettu muutaman vuoden ajan Suomessa. Komissio antoi lisäksi 16.5.2002 suosituksen tilintarkastajan riippumattomuusvaatimuksista,[17] joita niin ikään on täsmennetty vuoden 2007 tilintarkastuslaissa. EU:n uusi tilintarkastusdirektiivi annettiin vuonna 2006.[18] Tilintarkastuslaissa[19] säädetty *lakisääteinen tilintarkastus* käsittää UTTL 11 §:n mukaan yhteisön tai säätiön tilikauden *kirjanpidon ja tilinpäätöksen, toimintakertomuksen sekä hallinnon* tarkastuksen. Tästä tarkastustyöstään valittu varsinaisen tilintarkastajan on UTTL 15 §:n mukaan annettava tilikauden päätyttyä *tilintarkastuskertomus.* Lakisääteistä tilintarkastusta voidaan suppeasti tulkiten ymmärtää yrityksen varsinaiseksi tilintarkastukseksi ja tilintarkastajan muu toiminta joksikin muuksi toiminnaksi. Muu toiminta voi olla taloushallinnon ja verotuksen neuvonantoa, selvitysten tekoa ja eri lakien mukaisia lausuntojen antoa tai muuta sen tapaista. Tässä muussa toiminnassa ei tilintarkastaja kuitenkaan saa ryhtyä johtamaan yritystä tai osallistumaan päätöksentekoon.[20]

Varsinaisen tilintarkastuksen lisäksi osakeyhtiöissä ja asunto-osakeyhtiöissä säädetään *erityistarkastuksista*. Osakkeenomistaja voi OYL 7:7 §:n ja AsOYL 68 §:n mukaan vaatia erityistarkastuksen toimittamista yhtiön hallinnosta ja kirjanpidos-

---

esteellisyydestä. Tätä lakia sovelletaan vain niihin yhteisöihin, jotka ovat kirjanpitolain (Bokföringslag 1078/1999) mukaan velvollisia laatimaan tilinpäätöksen (årsredovisning) ja joiden tilintarkastusta ei ole säännelty muualla lainsäädännössä. Ruotsin osakeyhtiölaissa (Aktiebolagslag 551/2005) on tilintarkastusta koskevia säännöksiä, jotka edellyttävät, että osakeyhtiön tilintarkastajana on joko *auktoriserad revisor* tai *godkänd revisor.* Maallikkotarkastajaa (lekmannarevisor) voi lain mukaan suorittaa yleistä tarkastusta (allmän granskning).
Tanskan Lov om statsautoriserede og registrede revisorer (302/2002) sääntelee auktorisoitujen tilintarkastajien toimintaa. Laissa on säännöksiä tilintarkastajan laadun valvonnasta, riippumattomuudesta, valvonnasta, kurinpidosta, rangaistuksista, palkkioista ja tilintarkastustoiminnan käsitteestä. Kaikki elinkeinotoimintaa harjoittavat ovat kirjanpitovelvollisia.
Norjan Lov om revisjon og revisorer (revisjonsloven 1999 nr 2) sisältää vastaavia säännöksiä ja säännös esimerkiksi tilintarkastajarekisteristä (revisorsregister, kap.11) ja tilintarkastuslautakunnasta (revisorsnemd kap.12) sekä tilintarkastajaa kohdistuvista valitusoikeuksista (klager på revisor kap.13).

[15] HE 194/2006 vp, 8. Hallituksen esityksessä uudeksi tilintarkastuslaiksi viitataan KHT-yhdistyksen ”Tilintarkastusalan suositukset 2005 -teokseen, joka noudattaa kansainvälisen tilintarkastajaliiton IFAC:n laatimien ISA -standardien mukaisiksi.

[16] 01/256/EY

[17] 02/590/EY. Edellisessä tilintarkastuslaissa § 17.

[18] 06/43/EY, direktiivi tilinpäätösten ja konsolidoitujen tilinpäätösten lakisääteisestä tilintarkastuksesta. Samassa yhteydessä muutettiin tilinpäätösdirektiivejä 78/660/ETY ja 83/349/ETY ja kumottiin vanha tilintarkastusdirektiivi 84/253/ETY. Uusi tilintarkastusdirektiivi on tullut velvoittavaksi 29.6.2006 ja jäsenvaltioilla on 24 kuukautta aikaa panna direktiivin velvoitteet täytäntöön. Katso Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 19.

[19] UTTL 459 / 2007. Ennen 1.7.2007 voimassa olleessa laissa (TTL 936/94, 25 §) ei toimintakertomusta mainittu erikseen. Katso myös Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007b, 26 - 27.

[20] Ruotsissa painotetaan niin ikään tilintarkastajan neuvoa antavaa roolia. ”Revision och konsultation hänger organiskt samman.” (Johansson & Nyström & Rydström 1987, 80). Tekijät ovat lainanneet tilintarkastusyhdistys FAR:ia, kun he toteavat, ettei tilintarkatukseen liittyvää yleistä luottamusta saa häilyttää (rubbas) jos tilintarkastaja esiintyy neuvonantajana.

ta.[21] Erityinen tarkastus ei ole tarkasti ottaen tilintarkastusta, vaan se on muuta tarkastustyötä.[22] Tilintarkastajan muun toiminnan kenttä on siten laaja.

Tilintarkastustehtävät voidaan jakaa kolmeen ryhmään, jotka ovat

a. lakisääteinen tilintarkastus (UTTL 1:1 § kohta 1),

b. tilintarkastajan lakisääteiset tehtävät sekä viranomaiselle ja tuomioistuimelle antamat kirjalliset lausunnot (UTTL 1:1§ kohta 1 ja 2)ja

c. sopimusperusteiset tehtävät (UTTL 1:1§ kohta 2).[23]

Tilintarkastajan tehtävien jakaminen UTTL 1:1 § 1 ja 2 -kohdan kesken on yksi tilintarkastuslain vaativimpia ja tilintarkastajan vastuun kannalta kriittisimpiä valintoja. Jos toimeksianto sijoittuu UTTL 1:1 § 1 -kohtaan, tilintarkastajan on sovellettava muun muassa tiukkoja riippumattomuusvaatimuksia ja hänen rikos- ja vahingonkorvausvastuunsa ovat olennaisesti tiukempia.

Muu tilintarkastustyö perustuu kuitenkin samaan normistoon ja ohjeistukseen kuin lakisääteinen tilintarkastus. Tilintarkastaja joutuu useimmiten eri lakien ja viranomaisten määräyksestä sekä asiakkaittensa pyynnöstä tekemään erilaisia selvityksiä ja tutkimuksia ja antamaan niistä erilaisia lausuntoja ja raportteja.[24] Laajasti ottaen tilintarkastuksen voisi katsoa koostuvan kaikesta siitä työstä, mitä tilintarkastaja tekee, jotta hän voisi antaa tarvittavat raporttinsa. Tämän tulkinnan mukaan kaikki se työ, mitä tilintarkastaja tekee, tulee tehdä samoja periaatteita soveltaen.[25] Siten myös kaikissa tässä tutkimuksessa käsitellyissä tehtävissä tilintarkastajan tulee soveltuvin osin noudattaa samoja periaatteita kuin perinteisessä, lakisääteisessä tilintarkastuksessa.[26]

---

[21] Tilintarkastuslaki on väistyvä yleislaki. Esimerkiksi luottolaitostoimintaa koskevan lakimääräyksen (160/93) § 44 mukaan Rahoitustarkastus on määräävä viranomainen, vakuutusyhtiöissä vakuutusyhtiölain (1062/79) 9:6 §:n mukaan sosiaali- ja terveysministeriö, joten näiden viranomaisten antamia ohjeistuksia on noudatettava.

[22] Horsmanheimo & Steiner 2002, 23. Erilaisesta tilintarkastustyöstä voidaan puhua esimerkiksi valvonta-, numero-, kohde- ja vuositilintarkastuksesta. Tällöin on kyse varsinaisen tilintarkastajan työkentästä, jota on enemmän tai vähemmän tarkennettu tai jaettu useamman valitun tilintarkastajan kesken. Katso myös EOYL 10:14 §:n mukaan Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio 2002, 826 - 835 ja OYL:n 7:7 §:n mukaan Mähönen & Villa 2006c, 69, 84, 205, 273 - 275, 340. OYL:n 7:7§:n 1 momentin mukaan vain lääninhallitus voi määrätä erityistarkastuksen.

[23] Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 26 - 36.

[24] Tavanomaiset lausunnot löytyvät esimerkiksi osakeyhtiölaista, pienyhtiölaista ja eri verolaeista, joita käsitellään tarkemmin jäljempänä. OYL:n tyypillisistä tehtävistä, katso esimerkiksi Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 28 - 29. Viranomaisten määräyksiä ovat mm. Kehitysaluerahaston vaatimat lausunnot esimerkiksi koskien pääomalainoja ja Liikenneministeriön vaatimat lausunnot koskien liikennelupia.

[25] Horsmanheimo & Steiner 2002, 21 - 23. *Hyvä tilintarkastustapa* ja ennen kaikkea *hyvä tilintarkastajatapa* vaatii kaikkialla, eli myös tilintarkastajan yksityiselämässä, etiikan ja moraalin ”hyvien tapojen” noudattamista (Heikkonen 1982, 51 -63).

[26] HE 295/1993 (17 ja 44) perusteluissa todetaan tilintarkastuksen riippumattomuudesta ja esteellisyydestä, ettei säännöksiä sovellettaisi tilintarkastajan kaikkeen muuhun toimintaan, joka ei kansainvälisen käytännön ja hyvän tilintarkastustavan määritysten mukaan ole käytännössä tulkittu näin. Tätä tulkintaa ei käytännössä ole noudatettu.

Tilintarkastajan on UTTL 22 §:n mukaan noudatettava *hyvää tilintarkastustapaa* niin varsinaisessa tilintarkastustyössään kuin kaikessa muussa toiminnoissaan. Hyvää tilintarkastustapaa voidaan määritellä *tapana, jota huolellinen ammattihenkilö yleisesti kulloinkin noudattaa.*[27] Kun tilintarkastaja esimerkiksi antaa todistuksia ja lausuntoja yrityssaneerauksesta, listalleotto- ja tarjousesitteestä, apportista ja jälkiapportista, sulautumissuunnitelmasta, jakautumissuunnitelmasta, osakeyhtiön pääoman vajauksesta tai avoimen yhtiön tai kommandiittiyhtiön osakeyhtiöksi muuttamisesta, se on tapahduttava hyvän tilintarkastustavan mukaisesti.

Tärkein syy hyvän tilintarkastustavan korostamiseen on se, että lainsäädännössä ei voida mennä yksityiskohtaiseen normitukseen koko ajan muuttuvassa toiminnossa, jossa ammattitaito syntyy huolellisten ammattilaisten keskuudessa. Tilintarkastusammattilaiset itse kehittävät menetelmiä tavoitteen saavuttamiseksi. Hyvä tilintarkastustapa sisältää

- periaatteita (objektiivisuus, rehellisyys, huolellisuus ym.) ja
- keinoja (työmenetelmiä, joita huolelliset ammattihenkilöt yleisesti käyttävät ja soveltamiskäytäntöä, jonka he ovat omaksuneet).[28]

Yrityksen eri arvostustilanteissa on mahdollista, että arvostuskohteena olevat yrityksen omistajat ja johto pyytävät omalta tilintarkastajaltaan arviota. Hyvä tilintarkastustapa edellyttää, että raportista tai lausunnosta tai muusta dokumentoinnista selvästi ilmenee, että kyseessä on yrityksen omasta tilintarkastajasta. Lisäksi tulisi yleensä ilmetä, mitä on tehty ja mihin kannanotot perustuvat.

1.2.2 Tilintarkastusalan suositukset

KHT-yhdistyksen tilintarkastussuositusten[29] mukaan todetaan, että 1.7.2007 voimaan astuneen tilintarkastuslakiin sisältyy edelleen vaatimus *hyvän tilintarkastustavan* noudattamisesta. *EU:n tilintarkastusdirektiivin* implementoinnin myötä la-

[27] HE 295/1993, 29, Aho & Vänskä 1995,81 ja af Schultén 2004 a, 191. Hyvä tilintarkastustapa on samantyyppinen tapaoikeuteen perustuva oikeudellinen standardi kuin hyvä asianajotapa ja hyvä kirjanpitotapa. Johansson & Nyström & Rydström (1987, 24) toteavat, että ”God revisionssed bestämmer omfattningen och inriktningen av det arbete som erfordras för att fullgöra ett uppdrag”. Ruotsin tilintarkastusyhdistys FAR on käsitellyt asiaa (s.26 - 35) seuraavien asiakokonaisuuksien mukaan: ”yrkesmässigt uppträdande, oberoende, oförenlig verksamhet, yrkesutövning, tystnadsplikt, förhållande till kolleger, publicitet och ackvisition, arvodesdebitering”. *Hannu Tolonen* (2000, 144 - 155) kirjoittaa, että oikeudellisissa suhteissa on noudatettava hyvää tapaa. Hän toteaa käsitteestä, että se on muuttuva, erittäin tulkinnanvarainen käsite, joka riippuu monesta seikasta, erityisesti kunkin arvo- ja moraalikäsityksistä. Ratkaisu on tehtävä in casu.

[28] Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 141. Katso myös tähän asiaan liittyen teoksen sivut 138 - 148 ja 459 - 465.

[29] KHT - yhdistys - Föreningen CGR ry., 2007b, 5 - 8. Katso myös KHT - yhdistys - Föreningen CGR 2006a, 5 - 6 ja 2005a, 5 - 6. Aikaisemmin KHT-yhdistyksen suosituksia on mukautettu Suomen oloihin vastaaviksi, jota ei enää ole tehty. Tilintar-

kiin on tullut vaatimus *ISA - standardien* (International Standards on Auditing) noudattamisesta lakisääteisissä tilintarkastuksissa. Sen jälkeen kun EU:ssa on hyväksytty tilintarkastusstandardit, ne olisivat laintasoista sääntelyä, eivät enää KHT-yhdistyksen antamia suosituksia. EU:ssa ei kuitenkaan ole vielä toistaiseksi hyväksytty yhtään kansainvälistä tilintarkastusstandardia.

KHT-yhdistyksen tilintarkastussuositukset, jotka noudattavat mahdollisimman pitkälti IFAC:in antamia standardeja, tulivat voimaan 1.7.2000. IFAC (International Federation of Accountants) on maailmanlaajuinen tilintarkastajien yhteistyöorganisaatio.[30] IFAC julkaisee tilintarkastusta ja sen liitännäispalveluja koskevia ISA - standardeja. KHT-yhdistys on järjestön jäsen.[31]

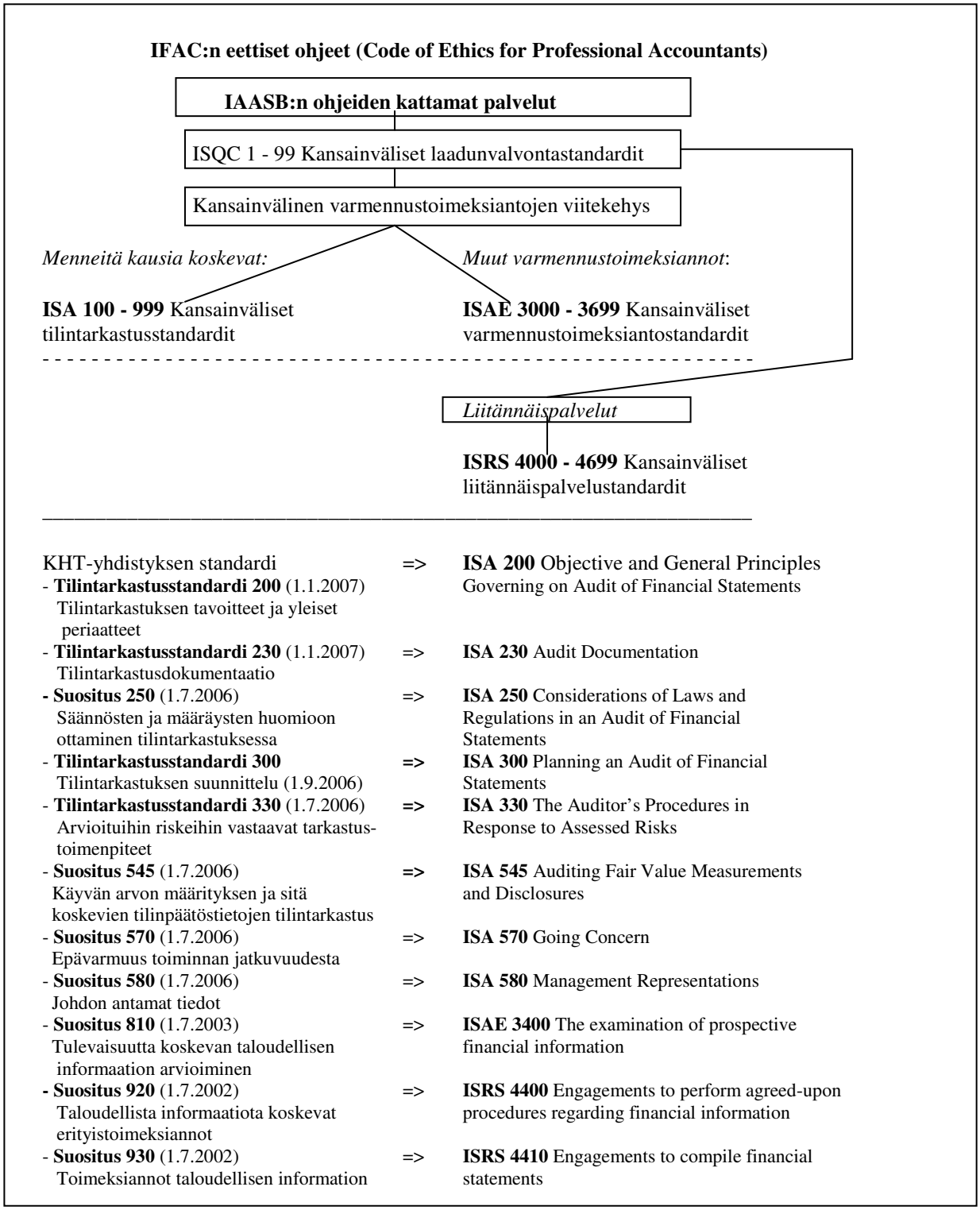
IFAC:in vuonna 2006 voimaan tulleet eettiset ohjeet ovat käännetty suomeksi ja astuivat voimaan 1.7.2007. Tässä tutkimusta käsitellään IFAC:in eettisiä ohjeita (Code of Ethics) ja joitakin IAASB:n (International Auditing and Assurance Standards Board) standardeja (kuva 1). Ohjeiden alkuperäistä rakennetta on kuvassa muutettu siten, että mukaan on otettu vain ne suositukset, jotka etupäässä koskevat tämän tutkimuksen mukaisia tilintarkastajan toimeksiantoja.

---

kastussuositukset ovat nyt standardien mahdollisimman täsmällisiä käännöksiä, joihin on tarvittaessa tehty Suomen lainsäädännöstä johtuvia lisäyksiä (2007b, 5). Katso myös KHT - Yhdistys - Föreningen CGR ry. 2007d.

[30] KHT- yhdistys – Föreningen CGR ry., 2005a, 14.

[31] KHT- yhdistys – Föreningen CGR ry. 2007b, 5. Katso myös IFAC:in jäsenluetteloa vuodelta 2007 (http.www.ifac.org./).



Kuva 1. Eräitä hyvän tilintarkastustavan mukaisia IFAC:n tilintarkastusstandardeja ja suosituksia[32]

[32] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry. 2007b, 12 - 16, 2006d, 7 - 8 ja 2005a, 7 - 8 sekä 40. Kuvaan 1 on koottu olennaiset standardit ja suositukset, jotka koskevat tätä tutkimusta. Täydelliset luettelot ovat viitatussa KHT-yhdistyksen tilintarkastusalan standardit ja suositukset teoksessa. IAS/IFRS -standardeja on tällä hetkellä (2007) 41 kpl. Katso myös Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 143 - 148.

Kuvassa 1 on havainnollistettu eräitä tämän tutkimuksen kannalta merkittäviä KHT-yhdistyksen *hyvän tilintarkastustavan* standardeja ja suosituksia.[33] Kuvassa on ylinnä *eettiset ohjeet* (perusperiaatteet), jotka koskevat tilintarkastajan kaikkia toimintaa. Eettiset perusperiaatteet ovat *rehellisyys, objektiivisuus, ammatillinen pätevyys, salassapitovelvollisuus, ammatillinen käyttäytyminen* ja *hyvää tilintarkastustapaa* koskevien suositusten noudattaminen.

Standardit on jaoteltu *menneitä kausia* koskevan informaation tilintarkastukseen v*armentamistoimeksiantoon* ja *liitännäispalveluihin.* Menneitä kausia koskevat standardit ovat tavanomaisen lakisääteisen tilintarkastuksen suosituksia. Varmentamistoimeksiannot koskevat tietoa esimerkiksi järjestelmistä ja prosesseista kuten sisäisistä kontrolleista. ISA suositukset 230 *"Tilintarkastusdokumentaatio*" ja 545 "*Käyvän arvon määrityksen ja sitä koskevien tilinpäätöstietojen tilintarkastus*" sekä 810 "*Tulevaisuutta koskevan taloudellisen informaation arvioiminen*" koskevat varsinaisesti lakisääteistä tilintarkastusta, mutta tulevat mukaan yrityksen arvonmäärityksen taustatekijöiksi, koska lähtökohtaoletuksena on, että tilinpäätös on oikein laadittu.

Liitännäispalvelukset ovat tämän tutkimuksen mukaan tilintarkastajan *muuta toimintaa* koskevia suosituksia. ISA 920 "*Taloudellista informaatiota koskevat erityistoimeksiannot*" ja 930 "*Toimeksiannot taloudellisen informaation kokoamiseksi"*. Näitä suosituksia käytetään soveltuvin osin jatkossa perustana tämän tutkimuksen muiden toimeksiantojen kuin lakisääteisten tilintarkastusasioiden hoitamisessa.

Muissa toimeksiannoissa on usein lähtökohtana se, että lakisääteisen tilintarkastuksen kohde, eli kirjanpito ja tilinpäätös, ovat lain ja hyvän kirjanpitotavan mukaiset. Johtopäätöksenä voidaan vielä kuvasta 1 todeta tämän tutkimuksen kannalta, että siinä on pelkistetyssä muodossa ilmaistu tietyt osat hyvän tilintarkastustavan kenttää voimassa olevien IFAC:n ja KHT -yhdistyksen suositusten mukaan. Tilintarkastajan tulee tervettä ammatillista harkintaa käyttäen, noudattaa näitä suosituksia, jotka koskevat hyvää tilintarkastustapaa kaikessa siinä toiminnassa, jota hän harjoittaa tilintarkastajan ominaisuudessaan. Ammatillinen harkinta on sallittua ja sitä on jopa välttämätöntä käyttää, sillä tilintarkastajan ei pidä soveltaa suosituksia käy-

[33] Voimassa olevat IFAC:in eettiset ohjeet, laadunvalvontastandardit, tilintarkastusstandardit ja suositukset ovat luettelomuodossa KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry:n teoksessa (2007b, 9 - 11) ja ovat astuneet voimaan 2000 - 2007 ja sen

tännössä, jolleivät ne toimeksiantoon sovellu.[34] Tämän tutkimuksen kannalta hyvä tilintarkastustapa ja kyseiset suositukset muodostavat tärkeän arvoperustan.

Vanhastaan on todettu ammattitilintarkastajien toiminnan perustuvan kolmeen perusperiaatteeseen, jotka ovat *riippumattomuus, ammattipätevyys* (koulutus ja kokemus) ja *vaitiolovelvollisuus*.[35] KHT-yhdistyksen[36] tilintarkastusalan suosituksissa vuodelta 2007 esitetään ammattieettisiä ja tilintarkastuksen perusperiaatteita, jotka ovat *riippumattomuus*, *rehellisyys, objektiivisuus, ammatillinen pätevyys ja huolellisuus, salassapitovelvollisuus ja ammatillinen käyttäytyminen sekä hyvään tilintarkastustapaan luettavien ammatillisten standardien (suositusten) noudattaminen.*

Ruotsin tilintarkastuslaissa on niin ikään säännös hyvän tilintarkastustavan noudattamisesta tilintarkastajan työssä.[37] Föreningen Auktoriserade Revisorer (FAR) on antanut vastaavia suosituksia kuin mitä KHT-yhdistys on Suomessa antanut.[38] Ruotsin tilintarkastuslaki (Revisionslag 883/2001) on ollut voimassa 1.1.2002 lähtien. Tanskan ja Norjan lainsäännökset ja suositukset ovat samankaltaisia.[39]

Tilintarkastajan tulee suunnitella ja toteuttaa tehtävät *ammatillista varovaisuutta* noudattaen. Ammatillinen varovaisuus tarkoittaa, että tilintarkastaja arvioi kriittisesti kyseenalaistaen hankitun *tilintarkastusevidenssin* oikeellisuutta, ristiriitaisuuksia ja asiakirjojen ja esimerkiksi johdon informaation luotettavuutta. Tilintarkastusevidenssillä tarkoitetaan tiedon luotettavuutta, mitä tilintarkastaja hankkii niiden johtopäätösten tekemiseksi, joihin raportti tai lausunto perustuu.[40] Tarkastus-

---

lisäksi joitakin soveltamisohjeita.

[34] Erityistoimeksiannoissa kuten esimerkiksi konsultointi- tai neuvontatoimeksiannot eivät sovellu varmennustoimeksiantojen viitekehykseen ja eivät sitä koske, perustuvat erillisiin toimeksiantosopimuksiin (KHT -yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 270 - 271). Näissä toimeksiannossa on tehtävän luonne ja kokonaisuus otettava huomioon. Tämä merkitsee, että olennaisuus on yksi merkittävimmistä asioista kaikessa tilintarkastustyössä (näin KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 816 ja 825 suositusten alussa).

[35] Eric Haglund, 1986, 9. Katso lähemmin esimerkiksi Mäntysaaren artikkelia (1998, 760 - 788), jossa on käsitelty tilintarkastajan riippumattomuutta ja konsultointia. *Hannu Tolonen* (2000, 53 - 186) on kirjoittanut siviilioikeuden yleisistä periaatteista ja *Saarnilehto* (2000, 187 - 230) oikeuden periaatteista käytännössä. Saarnilehto toteaa (s.187), että oikeusperiaatteet ovat epämääräisiä, päällekkäisiä ja johtavat sovellettaessa erilaisiin lopputuloksiin. Niiden noudattaminen aiheuttaa käytännön ongelmia sekä lainsäädännössä että lainkäytössä.

[36] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry, 2007b, 245 - 246 ja 287.

[37] Revisorslagen 883/2001, § 19.

[38] Katso esimerkiksi FAR: s Samlingsvolym 2002. FAR: in suositus ”Regler till vägledning för FAR-ledamöternas skyldighet att följa god revisorssed”, sisältää säännön, missä otsikolla: ”Yrkesmässigt uppträdande” todetaan seuraavasti: ”En ledamot skall alltid visa sig vara värd det förtroende, som yrket kräver och samvetsgrant iaktta god revisorssed i sin yrkesutövning.”(s.1089) Katso myös Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner (2007, 132) koskien Ruotsin ja Iso-Britannian sääntöjä.

[39] Tanskassa, katso FSR (2007) Foereningen af Statsautoriserede Revisorer ja FSR (1996). ”Revisors uafhaengighed – en forudsaetning for trovaerdihed.” Norjassa Lov om revisjon og revisorer (revisorloven) 15.1.1999 nr 02 käsittelee muun muassa näitä asioita. ”Kapitel 4. Revisors uavhengighet og objektivitet.” Norjassa vastaavat suositukset ovat Norges Statsautoriserte Revisors Forening (NSRF) ja Norges Registrerte Revisors Forening (NRRF) antamia. Katso esimerkiksi Gulden 1991, 311.

[40] Tilintarkastusevidenssistä lisää, katso muun muassa KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 441 - 449 (ISA 500).

suunnitelmissa ovat lähtökohtaoletuksena, että johdon ei oleteta olevan epärehellinen, mutta ei myöskään kiistattomasti rehellinen.[41] *Ammatillinen skeptisyys*[42] on välttämätöntä. Se tarkoittaa sitä, että tilintarkastaja arvioi hankitun evidenssin paikkansapitävyyttä kriittisesti ja suhtautuu siihen kyseenalaistavasti. Hän on tarkkaavainen sellaisen evidenssin suhteen, joka on ristiriidassa dokumenttien tai vastuussa olevan osapuolen antamien tietojen kanssa tai asettaa niiden luotettavuuden kyseenalaiseksi.

Hyvään tilintarkastustapaan kuuluu ammattietiikkaa koskevat käyttäytymisnormit. Tilintarkastajalta vaaditaan ehdotonta *rehellisyyttä, vilpittömyyttä, suoraselkäisyyttä ja nuhteettomuutta* kaikessa, mitä tilintarkastaja tekee tilintarkastajan ominaisuudessa.[43] Asia voidaan ilmaista myös UTTL 30 §:n mukaan siten, että tilintarkastajaksi hyväksymisen yksi edellytys onkin, ettei hän ole toiminnallaan osoittanut olevansa sopimaton tilintarkastajaksi.[44]

Tilintarkastajan *riippumattomuus* on tilintarkastuksen yksi kulmakivi.[45] Riippumattomuutta voidaan tarkastella esimerkiksi KHT-yhdistyksen suosituksen mukaisesti kahdesta näkökulmasta:

a) *mielen riippumattomuutena* - henkilön asennoituminen asiaan, joka mahdollistaa lausunnon antamisen ilman ammatillista harkintaa vaarantavia vaikutuksia, jolloin henkilö pystyy toimimaan rehellisesti sekä säilyttämään objektiivisuuden ja ammatillisen skeptisyyden, ja

b) *näkyvänä riippumattomuutena* - sellaisten seikkojen ja olosuhteiden välttäminen, jotka ovat niin merkittäviä, että järkevä ja asiaan perehtynyt kolmas osapuoli, joka tuntee kaiken relevantin tiedon, käytetyt varotoimet mukaan lukien, kohtuudella päättelisi tilintarkastusyhteisön tai varmennustoimeksiantotiimin jäsenen rehellisyyden, objektiivisuuden tai ammatillisen skeptisyyden vaarantuneen.[46]

---

[41] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry, 2005a, 49. Tilintarkastusprosessista, katso esimerkiksi Pajunen 1986, 59 - 67.

[42] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry, 2007b, 277.

[43] Aho - Vänskä 1995, 97. Tilintarkastajan tehtäväkentästä ja sen kehitystrendeistä, katso esimerkiksi Eric Haglund 1986, 7 - 23.

[44] Edellisessä tilintarkastuslaissa (TTL 936/1994) 4 §.

[45] Saarikivi (1999, 38) on laajasti käsitellyt asiaa viitaten teoksiin, Mautz & Saharaf 1985 (The Philosophy of Auditing) ja Flint 1988 (Filosophy and Principles of Auditing,), missä on ryhmitelty riippumattomuus niin sanottuihin postulaatteihin ja jotka ovat olennaisilta osin mukana KHT-yhdistyksen suosituksissa. Katso myös Sarja 1999, 162 - 169 ja Fant 1994.

[46] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 211 ja 2005a, 691 ja Saarikivi 1999, 67. Ruotsin suosituksista, katso FAR 2002, 1089 - 1090: ”En ledamot skall utöva sitt yrke självständigt och objektivt och måste därför alltid vara oberoende i stitt ställningstagande när han eller hon utför ett uppdrag. Finns inte denna förutsättning, skall ledamoten avböja eller avsäga sig uppdraget. Detta gäller likaledes om det finns omständigheter som kan ge anledning till befogat tvivel om ledamotens oberoende.”

Tilintarkastuslain 4 luku sisältää *riippumattomuus- ja esteellisyysvaatimukset*. Tilintarkastajalla on oltava UTTL 25 §:n mukaan edellytykset riippumattomaan toimintaan. Jos ne puuttuvat, toimeksiannosta on kieltäydyttävä. Riippuvuussuhteet on määritelty UTTL 24 §:n esteellisyyssäännöksissä. Riippumattomuus edellyttää ammatillista harkintaa. Taloudellisten ja muiden suhteiden merkittävyyttä tulisi arvioida myös sen mukaan, mitä harkitseva ja asiaan perehtynyt kolmas osapuoli, kaikkeen olennaiseen tietoon perehdyttyään, ei perustellusti voisi pitää hyväksyttävänä.[47] Jos käytetyt varotoimet, joiden avulla tilintarkastaja on pyrkinyt poistamaan mahdollista riippuvuuttaan, eivät ole olleet riittävät, ei tilintarkastaja voisi ottaa vastaan toimeksiantoa. Mahdollisissa epäselvissä tapauksissa tilintarkastajan on ilmoitettava asiasta toimeksiantajalle ja hyvä olisi saada tämän suostumus asiaan. Lisäksi myös työpapereissa ja raportissa on asiasta mainittava.

Kuitenkin on jokaisen tilintarkastajan henkilökohtaisesti hyväksyttävä ja omaksuttava ne rajoitukset, jotka antavat hänelle tämän vapauden.[48] Riippumattomuus tulee myös ulospäin näyttää riippumattomalta.[49]. Tilintarkastajan todellinen riippumattomuus tuo arvovaltaa ja hyväksyntää, joiden peruskivet ovat ammattitaito ja korkea moraali.[50] Riippumattomuus saattaa vaarantua *oman intressin uhan*, *oman työn tarkastamisen uhan, läheisyyden uhan tai painostuksen uhan* johdosta.[51] Jollei merkityksellistä uhkaa ole mahdollista poistaa, on toimeksiannosta kieltäydyttävä tai jo aloitettu työ lopetettava.

Objektiivisuus määritellään tässä yhteydessä siten, että tilintarkastajan tulee olla *puolueeton, tasapuolinen ja riippumaton intressiristiriidoista.*[52] Objektiivisuus on yksi tilintarkastajan työn keskeisimpiä tavoitteita. KHT-yhdistyksen eettisten ohjeiden mukaan objektiivisuuden periaate velvoittaa kaikki tilintarkastajat siihen, että ammattiin tai muuhun työhön liittyvä harkinta ei saa vaarantua ennakkokäsitysten, intressiristiriitojen tai toisten osapuolten liiallisen vaikutuksen seurauksena.[53]

---

[47] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry 2005a, 709 - 711. Katso myös Saarikivi 1999, 38 - 42, Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007b, 149 - 151 ja Aho & Vänskä 1995, 97 - 98 sekä HE 194/2006 vp, 23.
[48] Riistama 1994, 35 - 36 ja Flint 1988, 59: ”[i]ndependence is a question of mental attitude or state of mind”
[49] Sarja 1999, 163 ja Saarikivi 1999, 40 sekä Mäntysaari 1998, 760 - 788.
[50] Flint 1988, 46.
[51] Saarikivi 1999, 51.
[52] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 96.
[53] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 96. Katso myös Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 134.

Tilintarkastajan tulee olla *oikeudenmukainen ja luotettava*. Nämä asiat ovat toisistaan riippuvaisia, eli osapuolten luottamuksen saavuttamiseksi edellytetään tilintarkastajalta oikeudenmukaisuutta ja luotettavuutta kaikkia kohtaan. Luottamuksen saavuttamisen eräs peruskivi on osaaminen, eli *ammatillisuus ja ammattimaisuus*.[54] Ammatillisuus tarkoittaa sitä, että osaa asiansa perusteellisesti, ammattimaisuus muun muassa sitä, että osaa esittää ja kertoa asiat oikein.[55]

Olennaisuus on määriteltävä ja dokumentoitava asia. Olennaisuuden periaatteesta *hyvään kirjanpitotapaan* liittyen voidaan todeta muun muassa, että olennaisuusvaatimuksen arvioinnissa tulisi ottaa huomioon informaation käyttäjän näkökulma.[56] Olennaisuutta arvioitaessa ei yksinomaan voi verrata jotain lukua suhteessa esimerkiksi liikevaihtoon tai taseen loppusummaan. Hyvän kirjanpitotavan kannalta huomiota on kiinnitetty myös siihen, muuttaisiko oikea käsittely olennaisesti annettavaa informaatiota. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että 10 %:n muutos täyttäisi olennaisuuden kriteerin. Tapauskohtaisesti alle 10 %:n määrät voivat kuitenkin olla olennaisia, joko asian luonteen tai erän absoluuttisen suuruuden takia. Esimerkiksi käyttöomaisuuden arvonkorotusten yhteydessä ratkaistaan korotusmahdollisuus olennaisuuden periaatteen mukaisesti.[57]

KHT-yhdistyksen suosituksen 320 [58] mukaan määritellään olennaisuus seuraavasti:

> Tieto on olennainen, jos sen esittämättä jättäminen tai totuudenvastainen esittäminen saattaa vaikuttaa tilinpäätösinformaation perusteella tehtäviin taloudellisiin päätöksiin. Olennaisuus riippuu erän tai virheen suuruudesta kyseisessä (nimenomaisessa) tilanteessa arvioituna. Näin ollen olennaisuudessa on pikemmin kysymys kynnyksestä tai rajasta kuin tiedon hyödyllisyyttä koskevasta laatuvaatimuksesta.

Se mikä on olennaista, perustuu tilintarkastajan *ammatilliseen harkintaan*, joka on dokumentoitava. Se koostuu niistä näkemyksistä, mitä tilintarkastajalla on toimeksiantoa tai tehtävää suunniteltaessa ja toteuttaessa. Vähänkin merkityksellisissä toimeksiannoissa tulisi kirjoittaa *toimeksiantokirje*, jolloin myös toimeksiantajalla hyväksytetään tehtävä. Toteutuksessa asia saattaa edelleen muuttua, koska tietoa saadaan lisää työn edetessä. Syyt poikkeamiseen on syytä tehdä kirjallisesti. Vii-

[54] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry 2005a, 688 - 699 ja 2007b, 96 - 97.
[55] Katso esimerkiksi Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 134 - 135.
[56] Lehtonen 2007, 226 - 229.
[57] Käyttöomaisuuden arvonkorotuksesta, katso myös Wiklund 1993, 100 - 104.
[58] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 499. Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner (2007b, 362) toteavat, että ISA 320 mukaan suhteellisen pienillä virheillä - toistuvasti uusiutuessaan - saattaa olla osoitus mahdollisesta olennaisesta virheestä tai puutteesta.

meistään raportin tai lausunnon laatimisen yhteydessä on olennaiset asiat oltava selvillä ja dokumentoituna. Usein myös silloin kun olennaisuudella ei ole merkitystä, olisi syytä todeta se työpapereissa.[59]

Tilintarkastajan työhön liittyvän riskin huomioonottamista on ohjeistettu niin sanottujen tilintarkastuksen riskistandardeissa 315, 330 ja 500. Arvonmäärityksissä ei sisäistä kontrollia yleensä tarvitse ottaa kovin laaja-alaisesti huomioon. Lähtökohtaoletuksena annetun tilinpäätösaineiston osalta on, että kaikki olennaiset asiat ovat kunnossa ja siksi riski tältä osin pientä.

Varmennustoimeksiantoriskillä [60] tarkoitetaan riskiä siitä, että tilintarkastaja esittää epäasianmukaisen johtopäätöksen, kun kohdetta koskeva tieto on ollut olennaisesti virheellinen tai puutteellinen. KHT-yhdistyksen varmennustoimeksiantojen viitekehyksen[61] mukaan asia voidaan yleensä kuvata seuraavien osatekijöiden avulla:

1. riski siitä, että kohdetta koskevan *tieto* on *olennaisesti virheellinen* tai *puutteellinen*:
    a. *toimintariski:* kohdetta koskevan tiedon alttius olennaiselle virheelle tai puutteelle olettaen, ettei tietoon liittyviä kontrolleja ole,
    b. *kontrolliriski*: riski siitä, että sisäiset kontrollit eivät estä tai havaitse ja korjaa mahdollisesti esiintyvää olennaista virhettä tai puutetta ajoissa, ja
2. *havaitsemisriski*: riski siitä, että tilintarkastaja ei havaitse olemassa olevaa olennaista virhettä tai puutetta.

Vaikka tässä tutkimuksessa on kyse muusta kuin lakisääteisestä tilintarkastuksesta, johon kyseiset riskitekijät varsinaisesti on tarkoitettu KHT- yhdistyksen suosituksessa, on kunkin tehtävän tai toimeksiannon yhteydessä muussakin toimeksiannos-

---

[59] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry 2005a, 158 - 162. Ruotsin olennaisuuden ja riskin määritelmistä, katso FAR 2002, 1126 - 1128: ”Principerna om väsentlighet och risk skall vara vägledande då revisorn bestämmer inriktningen och omfattningen av sitt arbete.” Tilintarkastusriski (revisionsrisk) määritellään sisäiseksi riskiksi (inneboende risk), joka sisältyy käsiteltävään virheelliseen aineistoon; kontrolliriskiksi (kontrollrisk), on kontrollijärjestelmistä huolimatta merkittävän virheen jääminen; havaitsemisriskiksi (upptäcktsrisk), on virheitä tai puutteita, joita ei tilintarkastaja havaitse. Norjan tilintarkastajien riskianalyysi määritellään (Gulden 1991, 277) ”Formålet med den generelle risikoanalysen er å kartlegge interne og eksterne forhold som innebaerer risiko for att det kan oppstå vesentlige feil i årsoppgjoere, og å avdekke innen hvilke områder av regnskapet det er stoerst risisko for at det kn oppstå vesentlige feil.” Keskeiset riskikäsitteet ovat Norjassa (s. 288): ”Inboende risisko, kontrollrisiko, relativ risiko, revisionsrisiko ja grenserisiko” ja ne on määritelty hyvin samalla tavalla kuin Suomessa ja Ruotsissa.

[60] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 278 - 279. Tilintarkastusstandardi 315 (yhteisön ja sen toimintaympäristön käsittäminen sekä olennaisen virheen tai puutteen riskien arviointi) ja tilintarkastusstandardi 330 (arvioituihin riskien vastaavat tarkastustoimenpiteet) ohjeistavat muun muassa tarkemmin riskien huomioon ottamista (KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 380 - 440).

sa todettava mitkä riskit ovat. Havaitsemisriski saattaa yrityksen arvon määrittämisessä liittyä johdon antamiin tietoihin tai joskus jopa annettuun perusaineistoon. Tilintarkastajan tulisi käyttää ammatillista harkintaa arvioidessaan riskiä.

1.2.3 Dokumentointi

Toimeksianto perustuu useimmiten annettuun aineistoon, joka oletetaan olevan kunnossa, jolloin riskit annetun aineiston osalta oletetaan vähäiseksi.[62] Lähtökohtana on, että tilintarkastaja tehtävää suoritettaessa noudattaa soveltuvin osin kaikessa työssään tilintarkastussuosituksia, eli hyvää tilintarkastustapaa. Jo ammatillinen varovaisuus edellyttää silloin, että tilintarkastaja turvaa ”selustansa”. KHT-yhdistyksen suositus ISA 230 ”*Dokumentointi”* on 9-sivuinen ohjeistus, joka lähinnä kohdistuu lakisääteiseen tilintarkastukseen.[63] Tilintarkastajan tulisi muissa toimeksiantotehtävissä käyttää ammatillista harkintaa määritellessään dokumentoinnin laajuuden, sillä kaikkia käsiteltyjä asioita ei ole mahdollista eikä tarkoituksenmukaista merkitä työpapereihin.[64]

Tilintarkastaja dokumentoi niin sanottujen *työpaperiensa* avulla suorittamansa *työn ja sen laadun* ja että työpaperien laatimista on pidetty osana hyvää tilintarkastustapaa.[65] Tilintarkastajan tehtäviin kuuluvat esimerkiksi todistuksen antaminen kaupparekisterille osakepääoman maksamisesta osakeyhtiössä (OYL 2:8, 3 § kohta 2) ja määrätyissä tilanteissa lausuntoja (OYL 2:14,2 §, 16:4 §, 17:4 § ja 19:2 §). Tällaiset lakimääräiset tehtävät voidaan suorittaa vain joko oikein tai väärin, joten tilintarkastajan on varmistuttava itse, että esimerkiksi osakepääomasta on saatu rahana maksu. Tästäkin maksusta on kuitenkin jäätävä jotakin työpaperiksi, eli mitä ja miten se on todettu. Lisäksi täytyy varmistaa, ettei rahoja ole nostettu välittömästi pois. Osakepääomaa saa kuitenkin käyttää välittömästi normaaliin liiketoimintaan.

---

[61] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 279. Yksityiskohtaisemmin on riskin osatekijöitä selostettu muun muassa edellä viitatussa teoksessa sivuilla 291 - 292.

[62] Yrityksessä, missä prosessien ja kontrollien dokumentointi on hyvin hoidettu, mahdollistaa tehokasta työn hoitoa ja asiallista valvontaa. Tarkat työtehtävien kuvaukset helpottavat myös uusien työntekijöiden ”sisäänajoa” ja siirtymistä uusiin tehtäviin. USA:n Sarbanes-Oxley (S-O) -laki tuli voimaan 30.7.2002 ja on pakottanut Yhdysvalloissa pörssilistattuja yhtiöitä (eli myös muiden maiden yhtiöitä) varmentamaan hallinnon ja talouden raporttien oikeellisuutta ja siten myös sisäisten prosessien ja kontrollin dokumentointia. Vaatimukset sisältyvät lain 404 kohtaan. (Troberg 2007, 212 - 213) Katso myös esimerkiksi KPMG 2004, 1-3.

[63] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 318 - 326.

[64] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2005a, 83.

[65] Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007b, 369 - 373. Katso myös Pakkanen 2006, 32

Korostettu huolellisuusvaatimus ilmenee tilintarkastajan sopimusperusteisten neuvonanto- ja konsultointitoimien osalta siitä, että velvoite hyvän tilintarkastustavan noudattamiseen on ulotettu myös näihin tehtäviin. Työpaperien laatimis- ja säilyttämisvelvollisuuden huolellisella täyttämisellä onkin merkitystä arvioitaessa, onko tehtävä suoritettu asianmukaisesti. Ekskulpaatiovastuun mukaisesta käännetystä todistustaakasta johtuu, että myös neuvonta- ja konsultointipalveluja tarjoavana asiantuntijana tilintarkastajan on tarpeen varautua todentamaan velvollisuuksiensa asianmukaisesta täyttämisestä.[66]

Eräänlaisena ”nyrkkisääntönä” voisi edelleen olla se, että dokumentoinnin tulisi aina tehdä niin hyvin, että se olisi riittävä kuvaus toimeksiannon suunnittelusta, toteutuksesta ja raportin tai lausunnon perusteluista. Esille pitää tuoda faktatietoja, jotka kestävät mahdollisessa oikeudenkäynnin valveutuneen tuomarin käsittelyn. Yhtä tärkeää on kuitenkin muistaa se, että ”*mikä ei ole dokumentoitu hyvin ei ole myöskään tehty hyvin”*. Ilman kunnollisia työpapereita ei voi syntyä tarkoituksenmukaista raporttia asiakkaalle. ”*Sisältö ennen muotoa*” (substance over form) koskee mitä suurimmassa määrin kaikkea ammattimaisen tilintarkastajan työtä. Kyky keskittyä *oleellisiin asioihin* tuottaa sitä lisäarvoa, mikä osoittaa tilintarkastajan ammattimaisuutta ja lisää hänen työnsä arvostusta.[67]

Tilintarkastajan on useimmiten hyvä laatia *toimeksiantosopimus,* mistä ilmenee ainakin toimeksiannon sisältö, perusperiaatteet, aikataulu, rajoitukset, vastuu ja muut mahdolliset sopimusehdot. Toimeksiantosopimus vahvistetaan ja hyväksytään molempien osapuolten allekirjoituksin.[68] Toimeksiannon suorittaminen mahdollisimman täydellisesti ja virheettömästi on tilintarkastajan oman edun mukaista. Tilintarkastajan suoritusta arvioidaan *olennaisuuden* mukaan, jota *vastuuta* ei kuitenkaan ole missään lainkohdassa näin säännelty.[69]

Tilintarkastajan *vahingonkorvausvastuuta* on määritelty uuden tilintarkastuslain 51 §:ssä,[70] joka edellyttää, että on tapahtunut tilintarkastajan aiheuttamana rahassa

---

[66] Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007b, 385 - 396.

[67] FAR 2002, 1062 - 1063: Ruotsissa Revisorsnämndens föreskrifter (RNFS 2001: 2) määrittelee dokumentaatiosta muun muassa seuraavasti: ”Revisorer skall enligt 24 § revisorslagen (883/2001) dokumentera sina uppdrag i revisionsverksamheten.” Suunnitelmassa tulee muun muassa dokumentoida olennaisuus- ja riskiarvioinnit ja työn edetessä tehdyt havainnot ja niistä tehdyt johtopäätökset.

[68] KHT- yhdistys - Föreningen CGR 2004d, 3.

[69] Horsmanheimo & Steiner 2002, 373.

[70] Edellinen TTL 44 §:ssä oli määritelty asian samalla tavalla.

määriteltävä vahinko, joka on aiheutunut *tahallisuudesta tai huolimattomuudesta*.[71] Tilintarkastajan *rikollisoikeudellisesta vastuusta* on säädetty UTTL 52 §:ssä.[72] Tilintarkastajan *salassapitorikokset* tulevat rangaistavaksi rikoslain mukaan. Lisäksi UTTL 26 § kieltää tilintarkastajaa tehtävää suoritettaessaan antamaan ulkopuoliselle tietoonsa saamaa seikkaa, ellei kyse ole asiasta,

1. josta tilintarkastajan on ilmoitettava lain nojalle,

2. jonka ilmaisemaan se, jonka hyväksi salassapitovelvollisuus on säädetty, antaa suostumuksensa,

3. jonka viranomainen, tuomioistuin, tilintarkastuslaissa tarkoitettu valvontaelin tai muu henkilö on lain perusteella oikeutettu saamaan tietoonsa tai

4. joka on tullut yleiseen tietoon.[73]

Tilintarkastajan vastuuta ajatellen voidaan pitää perusteltuna, että työpapereiden ja muun dokumentaation laatimis- ja säilyttämisvelvollisuudella on vastuun käytännöllisen puolen kannalta suuri merkitys. Jollei tilintarkastaja oikeudenkäynnissä kykene esittämään tarvittavia työpapereita tai asiakirjoja, konkretisoituu hänen vastuunsa helpommin. Jos tilintarkastaja esittää asiakirjat, jonka mukaan tehtävä on suoritettu, niistä voi helpommin ilmetä puutteita.[74] Dokumentointivaatimus on myös osana hyvää tilintarkastustapaa. Käytännön ohjeena voisi olla, että tilintarkastaja noudattaa sellaisia menettelytapoja, jotka mahdollistavat asiaan hyvin perehtyneen toisen henkilön tilintarkastajan työn uudelleen läpikäyntiä ja arviointia.

Kauppa- ja teollisuusministeriön toimeksiantona on selvitetty *tilintarkastajan vahingonkorvausvastuuta* osana Suomen vahingonkorvausjärjestelmää *de lege lata*.[75] Lisäksi kartoitettiin kyseessä selvityksessä ulkomaista oikeutta sen arvioimiseksi, onko *de lege ferenda* tarpeen laajentaa tilintarkastajan vastuun syntyedellytyksiä ja

[71] Vahingonkorvausvastuuta on käsitellyt muun muassa Horsmanheimo & Steiner 2002, 374 - 395. Esimerkiksi osakeyhtiölaissa on säädetty seuraamuksista OYL 25:1§ ja HE 109/2005, 209 - 210.
[72] Kirjanpito ja tilinpäätös ovat peruslähteinä yrityksen arvostuksessa. Jos yrityksessä on syyllistytty kirjanpitorikoksiin, on pohja pettänyt. Suomessa Asko Lehtonen (1990, 113 - 127 ja 2007, 191 - 235) on kirjoittanut asiasta. Ruotsissa esimerkiksi Lars Emanuelsson Korsellin väitöskirja ”Bokföringsbrott - en studie i selektion” vuodelta 2003 on kvalitatiivinen tutkimus, jossa hän on muun muassa haastateltu 56 konkurssipesänhoitajaa ja muita virkamiehiä vuosina 1999 -2002.
[73] Edellisestä tilintarkastuslaista Aho & Vänskä (1995, 59 - 61) toteavat, että TTL 25 §:n (936/1994) mukaan tilintarkasta sai antaa tietoja jos siitä ei aiheutunut haittaa tai olennaista haittaa yhteisölle, paitsi milloin lainsäädäntö niin oikeutti tai velvoitti.
[74] Savela 2006, 168 - 169.
[75] Kaisanlahti & Timonen 2006.

vastuun toteuttamista. Selvityksessä päädyttiin ehdottamaan tilintarkastuslain vahingonkorvaussäännösten uudistamista muun muassa siten, että tilintarkastajan tuottamuksen arviointi perustettaisiin nykyistä selkeämmin *tilintarkastusstandardien noudattamiseen*.[76] Se tietäisi sitä, että edellä esitetyt KHT-yhdistyksen suositusten merkitys kasvaa. Tästä puolestaan seuraisi vaatimus työn entistä tarkemmasta dokumentoinnista ja argumentoinnista, samoin kuin tilintarkastajan työn kustannusten kasvaminen yrityksille.

Tilintarkastajan toimintaa valvovat UTTL 40 - 43 §:ien mukaan Keskuskauppakamarin *tilintarkastuslautakunta* (TILA) ja kauppakamarien t*ilintarkastusvaliokunnat* (TIVA). Ylin valvontaelin on valtion tilintarkastuslautakunta (VALA), jonka tehtävänä on UTLL 39 §:n mukaan muun muassa toimia TIVA: n ja TILA: n jälkeisten tapausten valitusasteena, mutta myös yleisten ohjeiden, lausuntojen ja tilintarkastusta koskevien säännösten kehittäjänä. *Kurinpidolliset seuraukset* on säädetty UTTL:n 49 - 52 §:ssä. Lievimmillään ne merkitsevät *huomautuksen* tai *varoituksen* antamista, huolimattomasta tai varomattomasta toiminnasta ja ankarammillaan, tilintarkastajaksi *hyväksymisen peruuttamisena* tahallisesta tai törkeästä huolimattomasta toiminnasta. Seuraus on sama jos henkilö ei enää ole ammattitaitoinen tai ei täytä muita hyväksymisen edellytyksiä.[77]

Valvonta ja vastuun punnitseminen tapahtuu jälkikäteen ja perustuu olennaisilta osiltaan tilintarkastajan asiasta tehtyyn dokumentointiin. On vielä syytä korostaa, että perusperiaatteiden ja *olennaisten toimenpiteiden* sekä niitä koskevien lainsäännösten ja muun ohjeistuksen ymmärtämiseksi ja soveltamiseksi on otettava huomioon *toimeksianto kokonaisuutena*. Tavoitteidensa saavuttamiseksi tilintarkastaja voi harkintansa mukaan poiketa suosituksista, mutta tästä on silloin oltava dokumentoidut perustelut, eli syyt poikkeamiseen.[78]

Mikäli kohdeyritys on myös saman tilintarkastajan lakisääteisen tilintarkastuksen kohteena, voidaan hyödyntää laadittua tilintarkastuksen *yleissuunnitelmaa.* Yleissuunnitelma sisältää muun muassa yrityksen toiminnan sekä kirjanpito- ja kontrol-

[76] Kaisanlahti & Timonen 2006, 130 ja 135. Tämä asia on mukana uudessa tilintarkastuslain (UTTL 459 / 2007 1.7.2007) 13 §:ssä, jonka mukaan tilintarkastuslain 1 §:n 1 momentin 1 kohdassa tarkoitetussa tehtävässä tilintarkastajan on tilinpäätösten ja konsolidoitujen tilinpäätösten lakisääteisessä tilintarkastuksessa noudatettava kansainvälisiä tilintarkastusstandardeja.
[77] Laajemmin asiasta esimerkiksi Horsmanheimo & Steiner 2002, 403 - 416 ja Aho & Vänskä 1995, 193 - 227 sekä liite 4.
[78] KHT- yhdistys - Föreningen CGR 2005a, 146.

lijärjestelmien kuvaaminen, riskien ja olennaisuuksien dokumentoinnin, tehtävien koordinoinnin, ohjauksen ja työn läpikäynnin ja arvioidun aikataulun.[79]

Voidaan siis todeta, että melkein kaikki tilintarkastajan tekemä työ tulee olla *dokumentoidusti suunniteltu ja toteutettu*. Tilintarkastajan tulee kuitenkin käyttää tervettä harkintaa ja ottaa huomioon toimeksiannon laajuus sekä olennaisuus, kun hän dokumentoi työnsä. Vain siten työ voidaan tehdä tehokkaasti ja todentaa hyvän tilintarkastustavan mukaisesti.

1.2.4 Näkökulman täsmentäminen yritysten arvonmäärityksissä

Yrityksen arvonmääritykset tilintarkastajan kannanotoissa perustuvat viime kädessä kunkin tilintarkastajan *henkilökohtaiseen tulkintaan* ja arvioon hyvästä tilintarkastustavasta.[80] Koska tilintarkastajien ikä, ammatillinen osaaminen ja kokemus ovat erilaisia, näkemykset ja arviot voivat poiketa hyvinkin paljon toisistaan.

Tärkeätä on, että kukin tilintarkastaja on perustellut arvioitaan, jotta asiaan perehtynyt ammattilainen voi tarpeen mukaan todentaa ja ymmärtää asian. Eri tilintarkastajien toimesta edellä suppeasti käsiteltyjä hyvän tilintarkastustavan perusperiaatteita on syytä olettaa sovelletun silloinkin, vaikka heidän arviointinsa samasta kohteesta poikkeaisivat toisistaan. Perustana ovat myös KHT-yhdistyksen suositukset ISA -standardeista.[81]

Koska tilintarkastaja voidaan katsoa ulkopuoliseksi asiantuntijaksi, joka puolueettomasti ja rehellisesti ilmaisee kantansa, voisi kyseessä olla *objektiivinen arvio* yrityksen arvosta tai sen osista, eli niin sanottu objektiivinen arvo. Objektiivinen arvo saa sisältönsä *klassisesta arvoteoriasta*, jonka mukaan hyödykkeen arvo on riippumaton ulkopuolisista tekijöistä.[82] Joskus sillä on saatettu tarkoittaa myös arvonmäärityssubjektista riippumatonta arvoa.[83]

---

[79] KHT- yhdistys - Föreningen CGR 2005a, 148 - 149. Katso yksityiskohtaisesta suunnittelusta esimerkiksi Riistama 1994, 62 - 74.

[80] Norjan Revisorloven: 5:2 §:ssä todetaan ”Revisor skal utfoere sin virksomhet i samsvar med god revisjonsskikk.”

[81] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 840 sivua. Suositukset ovat IFACin antamien standardien täsmällisiä käännöksiä, joihin on tarvittaessa tehty Suomen lainsäädännöstä johtuvia lisäyksiä (viitattu teos s. 5)

[82] Mattila 1984, 205.

[83] Mattila (1984, 204 - 205) on väitöskirjassaan kirjoittanut liiketaloustieteellisestä ja vero-oikeudellisesta yrityksen arvoteorioista, joissa on muun muassa käsitelty objektiivisia ja subjektiivisia arvoja. Myös Virtanen (1972, 10) on käsitellyt asiaa.

Yrityksen arvoon liittyvät tilintarkastajan laskelmat ovat usein kuitenkin riippuvaisia yritysjohdon näkemyksistä ja tekemisistä, varsinkin yrityksen tulevaisuutta koskevalta osalta. Laskelmia käytetään usein muun muassa yrityksen investointien päätöksissä, yritysten osto- tai muiden *päätösten* perustana. Jos klassisen arvoteorian mukaan henkilöltä, joka antaa objektiivisen arvion yrityksen arvosta vaaditaan, että hän on ulkopuolinen, puolueeton ja rehellinen, asioihin hyvin perehtynyt sekä yrityksen toimialaa hyvin tunteva ammattilainen, voitaisiin ajatella tilintarkastajan arvion täyttävän kyseiset ehdot. Hyvin harvoin (jos koskaan) tilintarkastajalla on kuitenkaan riittävää ajan tasalla olevaa yrityksen toimialan osaamista tai kokemusta, jolloin on nojauduttava yritysjohdon näkemyksiin, varsinkin tulevaisuudesta. Jos arvio koske yrityksen nykyhetken arvoa, yritysten taseen omaisuuserien arvon päivittämisen asiantuntemus vaatii useimmiten apua joltain toiselta asiantuntijalta.

Subjektiivinen arvo on riippuvainen siitä, kenen näkökulmasta arvonmäärityksessä on kyse. Subjektiivinen näkökulma lähtee asianomaisen intressentin tavoitteista, muista käytettävissä olevista vaihtoehdoista ja arvonmäärityksen ajankohdasta. Arvonmääritystä toteutetaan päätöksentekoa ajatellen. Yrityskaupoissa tilanne lienee juuri tällainen. Ostajan ja myyjän subjektiiviset arvot poikkeavat usein toisistaan. Perustana olevat suunnitelmat ja odotukset ovat usein erilaisia.[84]

Ulkopuolisen, puolueettoman tilintarkastajan rehellinen ja kriittinen arvio ei siten tee siitä edellä tehdyn määritelmän mukaan objektiiviseksi, koska se usein nojautuu pitkälti yritysjohdon näkemyksiin.[85] Ostaja tai myyjä tilintarkastajan toimeksiantajana saattaa vaikuttaa myös arvonmääritykseen. Yrityskaupoissa laaditaan usein ostajan toimeksiantona niin sanottu *due dilligence* -läpikäynti, jossa tilintarkastaja voi olla mukana tai suorittaa sen kokonaisuudessaan.[86] Tällä läpikäyntiprosessilla pyritään turvaamaan molempien osapuolten intressit.[87]

Tämän tutkimuksen kannalta päädytään edellä olevan perusteella siihen, että tilintarkastaja IFAC:in suositusten *objektiivisuuden periaatetta*[88] noudattamalla toteut-

[84] Virtanen 1972, 13.
[85] Tilintarkastaja voi toimia myös niin, että hän arvioi historiatietojen perusteella tuleva kehitys (toiminnan eri osatekijöiden muutokset prosentuaalisesti, trendin tai absoluuttisten lukujen mukaan). Käytännössä tällainen arvio onnistuu vain poikkeustapauksissa. Alan ja yrityksen kehityksestä tarvitaan aina tietoja ja se saadaan johdon ja omistajien näkemyksistä.
[86] Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen 2001, 18 - 24 ja 37 - 38.
[87] Syrjänen 2001, 95 - 114.
[88] IFACin eettisten ohjeiden mukaan objektivisuuden periaate tarkoittaa, että tilintarkastajan ei pitäisi antaa ennakkokäsityksille, intressiristiriidoille tai toisten osapuolten liialliselle vaikutukselle valtaa ammattiin tai muuhun työhön liittyvässä harkinnassa (KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry, 2007b, 96). Kyseessä on siten tilintarkastajan objektiivisuuden periaatteesta.

taa viime kädessä *henkilökohtaista tulkintaa ja näkemystä* yrityksen arvosta tai sen osista. Se on siksi myös viime kädessä hänen henkilökohtainen (*subjektiivinen) arvio yrityksen arvosta tai hinnasta*. Tilintarkastajan raportin tai lausunnon painoarvoa lisää kuitenkin selvästi se, että hyvä tilintarkastustapa on antajalla täytynyt olla tärkeänä perustana ja kaiken toiminnan ohjenuorana. Siksi arvion luottamustaso oikein tehtynä on korkea. Tilintarkastajan näkökulma määräytyy hyvän tilintarkastustavan mukaan. Tilintarkastajan tapa toimia tulee kaikissa toimeksiannoissa olla tämän IFAC:in objektiivisuden periaatteen mukainen, eli oikeudenmukainen ja rehellinen. Se vaatii kaikkien osapuolten luottamuksen säilymisen kannalta sen, että raportissa tai lausunnossa ilmaistaan puolueeton, oma rehellinen näkemys asiasta, jonka perusteet on selkeästi dokumentoitu ja tarpeen vaatiessa todennettavissa.

Tämän tutkimuksen kannalta on tärkeää korostaa työn suunnittelun ja toteutuksen dokumentointia. Dokumentointi tarkoittaa hyvän tilintarkastustavan ja terveen harkinnan mukaista suunnittelua ja toteutusta. Se sisältää toimeksiannon kokonaisuus huomioon ottaen kuvauksen toimeksiannon luonteesta, jossa olennaisuutta ja riskin arviointia on tapahtunut riittävästi. Usein on myös paikallaan arvioida toimeksiannon laajuus ja ajoitus aikatauluineen.

1.3 Tutkimustehtävä ja sen rajaaminen

Tutkimuksen tavoitteena oli *selittää* tilintarkastajan antamien eräiden lakisääteisten ja vapaaehtoisten lausuntojen sekä raporttien *arvostusperusteita*, jotka koskivat koko yrityksen arvoa tai sen osaa. Liiketaloustieteen teoriapohjaan perustuen (muun muassa yrityksen kirjanpitoon, tilinpäätökseen ja tilintarkastukseen nojautuen) ja yhtiö- ja joltain osin vero-oikeudelliset säännökset huomioon ottaen, pyrittiin *systematisoimaan* eräitä yrityksen arvostusmenetelmiä tuomalla esiin *tilintarkastajan näkökulma* yrityksen arvoa koskevissa kannanotoissa. Lähtökohtaisesti tilintarkastajan tehtävänä on antaa lausunto tai arvio yrityksen arvosta tai sen osasta, joka on *oikea* kyseiseen *tilanteeseen* ja *ajankohtaan* nähden. Tilintarkastajan kannalta arvonmääritys painottuu *ongelmaan*, mikä on esillä olevan yrityksen tai sen osan lainsäännöksen, muun ohjeen tai sopimuksen tarkoittama oikea arvo tai hinta tietyllä arviointihetkellä.

Tilintarkastajan näkökulma oli tässä tutkimuksessa *auktorisoidun tilintarkastajan* (KHT tai HTM) näkökulma. Vaikka periaatteessa kaikkia tilintarkastajia sitoo olennaisilta osin samat määräykset, muodostavat muut niin sanotut *maallikkotarkastajat* niin heterogeenisen ja vaikeasti hallittavan ryhmän, ettei asioita tarkastella heidän kannalta lainkaan.[89]

Nykyaikaisen yrityksen arvonmäärityksen tavoitteena on määrittää yrityksen arvo sen *taloudellisen tilan* perusteella.[90] Yrityksen arvonmääritys tapahtuu, ei pelkästään *nykyhetken,* vaan ennen kaikkea *tulevaisuudessa odotetun* menestyksen perusteella. Tilintarkastajan näkökulmasta katsoen nämä asiat muodostavat parhaan perustan yrityksen arvon määritykselle. Lähtökohtana tässä tutkimuksessa oli siten tämä liiketaloudellinen näkemys, jonka mukaan paras yrityksen arvolaskelma perustuu paitsi historiatietoihin myös yrityksen menestystä tulevaisuudessa kuvaaviin oletuksiin. Tilintarkastajan tekemät arviot tulisi siis mahdollisimman hyvin kuvata näitä molempia ulottuvuuksia, jos ne soveltuvat arvonmääritysongelmaan ja -hetkeen.

Yrityksen ja sen omaisuuden *arvo* tai *hinta* määräytyy markkinoilla *kysynnän ja tarjonnan* mukaan.[91] Tässä tutkimuksessa tilintarkastajan tekemä yrityksen arvonmääritys lähti tästä perusolettamuksesta. Kun eri tilanteissa on määriteltävä joko lain tai muun ohjeen vuoksi yrityksen tai sen osan arvo, tavoitteena oli myös tehdä eri menetelmien kohteen mukaista ryhmittelyä, jotka liittyivät arvioituun sopivuuteen mitata toimeksiannon mukaisia arvoja. Syyt yrityksen omistusmuutoksiin voivat olla hyvin erilaisia. Tässä tutkimuksessa tyydyttiin asian käsittelyn yhteydessä vain esimerkinomaisesti luettelemaan joitakin syitä.

Koska tutkimus kohdistui sekä liiketaloustieteen että oikeustieteen problematiikkaan, heijastuivat käytetyt tutkimusmetodit tätä laaja-alaisuutta. *Juha Tolonen*[92] on

---

[89] Uudessa tilintarkastuslaissa (UTTL 459/2007) ei enää puhuta muusta kuin tilintarkastajista. Lain esitöiden (HE 194/2006 vp uudeksi tilintarkastuslaiksi) mukaan ei enää pääsääntöisesti sallittaisi maallikkotilintarkastajia.

[90] Kallunki & Niemelä 2007, 13 ja Kallunki & Niemelä 2004, 11. Leppiniemi (1999, 14 - 15) kirjoittaa muun muassa yrityksen arvosta eri vaihtoehtojen mukaan silloin kuin markkinahintaa ei ole julkisesti noteerattu. Silloin arvioidaan yrityksen todennäköinen luovutushinta tai laskennallinen hinta (substanssiarvo tai tuottoarvo). Hän toteaa arvonmääritystilanteet yleensä sellaisiksi, joissa yritys toimii jatkuvasti (going concern), jolloin yrityksen markkina-arvon parhaana laskennallisena vastineena voidaan pitää sen tuottoarvoa. Substanssiarvo kuvaa parhaiten sitä rahamäärää, joka jäisi jäljelle kun yritys lopetettaisiin (”teurasarvo”).

[91] Leppiniemi 1999, 12.

[92] Juha Tolonen 2005, 237 - 238. Määttä (2006, 49) on - viitaten Pekka Timoseen kirjoitukseen (Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa. Teoksessa Näkökulmia oikeustaloustieteen, toim. Vesa Kanniainen ja Kalle Määttä, Tampere 1996, 129 - 159) - yhtynyt siihen kritiikkiin, jonka mukaan oikeustaloustieteilijät eivät tee eroa *de lege lata - ja de lege ferenda* -tyyppisen tutkimuksen välillä. Määttä kritisoi myös väitettä, että *Common law* -järjestelmä rakentuisi taloustieteellisen logiikan pohjalle. Sitä ei ole tehty säädännäisoikeuden osalta Suomessa eikä myös useimman muun Euroopan maassa.

todennut sattuvasti tätä tutkimusta ajatellen, että nykyinen ns. *law and economics* (talouden oikeustiede*)* suuntaus on etupäässä taloustieteellinen suuntaus, jossa analysoidaan oikeutta taloustieteen näkökulmasta. Siinä pyritään selittämään oikeudellisia ratkaisuja ja edelleen analysoimaan talousorganisaatiota. Siihen liittyy kyllä selvästi myös halu ohjata ratkaisujen sisältöä tiettyyn suuntaan. Juuri tässä tulee ilmi nykyisen taloustieteen pyrkimys yhteiskuntatieteiden (oikeustiede mukaan lukien) perustieteeksi, johon nähden muut yhteiskuntatieteet ovat alisteisia.

Oikeustaloustieteestä on tullut tärkeäksi suuntaukseksi oikeustieteessä vaikka oikeuskäytännössä sitä ei paljon ole näkynyt. 2000-luvulla se on vakiinnuttanut asemansa erityisesti yhtiöoikeudessa ja sopimusoikeudessa, mutta myös muilla alueella kuten vahingonkorvaus- ja ympäristöoikeudessa.[93] Kuva oikeudesta tulee erilaiseksi, kun sitä selitetään sosiologian, taloustieteen tai tilastotieteen kaltaisen empiirisen yhteiskuntatieteen käsitteistön, teoriamuodostuksen ja metodiopin kautta, verrattuna siihen käsitykseen, jonka perinteinen lakitekstin merkityksiä tulkitseva ja systematisoiva lainoppi kykenee tarjoamaan.[94]

Yleisesti ottaen *tieteen filosofialla* voidaan *Niiniluodon*[95] mukaan lyhyesti määritellen tarkoittaa filosofisen metodin soveltamista tieteeseen - tutkimustoimintaan ja sen tuloksiin. Yhteiskuntatieteellinen tutkimus[96] on pelkistäen jaettu *kvalitatiivisiin* (laadullisiin) ja *kvantitatiivisiin* (tilastollisiin, määrällisiin) menetelmiin.[97] Kvalitatiivinen tutkimus määritellään usein sen mukaan miten se suhtautuu kvantitatiivi-

---

Hän kirjoittakin, että on saman tien kysyttävissä, voiko taloustieteellisellä argumentaatiolla olla etenkään lain tulkinnassa mitään merkitystä.

[93] Hannu Tolonen 2003, 164 - 166. Hän jakaa oikeustaloustieteen normatiivisen taloudellisen tehokkuuden merkityksessä säätelyteoreettiseen (aika- ja kustannustehokkuus sekä joustavuus) ja markkina-analyyttiseen (rationaalinen taloudellinen käyttäytyminen) osaan.

[94] Siltala, 2001, 74 - 75. Siltala toteaa edelleen, että lainopin tulkitseva tiedonintressi saa väistyä osittain tai kokonaan oikeuden yhteiskuntatieteellisen analyysin tieltä. Katso myös lakikäsitteen historiallisesta kehityksestä esimerkiksi Juha *Tolonen* 1988.

[95] Niiniluoto 1988, 21. Kirjoittajan mukaan (s. 22) filosofian yhtenä tehtävänä on muun muassa ajatustottumusten *problematisointi*, eli ongelmien herättäminen. Toisena tehtävänä on epäselvien, monimielisten tai implisiittisesti omaksuttujen näkemysten *eksplikointi*, so. selkeäksi tekeminen, erittely ja muotoili. Erityisesti eksplisoidaan erilaisia tieteen käsityksiä, jossa käytetään hyväksi esimerkiksi käsiteanalyysia. Kolmanneksi arvioidaan eksplikaation tuloksena satujen näkemysten pätevyyttä esittämällä niille perusteluja tai vastaesimerkkejä. Tätä filosofisen metodin osaa kutsutaan *argumentaatioksi.*

[96] Näkemyksiä soveltavasta yhteiskuntatieteellisestä tutkimusotteesta, katso esimerkiksi Rolin & Kakkuri-Knuuttila & Henttonen 2006, 7 - 15, Rolin 2006, 16 - 35, Lagerspetz 2006, 36 - 53, Kakkuri-Knuuttila 2006, 54 - 87, Kuorikoski 2006; 88 - 110, Lukka 2006, 111 - 133, Katila & Meriläinen 2006, 134 - 154, Vaara & Laine 2006, 155 - 173, Moisander & Eräranta 2006, 174 - 193, Sappinen 2006, 194 - 214, Lehtinen 2006, 215 - 240 ja Knuuttila 2006, 241 - 267. Katso myös Ödman 2007 ja Ruane 2006 sekä Ejvegård 2003.

[97] Alasuutari 1994, 22 ja Alasuutari 1999, 31. Kasvatustieteen kannalta Alasuutari toteaa (1994, 23 ja 1999, 32) kuitenkin, ettei ihmistieteellisen tutkimuksen menetelmällistä kenttää voi jakaa ”kvalitatiivisiin” ja ”kvantitatiivisiin” menetelmiin. Sen sijaan voidaan erottaa yhtäältä luonnontieteen koeasetelma ja toisaalta arvoituksen ratkaiseminen. Alasuutari (2001, 46 - 64) kirjoittaa kvantifioivasta metodista muun muassa Max Weberin ja Ferdinand Tönnisien osuudesta tilastolliseen sosiaalitutkimukseen. Kvantifioivan metodin ydin on siinä, että todellisuutta tarkastellaan Alasuutarin mukaan erilaisista ”muuttujista” koostuvan lainalaisuuksien järjestelmänä. Keskeiseksi metodisiksi keinoiksi kohoavat vakioiminen ja erojen selittäminen.

seen tutkimukseen.[98] Menetelmien eroiksi voidaan selittää sen, että kvalitatiivisilla tutkimusmenetelmillä tavallisimmin ymmärretään ei-tilastollisia kenttätutkimusmenetelmiä.[99] Ero menetelmien välillä on lähinnä tavoissa, joilla niiden tieteellinen selitysvoima osoitetaan. Kun tilastolliset menetelmät nojautuvat matemaattisiin keinoihin tieteellisyyden osoittamiseksi, kvalitatiivisten menetelmien käyttäjät keskittävät huomionsa aineiston hankintaan. Se nähdään tärkeänä siksi, ettei aineiston hankkimistavan tieteellisyyttä voida asettaa kyseenalaiseksi. Tieteellisyys on tämän tarkastelun mukaan yhtä kuin tutkimuksen validius (luotettavuus). Tilastollisten menetelmien käyttäjät usein edustavat niin sanottua objektiivista tutkimuslinja, jonka tavoitteena on totuus, joka on riippumaton sekä käytetyistä menetelmistä että tutkijasta itsestään.[100] Kvalitatiivinen tutkimus on näin katsottuna siten subjektiivista, koska tutkija itse on tärkeä tutkimusväline.[101]

Kvantitatiivisen tutkimuksen filosofinen lähtökohta on *Niskasen*[102] mielestä usein ollut positivismissa (suuntaus, jonka mukaan todellista tietoa on vain tieteellinen tieto, jollaista voidaan synnyttää ainoastaan päätymällä positiiviseen lopputulokseen tieteellisten teorioiden pätevyydestä tiukkaa tieteellistä menetelmää hyödyntämällä), kun taas kvalitatiivisen tutkimuksen fenomenologia (ilmiöt kohteena) ja hermeneutiikka (taito tulkita, kääntää ja selittää) korostavat ihmiskäsityksien ja aineiston monipuolisuutta sekä monitieteistä näkökulmaa. Kvalitatiivinen tutkimus perustuu usein tulkinnalliseen lähestymistapaan. Aineiston luonne on ei-numeerinen (tekstit yms.) eli niin sanottu pehmeä data.

Laadullisen tutkimuksen ongelman ratkaisemiseksi käytetään muun muassa *analyysia (analyyttista induktiota), tulkintaa ja argumentaatiota*.[103] Kokonaiskuvan saaminen on tärkeä osa tutkimusta. Myös joukkoa teknisempiä menetelmiä on käy-

---

[98] Eskola & Suoranta 1998, 13 - 14.
[99] Grönfors 1982, 11 - 15.
[100] Grönfors (1982, 14) toteaakin objektiivisen tutkimuksen mahdollisuuden olevan kvantitatiivisessa tutkimuksessa varsin kiistanalainen. Vertaa Alasuutari (1999, 34 - 37), jolla on asiasta samansuuntaisia ajatuksia.
[101] Eskola & Suoranta (1998, 211) toteavat, että laadullisen tutkimuksen lähtökohtana on tutkijan avoin subjektiviteetti ja sen myöntäminen, että tutkija on tutkimuksen keskeinen tutkimusväline. *Sveningsson & Lövheim & Bergquist* (2003, 7) kirjoittavat, että internetin avulla voidaan toteuttaa aivan uudenlaista tutkimusta: ”Internet har på kort tid skapat förutsättningar för helt nya former för interaktion, meningsskapande och kultutrella fenomen.”
[102] Niskanen 2002.
[103] Koskinen & Alasuutari & Peltonen 2005, 230 - 231. Katso myös *Kainulainen* (2004, 17 - 26), joka on tehnyt tutkimusta Oikeuspoliittisessa tutkimuslaitoksessa poikkitieteellisessä tutkimusryhmässä. Hän kirjoittaa muun muassa, että laadullisessa tutkimuksessa pyritään tutkittavien ilmiöiden ymmärtämiseen (aristoteelinen traditio), määrällisessä tutkimuksessa ilmiöiden selittämiseen ja ennustamiseen (galileinen traditio). Kvantitatiivisessa tutkimusperinteessä tieteenihanne on otettu luonnontieteistä, jolloin korostetaan muun muassa tutkimuksen objektiivisuutta. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa subjektiivisuus katsotaan lisäävän sen tieteellistä selitysvoimaa. Suuntaukset on aikaisemmin nähty keskenään kilpailevina. Tänä päivänä tällaista vastakkainasettelua ei enää pidetä tarpeellisena. Samassa tutkimuksessa voi hyödyntää molempia tutkimusotteita.

tetty. Jotkut menetelmät perustuvat aineiston intuitiiviseen ryhmittelyyn. Matriiseja ja vuokaavioita on käytetty myös yleisesti.[104] Kvalitatiivista tutkimusta tehdään liiketaloustieteissä useimmiten siksi, että voitaisiin kerätä pienestä tapausjoukosta suhteellisen paljon tietoa.

Liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa ei nykyisin vallitse tuotettavan tiedon luonnetta koskevaa yksimielisyyttä.[105] Liiketaloustiellisissä tutkimuksissa käytetään sekä kvantitatiivisia että kvalitatiivisia menetelmiä. Merkittävimmät organisaatiotutkimuksen klassikot 1950-luvulla olivat kuitenkin kirjoittajien mukaan kaikki laadullisia tutkimuksia, kuten Philip Selznick (1946, tutkimus Tennessee Valley Authoritystä), Alvin Gouldner (1955 tutkimus kaivosyhtiön organisaatiosta), Peter Blaun (1955 tutkimus Yhdysvaltain metsähallinnosta) ja Melville Dalton (1959, tutkimus yrityksen johdon keskinäisestä politikoinnista). He päätyvät näkemykseen, että merkittävä osa liiketaloustieteellisen tutkimuksen ydinteorian perusongelmista ja havainnoista myöhemmin on peräisin laadullisista tutkimuksista.[106]

Tämä tutkimus oli liiketaloustieteen kannalta pääasiassa *kvalitatiivinen*, jossa mukana oli joitakin *kvantitatiivisia osia.*[107] Yritysten menneiden tilikausien tilinpäätökset ja tulevien vuosien tulos- ja rahoitustavoitteet ovat tietoja, joita käsitellään rahavirtamallien ja tilinpäätösanalyysien avulla. Niiden tulkinnassa tarvitaan kuitenkin tilintarkastajan henkilökohtaisia näkemyksiä. Tutkimus perustui paitsi kirjallisuuteen ja oikeuskäytäntöön myös yli 40 vuoden käytännön liike-elämän ja laskentatoimen sekä tilintarkastuksen opettajan *kokemukseen*. Tähän on sisältynyt osittain samanaikaisesti, noin 25 vuoden kokemus KHT-tilintarkastajana ja noin 20 vuoden KHT-yhteisö KPMG Wideri Oy Ab:n[108] osakkaana ja Vaasan toimiston johtajana sekä Pohjanmaan toimistojen vastuuhenkilönä.

---

[104] Koskinen & Alasuutari & Peltonen 2005, 243 - 247. He toteavat, että kenties puhtainta intuitiivista menetelmää käytetään tuotekehityksessä ja markkinoinnissa (contextual inquiry, Beyer ja Holzblatt 1998). Tarkoituksenmukaisuussyistä valituista aineistosta ei normaalisti voi tehdä yleistyksiä ilman perusteluita. Joskus voi myös käyttää tilastollisia menetelmiä, joka voi tuottaa myös ongelmia, jollei aineisto ole riittävän suuri. Teorian ja vertailun avulla on laadullisessa tutkimuksessa yleensä parhaiten mahdollista tehdä yleistyksiä (s. 268- 269).

[105] Koskinen & Alasuutari & Peltonen 2005, 15.

[106] Koskinen & Alasuutari & Peltonen 2005, 24 - 25. Katso lähemmin viitattuihin teoksiin ja viittauksien yhteydessä kerrottuun kehitykseen 1950-luvulta eteenpäin.

[107] Alasuutari (1999, 33) kirjoittaa, että laadullisissa tutkimuksissa on tavallista, että siinä sovelletaan vaihtelevassa määriin muuttuja-ajattelua ja tilastollista todistelua.

[108] Aikaisemmin KHT-yhteisö Widenius, Sederholm & Someri Oy Ab, joka nykyisin on KHT-yhteisö KPMG Oy Ab.

Oikeustieteen tehtävä on vakiintuneen määritelmän mukaan tulkinta ja systematisointi.[109] Oikeusdogmaattinen eli lainopillinen tutkimus on yleensä jaettu *oikeussäännösten sisällölliseen selventämiseen (tulkintaan)* ja *oikeussäännösten systematisointiin.* Sisällön selvittämiseen tähtäävä toiminta on oikeussäännön tulkintaa.[110] Yleisesti ottaen systematisointi on käsitejärjestelmien muodostamista oikeudellisista yleiskäsitteistä. Kyse on käsitteiden välisistä suhteista ja systeemiyhteydestä.

Joskus on haluttu erottaa tieteellisen ja ei-tieteellisen laintulkinnan toisistaan. Tieteellinen laintulkinta on usein ollut yhteydessä eriasteisiin positivistisiin virtauksiin. Laintulkinnan tavoitteena voisi tämän mukaan olla löytää lain (sananmuodon) mukainen tai lainlaatijan (historiallista) tarkoitusta vastaava sisältö. Se voisi myös olla se, että tieteellinen laintulkinta voi ainoastaan todeta ne tulkintavaihtoehdot, jotka laki soveltajalle jättää.[111]

Lainoppi ei tavoittele eikä voi tavoitella totuutta, joka olisi sillä tavoin objektiivinen ja kontrolloitava kuin mitä tällä tarkoitetaan arkiajattelussamme.[112] Lainopillinen kannanotto ei ole tosi tai epätosi vaan paremmin tai huonommin perusteltu. Kannanoton arviointi ei perustu lopputulokseen vaan sen perusteluihin.[113] Lainoppi on ennen muuta argumentaatiolle rakentuvaa tiedettä, joka ei tavoittele ”totuutta” vaan vakuuttavasti perusteltuja kannanottoja. Kannanotosta ei tule hyväksyttävää siksi, että joku muu on aiemmin ollut samaa mieltä vaan siten, että sen tueksi esitetään vakuuttavat perustelut.

Lainopin tutkimuskohteena on voimassa oleva oikeus ja tehtävänä viime kädessä oikeussäännösten sisällön selvittäminen, joka tapahtuu esittämällä kannanottoja eli tulkintasuosituksia siitä, miten säännöksiä tulisi erilaisissa tyyppitilanteissa sovel-

---

[109] Hannu Tolonen 2003, 133.
[110] Aarnio 1989, 48 ja Aarnio 1982, 22 - 29. Tulkinnasta laajemmin Aarnio 2006, 246 - 376.
[111] Aarnio 1989, 153 - 155
[112] Timonen 1998, 8 - 9.
[113] Aarnio (1989) on laajasti käsitellyt muun muassa tulkintaratkaisun perustelemista (181 - 216) ja tulkintaperusteita (217 - 252) sekä tulkintasääntöjä ja tulkintaperiaatteita (tulkintastandardeja, 253 - 259). Vertaa *Ervasti* (2004, 15), joka kirjoittaa, että lainopin taustalla oleva teoreettinen kuva oikeustieteestä on jossain määrin ambivalentti. Siinä korostetaan käytännön lainnoppia ja tuomarin toiminnan jäljittelyä tieteenihanteena, mutta toisella kädellä korostetaan teoriaa. Lainoppi on jaettu käytännöllisen ja teoreettisen osaan, jonka Ervasti näkee jossain määrin ristiriitaisena. Teoria avaa tien kaikkiin mahdollisiin suuntiin, myös empiriaan. Oikeustieteellisissä teorioissa tukeudutaan usein yhteiskuntatieteellisiin teorioihin, joilla on välitön kytkentä myös empiiriseen tutkimukseen. Staattinen, poikkileikkauksen omainen kuva oikeudesta ei ole riittävä. Viimeaikaisissa teoreettisissa pohdinnoissa on pyritty saaman ote oikeuden muuttuvaisuudesta, kontekstuaalisuudesta ja kommunikatiivisuudesta. Katso myös *Aarnio* 1997, 35 - 56 ja Eriksson 1997, 57 - 73. *Lohi* (2004, 39) toteaa muun muassa, että yhteiskuntatodellisuutta ja käytännön oikeuselämää koskevalla reaalitiedolla on oma kiistaton merkityksensä jäämistölainopin kannalta. On kuitenkin syytä varoa voimakasta vastakkaisasettelua empiristisen tutkimusotteen ja perinteisen lainopin välillä. Yhteiskuntatodellisuutta koskevan reaalitiedon tulisi nähdä mahdollisuutena. *Ylhäinen* (2004, 42 - 52) näyttää ajattelevan sa-

taa. Systematisointi on tavallaan tulkinnan tai tulkintojen taustalla. Systematisoinnin voi nähdä normien välisten suhteiden selvittämisenä, jolloin normisto jäsennetään yhdenmukaisen ja johdonmukaisen kysymyksenasettelun puitteisiin siten, että oikeusjärjestyksen eri osa-alueiden väliset yhteydet tulevat esille. Vaativinta systematisoinnissa on oikeudellisen käsitteistön muokkaaminen ja usein siihen liittyvä oikeudellisen järjestelmän osittainen uudelleen muotoaminen.[114]

Tämän tutkimuksen oikeustieteellinen metodi voidaan ainakin joltain osin sanoa olevan *lainopillinen*.[115] Tilintarkastajan tehtävään suorittaa lain, viranomaisen tai jonkun muun määräämän toimeksiannon mukaisen arvion yrityksen arvosta tai hinnasta tai jostakin osasta yritystä, perustuu lähtökohtaisesti asianomaisen lain säännön, ohjeen tai sopimuksen *tulkintaan*, mitä tulee tehdä ja joskus, miten arvioinnin tulisi tehdä.

Perinteinen oikeusdogmaattinen tutkimus ei yksin kykene tarjoamaan edellytyksiä yhteiskunnan tasapainoisen kehittämisen kokonaiskuvan muodostamiselle, *Kangas*[116] toteaa. Tarvitaan jotain enemmän. Vaihtoehtona Kangas tarjoaa *ongelmakeskeistä lainoppia.* Jotta oikeudellisesta ongelmasta voitaisiin puhua, on oletettava tietty pätevällä tavalla annettujen oikeusnormien muodostama kokonaisuus, jonka sisällä syntyviä kysymyksiä voidaan nimittää oikeudellisiksi. Useimmiten kysymyksillä on yhteys siihen todellisuuteen, jota normatiivisella järjestyksellä on haluttu ohjailla. Oikeudellinen ongelma on siis yhteiskunnallinen.

Lainoppia voidaan jakaa systematisoinnin ja tulkinnan keskinäisen suhteen mukaisesti *ongelmakeskiseen* ja *normikeskeiseen lainoppiin*. On mahdollista kysymyksenasettelusta riippuen sanoa, että tutkimustehtävänä on joko muodostaa kokonaiskuva jonkin oikeudellisesti mielenkiintoisen ongelman sääntelystä (ongelmakeskeinen lähestymistapa) tai muodostaa perusteltu käsitys siitä, miten tiettyä säännös-

---

mansuuntaisesti kirjoitettaessa oikeussosiologiasta lainopin tutkimuksessa. Näin myös ympäristöoikeuden kannalta Herler (2004, 53 - 65).

[114] Timonen 1998,6 - 7.

[115] Aarnio 1982, 22 - 29 ja 1989, 47 – 61, jossa hän on kuvannut oikeusdogmatiikan eli lainopin pyramidin neljällä ymmärtämisen tasolle (kuva s. 48) sen mukaan kuinka syvällisesti on menty. Tavoitteena oli päästä yleistä tasoa syvemmälle. Verooikeudellisesta näkökulmasta, katso esim. Myrsky 2004, 39 - 55 ja Myrsky 2002, 162 - 174. Tilintarkastajan kannalta tässä tutkimuksessa soveltuisi, ainakin joltain osin, myös Myrskyn (2002, 162) esittämä ”deskriptiivinen, realistinen oikeuslähdeoppi, ei normatiivinen.”

[116] Kangas 1997, 93 - 94. Katso myös Kangas (1982), Siltala (2003, 466 ja 581) ja Kinnunen (201) 114 - 126.

tä tai säännöksiä tulisi tulkita (normikeskeinen tai normilähtöinen lähestymistapa).[117]

Lähes jokainen oikeustieteellinen tutkimus on yhdistelmä ongelmakeskeisiä ja normikeskeisiä kysymyksenasetteluja ja ongelmia. Kysymys on toisaalta erilaisista kysymyksenasetteluista, toisaalta erilaisista tiedonintresseistä, mutta ongelma- ja normikeskeisen lainopin välille ei muodostu sellaista eroa, joka ilmenisi esimerkiksi erilaisena metodologiana.[118]

Ongelmakeskeisen lainopin tai *metodin* käsitteen käyttö on viime vuosina yleistynyt.[119] Ongelmakeskeisyys voidaan ymmärtää eri tutkimusmenetelmiä tai eri oikeudenalojen tietämystä hyödyntäväksi tutkimustavaksi. Ongelmakeskeisyys on liitetty monitieteelliseen tutkimustapaan. Joissakin tapauksissa on kysymys siitä, että perinteellistä lainoppia laveammin tukeudutaan eri tieteenaloille ulottuvaan tarkastelutapaan. Esimerkiksi elinkeinoverotuksen (vero-oikeuden) syvällistä hallintaa ei voitane ajatella ilman kirjapidon (kirjanpito-oikeuden) ymmärtämistä. Samoin on kirjanpitorikosta koskevassa tapauksessa tunnettava sekä rikoslain että kirjanpitolain säätelevää normistoa. Riita-asioissa esimerkkeinä voidaan mainita asuntoosakeyhtiössä mahdolliset epäselvyydet hoito- ja pääomavastikkeiden laskemisessa jos liikehuoneistojen vuokrauksessa vuokranmäärä on sidottu liikevaihtoon (prosenttivuokra). Tällöin on aiheellista kysyäkin, miten selvittää, mitä kuuluu liikevaihtoon tai kuinka lasketaan vastikkeet, jollei kirjanpidon lainsäädäntöä tunneta?[120] Ongelmakeskeisyyteen on liitetty monenlaisia näkökulmia. Tutkimusmenetelmänä voi olla esimerkiksi empiirinen tai kokemusperäinen, oikeushistoriallinen, oikeussosiologinen, oikeusfilosofinen, oikeusvertaileva tai oikeustaloustieteellinen.[121]

Oikeustaloudellinen tai *talousoikeudellinen* näkökulma sopisi myös tähän tutkimukseen. Talousoikeudellisella tarkastelutavalla tarkoitetaan näkökulmaa, jossa sopimuksen dynaamisuus nähdään talouselämän muotona. Talousoikeudellinen nä-

---

[117] Timonen (1998, 6). Hän viittaa myös Kankaan(1982) tutkimukseen asiasta, jossa Kangas kirjoittaa, että ongelmakeskeinen lainoppi avaa uudenlaisen näkökulman oikeusjärjestykseen. Se pyrkii systematisoimaan oikeusjärjestystä, ei vain jotain osa-aluetta. Ongelmakeskeisen lainopin perusajatus on oikeusjärjestyksen ykseys, jota ei saa kadottaa missään vaiheessa. Kokonaisuuden systematisointi jonkun peruskysymyksen suhteen, siinä on kaiken ydin. Tämä erottaa perinteisen lainopin ongelmakeskeisestä lainopista.

[118] Timonen 1998,7.

[119] Lehtonen 2005a, 105 - 106 ja Lehtonen 2005b, 155 - 163 sekä niissä mainitut lähteet.

[120] Lehtonen 2005a, 113 - 116.

[121] Lehtonen 2005b, 160. Verolakien tulkinnasta Wikström (1997, 334 - 338), jonka mukaan lakiteksti on keskeisessä asemassa, vaikka vastakkaisia piirteitä tulee myös esille (joustava tulkinta tai realismi).

kökulma liittyy kysymysten esittämiseen, ongelmien tunnistamiseen ja tulosten jäsentämiseen. Kun kyseessä on käytännön ongelmasta, jossa selvitetään oikeudelliset toimintavaihtoehdot, se johtaa erilaiseen vastauksen etsintään kuin silloin, kun tavoitteena on normin sisällön selvittäminen.[122]

Koska tilintarkastajan käytännön työkenttä merkitsee laaja-alaista sekä liiketaloustietieteellistä (esimerkiksi laskentatoimi, kirjanpito, tilintarkastus) että oikeustieteellistä (esimerkiksi tilintarkastuslaki, kirjanpitolaki, osakeyhtiölaki, verolait) tarkastelutapaa ja tulkintaa, oli luonnollista, että tätä tutkimusta voitiin myös kuvata *ongelmakeskeiseksi lainopin metodin* soveltamiseksi.[123] Yrityksen arvonmääritystilanteissa korostui tilintarkastajan *ongelma* määrittää kohde oikein eri määritystilanteissa. Yrityksen arvo tai hinta perustuu sen aikaisempaan menestykseen ja arvioihin sen tulevaisuuden toiminnasta. Laskentatavan sisältö perustuu liiketaloustieteellisiin menetelmiin ja sovelluksiin. Eri lakien tulkinnat ja ohjeistukset saattavat kuitenkin merkittävästi vaikuttaa valitun menetelmän valintaan ja määrityshetken arviointeihin. Oikeudellinen kysymys (ongelma) on siten selvästi olemassa.

Kokoavana näkemyksenä voidaan vielä todeta, että tämä tutkimus oli niin sanottu *poikkitieteellinen tutkimus* tilintarkastajan kannanottoihin eräissä tapauksissa, jotka koskivat yrityksen tai jonkin yrityksen osan arvon arviointia. Liiketaloustieteellinen lähestymistapa oli pääasiallisesti kvalitatiivinen, joka kuitenkin perustui laskentatoimen teoriamalleihin ja -käsitteisiin ja siinä rahavirtalaskelmat muodostivat tärkeän perustan. Tilinpäätöstietojen oikaisut ja tilinpäätösanalyysi saattoivat myös vaikuttaa merkittävästi yrityksen arvon laskemiseen. Kokemusperusteinen tulkinta oli tärkeänä osana tutkimusta. Koska tilintarkastajan toimeksiannoissa yrityksen arvon arviointi hyvin usein perustuu lainsäädäntöön, säännösten tulkinnat loivat tärkeän perustan arviointityölle. Oikeustieteellinen osa oli tavoitteiltaan lainopillinen, vaikka tarkemmin sanottuna ongelmakeskeinen lainoppi ja talousoikeudellinen näkökulma täydensivät hyvin menetelmän määrittelyä.

---

[122] Annola 2003, 39 - 40. Talousoikeudellisen tutkimuksen kohde muodostuu Annolan (s. 40) mukaan 1) talouselämän kokonaisuuden mukaan rajautuvista normeista, 2) kyseisten normien lainopillisesta tarkastelusta *(tulkintakannanotto)*, 3) lainopilliseen tarkasteluun nojautuvasta vaihtoehtoisten toimintatapojen tunnistamisesta *(toimintavaihtoehto)* sekä 4) suositeltavan toimintavaihtoehdon valinnasta *(toimintasuositus)* ja sen perustelemisesta.

[123] Oikea argumentointi on tärkeää, Kangas (1997, 107 - 109) kirjoittaa. Tutkimuksen tuloksen perusteluksi ei riitä se, että on selvittänyt tutkimuskohdetta kontrolloitavien metodisääntöjen avulla. Oikeustieteen tutkimustulos on se tiedonlisäys, jonka tutkimus tuottaa aikaisempaan aineistoon verrattuna. Tutkimuksen tulisi osoittaa oikeudesta jotakin, esimerkiksi järjestelmän toiminnassa havaitsemat epäkohdat. Katso myös Kangas 1982, Siltala 2003, 466 ja 581 sekä Kinnunen 2001, 114 - 126.

Liiketaloustieteellisessä mielessä kyseessä oli etenkin laskentatointa koskeva tutkimus, josta varsinkin kirjanpito ja tilintarkastus muodostivat tärkeimmät osa-alueet. Sekä tilinpäätöksen että tilintarkastuksen standardit (suositukset) antoivat tutkimukselle omalta osaltaan raamit työskentelylle. Juridisessa mielessä painopiste oli osakeyhtiö-, kirjanpito-, tilintarkastus- ja arvopaperimarkkinalakien tulkinnassa.

Tavoitteena oli myös tilintarkastajan näkemyksen mukaan selventää joitakin kannanottoon tarvittavien asioiden sisältöä. Tilintarkastajan näkökulmasta katsoen vaadittava *työ sekä lausunnot ja raportit* kuvaavat tilintarkastajan käyttämiä yrityksen arvostusmallien käytännön sovelluksia. Mahdolliset arvolaskelmien vertailua yhtiölle tai sen omistajille olisi vaatinut empiirisen aineiston käyttöä, jota tässä ei ole ollut.[124] Ongelmakentän laajuuden vuoksi jouduttiin käsiteltävä alue rajamaan sellaisiin alueisiin, mihin tilintarkastajan on otettava kantaa lain tai muun erillisen toimeksiannon perusteella.[125] Tässä tutkimuksessa ei siten käsitellä asioita, jotka kuuluvat varsinaisen *lakisääteiseen tilintarkastustyöhön*, josta annetaan tilikauden päätyttyä tilintarkastuskertomus.[126]

Asian laajuuden vuoksi on tutkimuksessa jätetty pois tilintarkastajan yrityksen arvon ja arvostuksen perusteella laadittavia ja asiakkaille annettavia *lopullisia raportteja ja lausuntoja*. Ne soveltuvat mahdollisen jatkotutkimuksen kohteeksi. Tutkimus rajattiin edelleen tutkimusekonomisista syistä koskemaan eräitä valittuja yritysjärjestelyitä [127] ja arvioita yrityksen tai sen osan tai tietyn omaisuuden arvosta tai hinnasta

- *yrityskaupoissa,*
- osakeyhtiön *apporttiomaisuudella* tapahtuvassa osakkeen merkintähinnan maksussa,

---

[124] Varsinaisia yrityksen arvon empiirisiä sovelluksia ei ole sisältynyt tutkimukseen. Esimerkkejä näistä löytyy kirjallisuudesta muun muassa Kallunki & Martikainen & Niemelä 1999, Kallunki & Niemelä 2004, Kallunki & Niemelä 2007, Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002 ja Leppiniemi 1999.

[125] UTTL 1:1 § kohdat 1 ja 2, jotka koskevat lakisääteisiä tehtäviä sekä viranomaisille ja tuomioistuimille annettavia kirjallisia lausuntoja ja sopimusperusteisia tehtäviä. EU:n alueella mahdollisesti perustettavia suomalaisia Eurooppa-yhtiöiden yhtiöjärjestelyitä ei ole myöskään tutkimuksessa käsitelty. Katso Eurooppa-yhtiöistä esim. Jauhiainen & Kaisanlahti 2005. Eurooppa-yhtiölainsäädäntö ei ole yhtenäinen eri maissa (EU-maat sekä Islanti, Liechtenstein ja Norja). Kirjoittajat (s. 19) toteavatkin, että pelkistetysti sanoen ETA-alueella on eurooppayhtiöille kaikkiaan 28 erilaista säädösympäristöä; yhtiö muuttaa olemustaan rekisteröintivaltionsa mukaisesti.

[126] UTTL 1:1 § kohta 1 ja Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 26 - 36 Katso vielä esimerkiksi Koskelainen 1986, 24 - 41 ja Eric Haglund 1986, 42 - 58 sekä Pajunen 1986, 59 - 67, jotka ovat kirjoittaneet tilintarkastajan tehtäväkentästä.

[127] Katso yritysjärjestelyistä esimerkiksi KPMG 1996, 8 - 133, Blummé & Karhu & Palvi 1997, 118 -164 ja Mähönen & Villa 2006b, 399 - 488 sekä Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007b, 75 - 376.

- osakeyhtiön *oman pääoman riittävyyden* (aikaisemmin pakkoselvitystila-edellytysten) määrittelyssä,
- muutettaessa *henkilöyhtiötä osakeyhtiöksi,* ja
- *vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksissa.*

Nyt on jätetty pois yritysjärjestelyitä tai hyvin vähälle huomiolle asioita, jotka usein katsotaan kuuluvaksi yritysjärjestelyihin ja siten kuuluisivat tilintarkastajan tavanomaisiin toimeksiantoihin. Ne olisivat myös aiheensa vuoksi hyvin sopineet tämän tutkimuksen kohteeksi. Näitä ovat esimerkiksi yrityssaneeraus, omien osakkeiden hankinta ja lunastus, osakeyhtiöiden sulautumiset ja jakautumiset, yritysten sukupolvenvaihdokset, liiketoimintasiirrot, osakevaihdot, due dilligence ja listautumiset arvopaperipörssiin. Ne ovat siten myös sopivia mahdollisen jatkotutkimusten kohteita.

Vaikka verolainsäädäntöä ja vero-oikeudellisia arvokäsitteitä on jonkin verran käsitelty, ei verotuksen vaikutusta ole erikseen punnittu yrityksen arvolaskelmissa.[128] Verotus on yhtenä tekijänä mukana ohjaamassa päätöksentekoa, joskin liiketaloudelliset seikat tulisivat aina olla ratkaisevassa asemassa. Yksityiskohtaiset verovaikutukset eri yrityksen arvolaskelmiin olisivat laajentaneet tutkimusta merkittävästi verotuksen päin ja olisi siksi vienyt eri suuntaan kuin mitä nyt on ollut tavoitteena.[129]

Tilintarkastajan on hyvän tilintarkastustavan vaatimalla tavalla aina laadittava sellaiset *työpaperit*, että niistä ilmenevät *mihin* kannanotot perustuvat ja *miksi* on valittu tietty arvostusmenetelmä ja mahdolliset muut toimenpiteet. Tilintarkastajan tärkeä dokumentointi sisältyi suppeana tutkimukseen.

Tutkimuksessa on keskitytty yrityksen arvostukseen kohdistuvaan tilintarkastajan työhön. Lähtökohtaolettamuksena on, että perusaineisto on kunnossa ja yrityksen toiminta on hoidettu voimassa olevien lakien mukaan.[130] Tekemästään omasta työs-

[128] Yritysjärjestelyistä verotuksen kannalta on käsitellyt muun muassa Myrsky & Linnakangas 2006, 247 - 297 ja Penttilä 1991, 314 - 358 sekä Järvenoja 2007.

[129] Lehtonen (2000, 49 - 109) käsittelee muun muassa laillista veron minimoinnin suunnittelua, joka oikein hoidettuna ja toteutettuna ei aiheuta vero- tai muita seuraamuksia. Illegaalinen veron torjunta ja näennäisoikeustoimet voivat sen sijaan tulla yritykselle kalliiksi.

[130] Hyvän kirjanpitotavan lähteistä, katso esimerkiksi Leppiniemi Jarmo & Raili 2002, Tuukkanen 1986, 68 - 79, Jänkälä & Kaisanlahti 2005, 14 - 61 ja hyvästä tilinpäätösinformaatiosta Haglund & Koskelainen 1986, 80 - 89 sekä konsernin kannalta Simpanen 1986, 109 - 129 ja eläkekulujen esittämisen kannalta Jaakko Nyman, 1986, 179 - 189. Kirjanpitorikoksen kannalta on Lehtonen (2007, 225) käsitellyt asiaa.

tään tilintarkastaja on aina vastuussa. *Vastuukysymyksiä* ei kuitenkaan ole systemaattisesti käsitelty.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Johdantokappaleessa on ensin selvennetty tutkimuksen peruslähtökohtaa, eli tilintarkastajan näkökulmaa, ja tämän jälkeen on tuotu esille tutkimustehtävä ja tehdyt rajoitukset.

Yrityksen arvon tai hinnan määrittämiseen liittyy tilintarkastajan toimeksiannoissa usein eri lakien vaatimat asiat, vaikka niissä ei suoraan ole yrityksen arvoon liittyviä säännöksiä. Niistä ilmenevät usein miksi ja usein myös millä tavalla kannanotot tulee esittää. Kappaleessa 2 on sen vuoksi myös käsitelty keskeisiä teoreettisia käsitteitä ja yrityksen arvon laskemisen valintaan liittyviä asioita.

Tilintarkastajan kannalta keskeinen arvostusmenetelmä perustuu *yrityksen kassavirtaan,* jonka teoreettisen mallin perusteita on käyty läpi kappaleessa 3. Muita arvonmääritysmenetelmiä oli myös käsiteltävä, koska tarvittavia tietoja ei ole käytännössä aina saatavissa tai annettu aineisto ei sellaisenaan aina ole edes asiaan sopiva. Koska tilintarkastajan on otettava huomioon kannanottojen eri tavoitteet ja tarkoitukset, oli siis tärkeää käsitellä muita vaihtoehtoisia arvostustapoja ja -menetelmiä. Varsinkin tiettyyn nykyhetkeen kohdistuvissa arvonmäärityksessä rahavirtalaskelmien nykyarvot soveltuvat heikosti, koska realisoimattomia tulevien vuosien kassavirtoja ei aina voida edes ottaa huomioon.

Kappaleessa 4 on esitetty tilintarkastajan kannalta näkökohtia yrityksen arvostuksessa yrityskaupoissa, osakeyhtiön apporttiomaisuudella tapahtuvassa osakkeen merkintähinnan maksussa, osakeyhtiön oman pääoman riittävyyden määrittelyssä, muutettaessa henkilöyhtiötä osakeyhtiöksi ja vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksissa. Vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksissa otettiin muutamia välimiesoikeuden tuomioita analysoinnin kohteeksi. Kappaleessa 5 on koottu yhteen keskeisiä näkemyksiä näistä asioista. KHO:n ja KKO:n päätöksiä on otettu mukaan tutkimuksen joidenkin asioiden käsittelyn yhteydessä.[131]

[131] Hannu Tolonen (2003, 124 - 125) ja Myrsky 2004, 39 - 54, Myrsky 1991 sekä Myrsky 2004 ovat käsitelleet muun muassa KHO:n ja KKO:n ratkaisujen merkitystä.

1.5 Uusi osakeyhtiölaki 2006

Uusi osakeyhtiölaki (OYL 624/2006) tuli voimaan 1.9.2006, jolloin kumottiin edellinen osakeyhtiölaki (EOYL 734/1978).[132] Hallituksen esitykseen[133] tuli talousvaliokuntakäsittelyssä joitakin muutoksia,[134] jotka eivät tämän tutkimuksen kannalta olleet merkittäviä. Uuteen lakiin kirjoitettiin keskeisiä periaatteita, joita voidaan pitää suunnan muutoksena aikaisempia osakeyhtiölakeja ajatellen.[135] Niin ikään voidaan todeta Suomen osakeyhtiölainsäädännön ottaneen eroa anglosaksisesta ja pohjoismaisesta perinteestä kohti angloamerikkalaista ajattelutapaa.[136] Liittyminen Euroopan unioniin 1.1.1995 merkitsi Euroopan yhteisön direktiivien huomioon ottamista myös osakeyhtiölainsäädännössä.[137]

Osakeyhtiölain tulkinnan teoreettinen perusta on selkeästi *oikeustaloustieteellisessä* näkemyksessä osakeyhtiöstä, jossa taloustieteellinen *päämies-agenttiteoria* ja *sopimusverkkomalli* sekä *institutionaalinen ajattelu* ovat keskeisessä asemassa, ja jossa lain yksityiskohtaiset määräykset tulevat ensisijaisesti sovellettavaksi.[138] Merkittävää on *tahdonvaltaisuus*, eli osakkeenomistajat voivat esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta ja osakassopimuksella keskinäisistä suhteistaan. Yleiset sopimusvapauden rajat on kuitenkin otettava huomioon (OYL 1:9 §)[139] Pakolliset säännökset liittyvät pääasiassa velkojien ja osakkeenomistajien vähemmistön suojaan sekä erilaisiin viranomaisiin suuntautuviin toimiin.[140]

---

[132] Osakeyhtiölain voimaanpanosta annetun lain (625/2006, OYLvpL) 1 §. Hallitus antoi lokakuussa 2007 osakeyhtiölain muutosehdotuksen (103/2007 vp), joka vaikuttaisi muun muassa oman pääoman riittävyyden laskemisen sisältöön. Tätä asiaa on käsitelty tarkemmin kappaleessa 4.3.

[133] HE 109/2005 vp.

[134] TaVM 7/2006 vp ja HE 109/2005 vp, 4 ja 8.

[135] Mähönen & Villa (2006 a, 11 - 19) kirjoittavat, että ensimmäinen varsinainen säännös osakeyhtiöistä oli vuodelta 1864, joka perustui Ruotsin ”kungliga förordningen av 6. oktober 1848”, seuraava oli vuoden 1895 osakeyhtiölaki ja sen jälkeen pohjoismaisena yhteistyönä syntynyt vuoden 1978 osakeyhtiölaki (EOYL 1978/734). Katso myös Nuolimaa 2005, 57 - 69.

[136] Mähönen & Villa 2006 a, 3 ja HE 109/2005 vp, 9, jossa todetaan angloamerikkalaisen yhtiöoikeuden pohjautuvan common law -traditioon. USA:n järjestelmä on kuitenkin epäyhtenäinen, koska jokaisella osavaltiolla on oma osakeyhtiösäännöstönsä. On kuitenkin todettava, ettei mannereurooppalainen lainsäädäntökään ole kovin yhtenäistä. (Mähönen & Villa 2006 a,

[137] Katso lähemmin Mähönen & Villa 2006 a, 19 - 23 ja 53 - 61. Yhtiöoikeudellinen sääntely perustuu EY:n 12 artiklassa ilmaistulle syrjimättömyyden periaatteelle. Varsinainen yhtiöoikeudellinen normiperusta on EY 44(3) (g), EY 95, EY 293 ja EY 308 artikloissa. Neuvoston antamat direktiivit on otettu huomioon Suomen yhteisölainsäädännössä. Yritysjärjestelyiden kannalta keskeisiä säännöksiä ovat *sulautumista* koskeva kolmas direktiivi (ETY 78/855), *jakautumista* koskeva kuudes direktiivi (ETY 82/891), yhtiön ja sen konsernin tilinpäätöstä koskevat neljäs *tilinpäätösdirektiivi* (ETY 78/660) ja tilintarkastajia koskeva kahdeksas *tilintarkastusdirektiivi* (EY 2006/43). Eurooppa-yhtiölainsäädäntö tuli voimaan 8.10.2004. Eurooppa-yhtiömuoto (SE) perustuu EU:n neuvoston asetukseen (2157/2001, SEA) sekä Suomessa Eurooppa-yhtiölakiin (724/2004, SEL) ja muuhun lainsäädäntöön julkisesta osakeyhtiöstä. Yritysjärjestelyistä esimerkiksi fuusiona muodostettavasta SE-yhtiöstä on tässä lainsäädännössä. Eurooppa-yhtiölainsäädäntöä ei ole tutkimuksessa käsitelty. Katso Eurooppa-yhtiöstä Jauhiainen & Kaisanlahti 2005.

[138] Mähönen & Villa 2006a, 44, on myös laajasti käsitellyt päämies-agenttisuhdetta s.73 - 150 ja sopimusverkkoajattelua s. 151 - 169. Kirjoittajat toteavat (s.45), että toiminnan keskeisten periaatteiden lain tulkintaa ohjaavan vaikutuksen voidaan katsoa olevan sitä voimakkaampi, mitä heikommin lain yksityiskohtaiset säännökset normittavat tiettyä oikeusongelmaa. Lähtökohtana kuitenkin on, että lain yksityiskohtaiset määräykset tulevat sovellettavaksi ensisijaisesti. Katso myös HE 109/2005 vp, 36 - 37.

[139] Mähönen & Villa 2006 a, 46.

[140] HE 109/2005 vp, 41.

Osakeyhtiölain keskeiset periaatteet,[141] jotka tilintarkastajan kannalta ovat tärkeitä myös arvioitaessa yhtiön arvoa, ovat seuraavat:

- Yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen *(voittoperiaate*), ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin (OYL 1:5 §).
- Päätökset tehdään annettujen äänten enemmistöllä *(enemmistöperiaate)*, ellei osakeyhtiölaissa tai yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin (OYL 1:6 §).
- Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin *(yhdenvertaisuusperiaate).* Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (OYL 1:7 §).
- Yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua *(johdon tehtäväperiaate)* (OYL 1:8 §).
- Osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta *(tahdonvaltaisuusperiaate).* Yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräystä, joka on osakeyhtiölain (”tämän lain”) tai muun pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastainen (OYL 1:9 §).[142]

Nämä periaatteet ovat lakiin kirjoitettuina saaneet korostuneen merkityksen ja ovat helpottamassa lain ymmärtämistä. Osakeyhtiölaki on *yleislaki,* mutta joissakin tapauksissa se on *erityislaki*. Osakeyhtiölain säännökset ovat erityislain mukaisesti ensisijaisia verrattuna esimerkiksi kirjanpidon ja tilinpäätöksen yleislakeihin, kuten IAS -asetus, kirjanpitolaki (KPL 1336/1997, viimeiset muutokset tässä 1304/2004)) ja -asetus (KPA 1339/1997, viimeiset muutokset tässä 1313/2004) sekä tilintarkastusta säätelevään tilintarkastuslakiin (TTL 936/1994 ja UTTL 459/2007).

1.6 Skandinavian maiden osakeyhtiölainsäädäntö

Skandinavian maiden osakeyhtiölainsäädäntöä on myös uudistettu. EU:n myötä direktiivien huomioon ottaminen näkyvät myös Ruotsin ja Tanskan osakeyhtiölain-

[141] HE 109/2005 vp, 17 -18 ja 36. ja Mähönen & Villa (2006a, 4), jotka toteavat, että periaatteet ovat valttikortteja: ne ovat aitoja oikeusperiaatteita, joiden avulla ongelmalliset tilanteet viime kädessä ratkaistaan.

[142] Mähönen & Villa (2006 c, 375) on kritisoinut osakeyhtiölain sanontaa tässä ”tämän lain” vahingonkorvausmääräyksien yhteydessä tulkintaa. OYL 22:1:n 2. virkkeen esikuvaus, EOYL 15:1.2:n perusteluissa tehtiin tietoinen ratkaisu, että ”tämä laki” tarkoittaa vain ja pelkästään osakeyhtiölakia. Jos laajennus haluttaisiin tehdä, säännöksessä tulisi viitata nimenomaisiin niihin muihin säädöksiin kuin osakeyhtiölaki, jotka perustaisivat vastuun muita kuin yhtiötä kohtaan. Vastaavalla tavalla on syytä tulkita OYL 24:1:ää: olisi kaukaa haettua, että osakeyhtiöoikeudellisia juttuja olisivat jutut, joissa olisi kysymys osakeyhtiöön sovellettavista tilintarkastuslain ja kirjanpitolain säännöksiä.

säädännöissä. EU:n ulkopuolinen Norja on myös uudistanut osakeyhtiölainsäädäntöään.

Ruotsin osakeyhtiölakia (ABL 2005:551), joka tuli voimaan 1.1.2006, on aikaisempaa pohjoismaista perinnettä noudattaen nykyaikaistettu direktiivien mukaan.[143] Samankaltaisia säännöksiä löytyy Ruotsin ja Suomen osakeyhtiölainsäädännössä, vaikka lainsäädäntöä on Ruotsissa kehitetty eri suuntaan ja yksityiskohdissa löytyy erilaisuuksia. Osakepääoman nimellisarvottomuus on mukana, joka ei kuitenkaan ole toteutunut täydellisesti. Osakkeilla on kirjanpidollinen vasta-arvo, joka on sama kaikilla osakkeilla. Alikurssikielto osakepääoman korotuksessa on säilytetty toisin kuin Suomessa, jossa se on voimassa vain jos osakkeen nimellisarvovaatimus on yhtiöjärjestyksessä.[144] Ruotsin osakeyhtiölaissa on Suomen osakeyhtiölakia vastaavia säännöksiä. [145]

Yhtenä esimerkkinä ovat nyt myös Suomen osakeyhtiölakiin otettu niin sanottu varovaisuusperiaatteen mukaiset tase- ja maksukykyisyystestit (försiktighetsregeln, ABL 17:3.2 §). Ne liittyvät varojen jakamiseen osakkeenomistajille, jotka tarkoittavat muun muassa sitä, että varojen siirto on mahdollinen ainoastaan jos toimenpide näyttää puolustettavalta ottaen huomion toiminnan luonteen, laajuuden ja riskin asettamat vaatimukset oman pääoman suuruudesta. Lisäksi on otettava huomioon yhtiön konsolidointitarpeet, maksuvalmius ja tilanne muutenkin.[146]

Tanskassa on vanhastaan toteutettu jako osakeyhtiöön (aksjeselskab) ja rajavastuuyhtiöön (anpartsselskab).[147] Kuten Suomessa ja Ruotsissa vastaava varovaisuusperiaate edellyttää, että yhtiö voi tehdä rahastosiirtoja osakkeenomistajilleen vain silloin kun taloudellinen asema sen sallii. Tanskassa johdon tulee myös jatkuvasti seurata yhtiön pääoman riittävyyttä.

---

[143] Esimerkiksi ABL (2005: 551) 1: 13 §: En handling enligt denna lag som skall vara undertecknad får, om något annat inte anges, undertecknas med avancerad elektronisk signatur enligt lagen (2000: 832) om kvalificerade elektroniska signaturer. Lag (2006: 486), RP 2004/05:85, 1. Näin on myös Tanskan osakeyhtiölaissa, aktieselskabsloven (1.7.2004).

[144] EU:n pääomadirektiivin 8 artiklan soveltamisesta alikurssikieltoon on tulkittu Suomessa ja Ruotsissa eri lailla. Katso Mähönen & Villa 2006b, 84 - 85 ja siinä viitattu SOU 2001:1, 2007 - 209 ja Proposition 2004/05:85, 216.
Hallituksen esityksessä (HE109/2005 vp, 22) todetaan myös, että 8 artikla merkitsee pohjimmiltaan sitä, että osakepääomaan merkittävän määrän on todella vastattava vähintään määrää, joka yhtiötä perustettaessa tai muuten osakkeita vastiketta vastaan annettaessa ilmoitetaan osakepääomaan merkittäväksi, ja että tätä määrää voidaan kutsua nimellisarvoksi tai kirjanpidolliseksi vasta-arvoksi.

[145] Inlösen av minoritetsaktier (22 kap.), fusion av aktiebolag (23 kap.), delning av aktiebolag (24 kap.), likvidation och konkurs (26 kap.) samt byte av bolagskategori (26 kap.)

[146] Mähönen & Villa 2006a, 290 - 291.

[147] Viimeisimmät muutokset ovat ”Lov om ændring af aktieselskabsloven, anpartsselskabsloven m.fl.”, jotka astuivat voimaan 1.7.2004. Yhtiöllä on esimerkiksi mahdollisuus jakaa varoja tilintarkastetun välitilinpäätöksen mukaan (§ 109a), ylikurssikirjaukset eivät lain voimaantulon jälkeen viedä ylikurssirahastoon (§ 111) ja sulautumisista ja jakautumisista (*fusioner og spaltningar*, § 134) on omat säännökset.

Norjassa on erikseen laki yksityisistä osakeyhtiöistä ”aksjeloven 13.6.1997 nr 44:Lov om aksjeselskaper” ja julkisista osakeyhtiöistä ”Lov om almenaksjeselsskaper nr. 45/1997”. Norjassa yksityisiä osakeyhtiöitä koskevassa osakeyhtiölaissa on samantapaisia säännöksiä, kuten Suomessa ja Ruotsissa.[148] Varovaisuusperiaate on Norjassa määritelty siten, ettei yksityinen osakeyhtiö saa jakaa varoja, jos sen oman pääoman määrä voitonjaon jälkeen on alle kymmenen prosenttia taseen loppusummasta.[149] Jos julkinen yhtiö käyttää lain säätämää velkojiensuojamenettelyä, yhtiö saa jakaa voittoa. Oman pääoman pysyvyydellä on siten annettu selvät rajat.[150]

[148] Säännökset koskevat esimerkiksi osakkeiden *pakkolunastusta*, (”Kapitel 4. Uttreden og utloesning. Tvungen overfoering av aksjer”), *sulautumisesta(* ”Kapitel 13. Fusjon sammanslåing av aksjesel-skaper”), *jakautumisesta (*”Kapital 14. Fisjon deling av aksjeselskap*”)* ja *purkamisesta(* ”Kapitel 16. Upploesning og avvikling”). Vastaavia määräyksiä löytyy julkisia yhtiöitä koskevassa laissa.

[149] Kapitel 8:1.2 §

[150] ”Selskapet kan ikke utdele utbytte dersom egenkapitalen etter balansen er mindre enn ti prosent av balansesummen, uten å følge en fremgangsmåte som fastsatt i §§ 12-4 og 12-6 for nedsetting av aksjekapitalen.” Katso myös Mähönen & Villa 2006a, 291, Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007a, 31 ja 2007b 137 - 144, 303 - 306 sekä TM 2003, 40 - 42.

2 ARVONMÄÄRITYSTÄ KOSKEVISTA LAEISTA JA KÄSITTEISTÄ

2.1 Erilaisia arvokäsitteitä

Eri lainsäännöksissä ja muissa ohjeistuksissa on erilaisia arvomääritelmiä. Kun myös liiketaloustieteen tarjoamat arvomääritelmät perustuvat hyvin erilaisiin näkemyksiin, on tilintarkastajan syytä täsmällisesti olla tietoinen siitä, mistä kulloinkin on kysymys. Näkemykset saattavat poiketa tilintarkastajienkin kesken, jolloin lopputulos saattaa sen takia poiketa. Koska kyseessä on arvio yrityksen arvosta, saattavat eri tilintarkastajat jopa samoja menetelmiä käyttäen päätyä erilaiseen lopputulokseen. Siksi onkin tärkeätä, että tilintarkastajan arvioinnit perustuvat selvään dokumentointiin, josta voidaan löytää arviointiin liittyvät keskeiset tekijät.

Seuraavassa on käsitelty joitakin käytännön arviointityön kannalta merkittäviä arvokäsitteitä. Tilintarkastajan kannalta on olennaista se, että hän raportissaan tai lausunnossaan esittää selkeästi ja perustellusti käsityksensä mihin on päätynyt. Lainsäännökset ja mahdolliset muut ohjeistukset ovat olennaisia silloinkin, vaikka niistä ei suoranaisesti saisi ohjeistusta arvostusasioihin. Juridinen argumentaatio on vastattava lain tulkintaa tai ohjeen sisältöä. Ne saattavat asettaa rajat arviointihetkelle, määrätä mitä omaisuutta kelpuutetaan mukaan ja jopa mitä arviointimenetelmää olisi syytä käyttää. Usein esitetään luotettavimpina liiketaloudellisina teoreettisina menetelminä rahavirtojen perusteella tehtyjä yrityksen arvolaskelmia, koska ne vähiten ovat riippuvaisia eri tavoista käsitellä yrityksen tilinpäätöseriä.[151] Tämä on hyvä lähtökohta tässäkin tutkimuksessa, vaikka etukäteen tiedetään, että menetelmä ei sovellu aina ja kaikkiin tilintarkastajan arvonmäärityksiin.

Koska tilintarkastaja ei osallistu lausunnon käyttämistä koskevaan varsinaiseen päätöksentekoon, vaan esittää oman näkemyksensä asiasta päättäjille, on tärkeätä, että annettu raportti tai lausunto vastaa myös arvokäsitteenä tarkoitettua sisältöä voimassa olevan *lain, ohjeen tai sopimuksen* mukaan. Tilaajan tulee saada tilintarkastajalta tilaamansa rehellinen, oikea ja riippumaton mielipide, lausunto tai raportti, joka tarvittaessa voidaan todentaa. Eri asia on, että raportti tai lausunto saattaa

[151] Katso esimerkiksi Kallunki & Niemelä 2004, 107 - 108, Kallunki & Niemelä 2007, 109, Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 88 - 90, Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 20 - 24 ja 45 - 71 ja Olsson 1998, 6 -45 sekä Suvas 5 - 11.

jopa olla epäedullinen tilaajalleen. Olennaista on, että tilintarkastaja antaa oman käsityksensä *oikeasta arvosta tai hinnasta*. Tilintarkastajan tulee aina noudattaa laki- ja muita asiaa koskevia viranomaismääräyksiä. Kun asiaa koskevan lain tai ohjeen sisällöstä tai tulkinnasta ei ole mielipidettä laisinkaan tai ollaan monta eri mieltä, tilintarkastajan tulee kannanotossaan painottaa ”terveen järjen” sanelemaa näkökulmaa, hyvän tilintarkastustavan mukaisesti. Argumentoinnin tulee aina perustua faktoihin.

Tilintarkastajan työn dokumentointia tarkastellaan arvostukseen liittyen sen asiayhteydessä. Yrityksen arvostusta voi luokitella eri tavalla. Se voi perustua ”*todelliseen” arvoon*, jollaisena usein pidetään markkina-arvoa tai *teoreettiseen arvoon,* eli laskennalliseen arvoon. Yrityksen markkina-arvo on se arvo mitä siitä vapailla markkinoilla saadaan.[152] Tyypillisin tilanne lienee yrityskaupoissa, jossa kauppahinta määräytyy myyjän ja ostajan välisen sopimuksen perusteella. Yhtiön markkina-arvo on myös määriteltävissä pörssikurssin mukaan, jos yhtiö on listattu yhtiö.

Teoreettiset arvot saadaan erilaisilla arvostusmenetelmillä, jotka ovat jaoteltavissa substanssi- ja tuottoarvoperusteisiin laskelmiin, sekä erilaisia tunnuslukuja käyttämällä. *Substanssiarvo* going concern -periaatteella on pelkistettynä taseen mukainen *oma pääoma,* joko kirjanpitoarvojen tai oikaistujen arvojen mukaan. Yrityksen substanssiarvo on siis periaatteessa yksinkertaisesti varat – velat = oma pääoma. Arvonmäärityksessään tilintarkastajan tulee kuitenkin oikaista taseen arvot vastaamaan ”käypiä arvoja”, jollei niin ole vielä tilinpäätöksessä tehty. Substanssiarvo on siten eräänlainen substituutti markkina-arvolle tietyllä hetkellä, jos taseen erät on arvioitu uudelleen arvioituun käypään arvoon tarkastushetkellä.[153] Arvo on kuitenkin laskennallinen ja siksi teoreettinen.

Tuottoarvot ovat erilaisia riippuen siitä, millä menetelmällä ne on laskettu. Yhteistä näille menetelmille on se, että ne perustuvat toteutuneisiin tai ennakoitaviin tuottoihin. Yritysostolla saattaa myös olla esimerkiksi ostajayritykselle myönteistä toimintaan liittyvää vaikutusta, joita pyritään arvioimaan tulevaisuuden tuottojen lisä-

[152] Katso esimerkiksi Sillanpää (1994) ja Kaisanlahti (1998, 68 - 96) muun muassa julkisesta ostotarjouksesta.

[153] Vertaa Leppiniemi (1999, 15), joka kirjoittaa, että substanssiarvolla tarkoitetaan sitä rahamäärä, joka saataisiin, jos yritys myisi kaiken varallisuutensa yksittäisinä hyödykkeinä ja maksaisi velkansa pois, eli likvidaatioarvo tai ”teurasarvo”. Substanssiarvomenetelmää käytetään kuitenkin yleisesti teoreettisissa arvonmäärityslaskelmissa kuvaamassa tiettyä arvoa tai hintaa esimerkiksi verotuksessa ja sellaisissa arvonmääritystilanteissa, joissa realisoimattomia, tulevaisuudessa saatavien tulojen vaikutusta ei voida ottaa huomioon. Katso myös esimerkiksi Leppiniemi 1999, 84 - 156 ja Manninen 2001, 125.

yksinä. Yritysoston positiivisen synergian vaikutus perustuu esimerkiksi yrityksen reaaliprosessin (markkinointi, valmistus, ostot, tutkimus- ja kehitystoiminta) ja rahaprosessin hyötyihin. Tällaiset investoinnit saattavat kuitenkin epäonnistua esimerkiksi suunnittelu- ja toteutusvirheistä johtuen (lähtötiedot ovat ylioptimistisia tai yritysjohdon osaaminen puutteellista tms.).[154] Tilintarkastaja nojautuu pitkälle *yritysjohdon näkemyksiin* tulevaisuutta ajatellen, jolloin arvostuksen perustekijät (esimerkiksi laaditut budjetit), kriittisenkin tarkastelun jälkeen, voivat osoittautua olevan liian kaukana todellisuudesta. Tilintarkastajan tulee muuttaa hänen mielestään ylioptimistiset tiedot sellaisiksi kuin hän ne näkee ja dokumentoidusti perustella syyt valintoihin.

Yrityksen tuottoarvo voi olla suurempi tai pienempi kuin sen substanssiarvo.[155] Kokonaisuus ei voi olla suurempi kuin siihen sisältyvien osien summa. Substanssi- ja tuottoarvoja ei voida laskea vain yhteen, sillä laskelmat edustavat kukin jo erikseen koko yrityksen arvoa.

Erilaisten *tunnuslukujen* käyttäminen arvonmäärityksissä ovat esimerkiksi ammattisijoittajien osto- ja myyntipäätösten perustana pörssiyhtiöihin.[156] Tilintarkastajan arvonmäärityksissä tunnuslukuja on hyvä käyttää vertailevina tietoina.[157] Pörssiyhtiöissä tunnuslukuja lasketaan ja esitetään yhtiön toimesta osavuotiskatsauksissa ja tilinpäätöksissä.[158]

---

[154] Leppiniemi 1999, 21 - 26.

[155] Leppiniemi (1999, 15) kirjoittaa, että mikäli tuottoarvo on substanssiarvoa (likvidaatioarvoa) alempi, yrityksen toimintaa ei kannata jatkaa. Tämä on sinänsä realistinen arvio. Voi olla järkevää lopettaakin yritys, jos laskelmat ovat luotettavia. Sekä tuottoarvo- että substanssiarvolaskelmat saattavat kuitenkin olla puutteellisia ja esimerkiksi valituista arvonmääritystilanteista riippuvaisia. Tulevaisuustekijät ovat tuottoarvossa vaikeat ennustaa, samoin omaisuuden myyntihinnat substanssiarvossa. Yrityksen johdon kyvykkyys punnitaan muun muassa sen tavoitteista ja strategioista ja mitä se on aikaansaanut. Mitä lyhyempi yrityksen historia on, sitä vähemmän löytyy perusteita nähdä vahvuuksia menneisyydestä tulevaisuuden suunnitelmia varten. Tähän tapaan myös Leppiniemi 1999, 67.

[156] Tunnusluvuista ja niiden käytöstä lähemmin katso esimerkiksi Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002, 142 - 148 ja Kallunki & Niemelä 2004, 65 - 102 sekä Kallunki & Niemelä 2007, 67 - 104. Periaatteena päätöksille lienee kysymykset, milloin kannattaa ostaa tai myydä, tai onko kyseinen osake kallis vai halpa. Yrityksen tunnusluvuista, katso esimerkiksi Laitinen 1986, 2002 ja 2003.

[157] Osana lakisääteistä tilintarkastusta sisältyy aina tilinpäätöksen analyysitietoja tunnuslukuineen, jolla halutaan varmistaa tilinpäätöstietojen oikeellisuutta ja antaa yrityksen omistajille ja johdolle raporteista lisäarvoa.

[158] AML 2:5 ja 2:6, KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2005b, 162 - 177, Kallunki & Martikainen & Niemelä 1999, 51 - 82, Ruoho 2001, 141 - 146 ja Rahoitustarkastuksen (Ratan) suosituksia esimerkiksi ”Suositus rahoitusinstrumenteista tilinpäätöksissä annettavista lisätiedoista 8.12.1999” ja ”Suositus luottolaitoksen muussa kuin omassa käytössä olevista kiinteistöistä tilinpäätöksessä annettavista lisätiedoista 21.12.2000”.

2.2 Yrityksen arvokäsitteiden sisällöstä

2.2.1 Tavoitteet

Tutkimuksen tässä osassa tarkastellaan yrityksen teoreettisten arvojen ja ”todellisten” arvojen sisältöä. Tilintarkastajan näkökulma ei sinänsä poikkea muiden taloustieteilijöiden näkemyksistä asiasta. Tilintarkastajan ammatti ja ammattimaisuus heijastuu hänen työhönsä. Näitä peruskäsitteitä pyritään siksi analysoimaan ja hahmottamaan oikeiden lähtökohtien saamiseksi tilintarkastajan arvonmääritystyölle. Tavoitteena olikin tässä vaiheessa luoda täsmällisempi perusta tilintarkastajan työlle ja sen dokumentoinnille. Erilaiset selvitykset ja laadittavat raportit sekä lausunnot vaativat useimmiten varmistuksia tarvittavan *evidenssin* saavuttamiseksi. Myös toimeksiannon laajuus, olennaisuus ja siihen sisältyvät riskit on otettava huomioon. Jo eri yritysten tilinpäätökset voivat luoda erilaiset perusteet yrityksen arvostukselle.

Tilinpäätöksen arvostusperiaatteina [159] voivat olla esimerkiksi

- alkuperäinen hankintameno (*acquisition cost*),
- käypä arvo (*fair value*),
- jälleenhankinta-arvo (*replacement cost*),
- nettorealisointiarvo (*net relizable value*) tai
- käyttöarvo [160] (*value in use; economic value*) eli nykyarvo (tulevien rahavirtojen diskontattu arvo)

Suomessa, kuten useimmiten muuallakin, *hankintameno* on ollut lähtökohtaisesti kirjanpitoarvona taseessa. Kirjanpitolain 7a -luvun mukaisesti kirjanpitovelvollinen voi vapaaehtoisesti laatia tilinpäätöksensä tai konsernitilinpäätöksensä kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaan. Tämä niin sanotun *fair value-direktiivin* mukainen arvostus tuli vuoden 2005 alusta pakolliseksi myös Suomessa pörssiyhtiöi-

[159] Trobergin (2003, 34) mukaan arvostusperiaatteella tarkoitetaan tässä perustetta, jonka mukaan varat ja velat merkitään rahamääräisinä taseeseen.

[160] Troberg (2003,35) samaistaa tässä käyttöarvon ja nykyarvon, jota voidaan laskea nettotuottojen kassavirran mukaan. Käytännössä käyttöarvoa tulisi voida käyttää muussakin tarkoituksessa, esimerkiksi osakeyhtiön oman pääoman vajauksen arvioinneissa, kun esimerkiksi kiinteistön käypää arvoa arvioidaan. Joskus yrityksen käytössä olevalle kiinteistölle ei muille kuin kyseessä olevalle yritykselle ole mitään arvoa, koska kukaan ei ole siitä kiinnostunut. Yritykselle se voi olla elintärkeä. Omaisuuden käyttöarvo on käyvän arvon oman pääoman arvioinnissa voitava punnita yrityksen kannalta, jos markkinoita ei ole olemassakaan.

den konsernitilinpäätöksissä.[161] Varsinkin substanssiarvon laskelmissa tilintarkastajan tulee arvioida tase-erät niin sanottujen käypien arvojen mukaan. Jos käyvät arvot otetaan suoraan tilinpäätöksen taseeseen, on *luovuttu kirjanpidon ja tilinpäätöksen perusperiaatteista: hankintamenosta ja realisointiperiaatteesta.* Tarvittavat tulevien nettotulovirtojen nykyarvolaskelmat ovat tilintarkastajan arvioissa pääsääntöisesti käytössä siten kuin tulevien vuosien tulot ja menot ovat yrityksen johdon laskelmissa.

2.2.2 Yrityksen ”todellinen” arvo

2.2.2.1 Markkina-arvo

Yrityksen markkina-arvo ja -hinta sijoitetaan usein omistajanvaihdokseen. Yrityksen arvo ja arvostus mielletään *sijoituksena tai investointikohteena*, mihin hintaan kannattaa myydä ja mihin hintaan ostaa. Yrityksille ei pörssiyhtiöitä lukuun ottamatta muodostu markkinoilla niiden ainutlaatuisuuden ja heterogeenisuuden vuoksi tasapainohintaa.[162] Monen pörssiyhtiönkin osakkeista syntyy vuosittain vain marginaalisia kauppoja, joten osakekurssit eivät silloin välttämättä kerro totuutta niiden arvosta. Jos kauppaneuvottelun lopputuloksena syntyy kauppa, saadaan ainakin yrityksen hinta selvitettyä tietyllä hetkellä. Muulloin hinta on arvioitava. *Hinta ja arvo* ovat siten tässä eri asioita. Kauppaneuvottelun lopputulos on useista tekijöistä riippuvainen, kuten osapuolten neuvottelukyvyistä, tarpeista ja arvostuksista.[163] Yrityksen ”todellinen” arvo on ostajalle - ainakin tulevaisuutta ajatellen - riittävä verrattuna maksettavaan hintaan, jotta kauppa syntyisi. Syyt voivat tietenkin olla muutakin kun arvosta riippuvaisia. Monesti on syytä myös etukäteen ajatella kaupan seurauksia esimerkiksi myyjälle verotuksen kannalta.[164]

Yleisesti ottaen yrityksen tai sen osan markkina-arvoa voitaneen kuitenkin käytännön kannalta määritellä edellä oleva huomioiden esimerkiksi siten, että sillä tarkoitetaan sitä *hintaa mitä ostettaessa joutuu maksamaan tai mihin myytäessä joutuu tyytymään (luovutushinta).* Olennaista on myös se, että arvo ja arvostus liittyvät *päätöksente-*

[161] IAS-standardien käyttöönottaminen parantaa tilinpäätösten kansainvälistä vertailukelpoisuutta ja läpinäkyvyyttä (HE 126/2004 vp, 7)
[162] Mattila 1984, 221. Katso käyvästä arvosta KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2005, 253-274
[163] Virtanen 1972, 15 - 17
[164] Katso tästä esimerkiksi Palvi 1986, 204 - 218 ja Lindgren 2001, 170 - 321. Katso myös Sixten Nyman 1986, 190 - 203, Palvi 1986, 204 - 218 ja Blummé 1986, 219 - 231.

koon.[165] Kun kyse on yksittäisestä yrityksestä, joka ei ole listattu mihinkään arvopaperipörssiin, määräytyy yrityksen hinta ostajan ja myyjän arvioista ja päätöksestä hinnasta. Kun näkemykset kohtaavat, on kauppa syntynyt. Sekä myyjän että ostajan todelliset syyt kaupan syntymiseen ovat monenlaisia ja voivat olla hyvin erilaisia. Näkemys siitä, mikä koko yrityksen ”todellinen” arvo tai kaupan kohteena olevan yrityksen osan arvo on, voi jopa olla samaa tasoa. Mutta se ei kerro välttämättä koko totuutta.[166] Ostaja voi haluta esimerkiksi ostaa pois kilpailijan tai häirikön markkinoilta, tai näkee oman toiminnan kasvun mahdollisuutena yritysostoilla. Myyjän myyntihalut voivat esimerkiksi olla tarve vain ”rahastaa” sijoituksensa juuri nyt. Vaihtoehtoisesti hän näkee tulevaisuudessa uhkakuvia, jotka puoltavat myyntiä, tai katsoo iän vaativan sukupolvenvaihdosta. Muita syitä kaupantekoon voi löytyä sekä ostajan että myyjän kannalta lisää, mutta syiden syvällisempi pohtiminen eivät sisälly tähän tutkimuksen tavoitteisiin. Syyt kuvastavat kuitenkin osapuolten näkemyksiä, miksi kannattaa maksaa tietty hinta ja miksi myydä tiettyyn hintaan juuri nyt.[167]

Kun kauppa on syntynyt, on yrityksen tai sen osan *markkinahinta* löytynyt. Se ei siis välttämättä ole yrityksen ”todellinen” arvo, koska omaisuus- ja muut tase-erät (oikeudet, lisenssit, tavaramerkit, patentit, toiminimi) voivat sisältyä todellista arvoa arvokkaampana eli yliarvostettuna, mutta yhtä hyvin aliarvostettuna, kauppahintaan. Tilintarkastaja on usein mukana, ja tavallisesti jo ennakkoon, joko ostajan tai myyjän antaman toimeksiannon perusteella. Perusteellinen selvitys koko yrityksen eri toiminnoista tehdään suurimmissa kaupoissa. Tämä on tyypillistä niin sanotuissa *due dilligence*-toimeksiannoissa.[168] Se merkinnee, ettei yksittäisen yrityksen markkina-arvoja haluta punnita uudelleen kuin poikkeustapauksissa, eli vain silloin kun olennaisia virheitä tai puutteita ilmenee jälkikäteen.[169]

Syntyneen kaupan mukaista hinnoittelua ei tilintarkastajan ole syytä käyttää muuhun kuin vertailuna hintatasosta saman alan ja saman paikkakunnan eri yritysten

---

[165] Mattila 1984, s.204 - 205 ja 221 - 222. Vuoden 2006 osakeyhtiölain perustelujen mukaan lähtökohtana monessa arvonmääritystilanteissa on markkinahinta, jos se voidaan luotettavasti todentaa (HE 109/2005 vp, 173).

[166] Laitinen 2003, 11 - 17 on kirjoittaa yrityksen arvosta johtamisen ja arvioinnin välineenä. Penttilä (1991,67) toteaa, että joskus todellisella arvolla tarkoitetaan lähinnä hyödykkeen markkina-arvoa.

[167] Arvonmääritystä voidaan ymmärtää subjektiivisena toimenpiteenä, jolla mitataan millainen hyöty omaisuudesta koetaan saatavan (Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 27).

[168] Asiaa on käsitellyt laajasti muun muassa Blomqvist & Blummé & Simola 1997 teoksessaan. Koska etukäteislaskelmat ovat teoreettisia arvioita yrityksen arvosta, niitä käsitellään jatkossa erikseen. Yhtiön sisäisten seikkojen analysointia on käsitellyt muun muassa Ruoho 2001, 136 - 141.

[169] Mäntysaari (1999, 66 - 92) on kirjoittanut liikkeen luovutuksesta osakeyhtiölain kannalta.

välillä. Jokainen yritys on aina niin yksilöllinen, ettei pitkälle meneviä johtopäätöksiä kannata tehdä toisen yrityksen hinnasta. Useimmiten tapahtunee käytännössä hintavertailua enemmänkin yrityksen osien vertailussa, esimerkiksi verrattaessa kiinteistöjen arvoja samalla paikkakunnalla, kuin määritettäessä kokonaisen toisen yritysten arvoa.

Usein yhtiö hinnoitellaan sen mukaan, paljonko siitä on tarkoitus hankkia. Jos kyseessä on koko yhtiön hankinta tai enemmistömäärän esimerkiksi sen osakkeista, voidaan katsoa määräysvallan maksavan enemmän kuin jos kyse olisi pienempi osa yhtiöstä.[170] Kaikkiin tilanteisiin tällainen enemmistö/vähemmistöajattelu ei kuitenkaan sovellu.

2.2.2.2 Pörssiarvo

Listatun ”yrityksen pörssiarvo” on julkiseen hinnoitteluun perustuva markkinahinta ja mainitulla tavalla ilmaistuna myös ”todellinen”. Se todellisuus voi kuitenkin vaihdella erittäin paljon. Osakkeiden hinnat reagoivat ja jopa ylireagoivat usein yritystä tai toimialaa koskeviin uutisiin, josta seuraa, että hinnat saattavat muuttua paljon lyhyelläkin aikavälillä.[171] Listatun yhtiön informaatiovelvollisuutta on punnittava olennaisuuden mukaan. Informaatio on olennaista (materiality) kansainvälisen tilinpäätösstandardien mukaan, jos sen poisjättäminen tai virheellinen esittäminen saattaa vaikuttaa käyttäjien tilinpäätöksen perusteella tekemiin taloudellisiin päätöksiin.[172] Pitkällä aikavälillä arvonmäärityksiä hyödyntävä sijoittaja suosii osakkeita, joiden pörssiarvo on alhaisempi kuin niiden taloudellista tilaa kuvaava laskennallinen arvo.[173] Hinnat heijastavat pitkällä aikavälillä yrityksen taloudellista tilaa, vaikka lyhyen aikavälin heilahdukset olisivat suuria.[174]

---

[170] Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 29 - 32.

[171] Sisäpiiritieto voi johtaa lainvastaiseen päätöksentekoon, katso Annola 2005, 51 - 54 ja 65 - 70.

[172] IFRS/IAS 1.31.

[173] Ruoho (2001 115 - 147), on käsitellyt pörssiyhtiöiden arvoon olennaisesti vaikuttavia seikkoja, joista yhtiön johdon tiedonannot ovat tärkeitä. Olennaisuutta ei ole missään tarkkaan määritelty. Katso AML (595/1989) ja VvM:n asetukset (Arvopaperin ottamista pörssilistalle koskevista vaatimuksista (906/194 ja 847/2000), Rahastoesitteestä (539/2002) ja Tarjousesitteestä (540/2002) sekä RATA:n määräykset ja kannanotot (Määräys sisäpiiri-ilmoituksista 20.1.2000, Kannanotto: arvopaperimarkkinalain mukaiseen arvopaperien tarjoamiseen liittyvää tulkintaa (K/41/2002/PMO), Kannanotto: Arvopaperimarkkinalain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tulkintaa (K/42/2002/PMO) ja Kannanotto: Pro forma -tietojen ja vertailevien tietojen esittämisestä listalleottoesitteessä (K/45/2002/PMO), jossa määritellään ja annetaan ohjeita pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuksista.

[174] Kallunki & Niemelä 2004, 12 - 13 ja Kallunki & Niemelä 2007, 14 - 15. Mähönen & Villa (2006b, 529) kirjoittavat, että yhden päivän pörssikurssi voidaan yleistäen asettaa epäilynalaiseksi jo sillä perusteella, että se perustuu usein enemmän tai vähemmän satunnaisiin arvoihin. Katso myös kirjoittajien viittaamaa välitystuomiota Plandent Oyj 31.1.2006, 20. Nilsson & Isaksson & Martikainen (2002, 20) käyttää jaottelua tekninen ja fundamentaalinen analyysi (*teknisk och fundamental analys*) selvitettäessä onko noteeratun yhtiön osakkeet virheellisesti hinnoiteltu. ”En fundamental analys syftar till att bestämma

Kun kyseessä on listatun yrityksen hinnasta, on kyse markkinoilla vallitsevan kysynnän ja tarjonnan mukaisesta tilasta. Ostaja on valmis ostamaan, koska arvioi, että hinta nousee edelleen tulevaisuudessa. Tehokkaat markkinat tuovat kasvavan *odotusarvon.*[175] Myyjä on valmis myymään, koska joko näkee tulevaisuuden erilaisena tai on muita syitä myydä osakkeensa juuri sillä hetkellä.[176]

2.2.2.3 Tilintarkastajan kannanotto

KHT-yhdistyksen suosituksista[177] ISA 810 ”Tulevaisuutta koskevan taloudellisen informaation arvioiminen” ja 920 ”Taloudellista informaatiota koskevat erityistoimeksiannot” sekä 930 ”Toimeksiannot taloudellisen informaation kokoamiseksi” muodostavat tilintarkastajalle eräänlaisen rungon arvonmääritysten tietojen keruussa. Niitä sovelletaan suosituksessa annetun ohjeen mukaisesti harkiten ja dokumentoidaan syyt, mikäli niitä ei ole tarvetta käyttää. Tämän tutkimuksen kannalta on olennaista se, että mikäli kyseessä on pörssissä noteerattu yhtiö, saatetaan käytetyt hinta-arvot ottaa suoraan pörssikursseista. Tämä on tilintarkastajan kannalta hyväksyttävä ja turvallinen tapa määrittää hinta. Kyseessä ei ole välttämättä yrityksen ”todellisesta” arvosta, vaan enemmänkin ”osakkeiden hinnasta” tiettynä ajankohtana. Monen pörssiyhtiön osakkeiden toteutuneet kaupat koskevat usein vain marginaalisia määriä, jolloin kurssit saattavat ilmentää jotain muuta kuin kaikkien osakkeiden todellista hintaa.

Tilintarkastajan arvonmäärityksessä pörssikurssi on ”markkinoiden ilmaisema arvio” hinnasta tietyllä hetkellä. Hintaa käytetään usein suoraan eri tilanteissa kaikkien yrityksen osakkeiden tai jonkun osan osakkeiden arvona. Tällä perusteella se voisi olla myös tilintarkastajan arvonmäärityksessä *valittu likiarvo* hinnasta ja perusta näkemyksille yrityksen osakkeiden arvosta.

Yrityksen *käypä arvo* käsitteenä voi olla hyvin lähellä markkinahinta -käsitettä pörssiyhtiöissä ja muissa yrityksissä, missä kauppahinnat ovat toteutuneita. Käytännössä yrityksen arvoa voidaan kuitenkin aina pitää *fiktiivisenä suurena* ja vain

värdet på ett företag, eller en aktie, på grundval av information om företaget och dess omvärld. Teknisk analys syftar till att utifrån en akties historiska utveckling dra slusatser som hur aktien kommer att utvecklas i framtiden.”

[175] Annola 2001, 19 ja Turun Arvokiinteistöt Oyj 2.5.2005, 61 - 62).

[176] Listautuvan yrityksen tilinpäätöstiedot ja muu julkistettu materiaali on toissijaista arvopaperin arvon tulevaa kehitystä koskevaan informaatioon nähden. Osinkojen vaikutus osakkeen hintaan on arvioitu vain 1 - 2 prosenttiyksikön suuruiseksi. (Annala 2001, 19 ja alaviite 42). Muista syistä, katso esimerkiksi yritysvaltauksesta, Ruoho 2001, 134 - 136.

[177] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007 b, 816 - 840.

yrityksen hintaa todellisuudessa tapahtuvana.[178] Tilintarkastajan kannanottona listatun yrityksen pörssikurssin ilmaisema arvo on fiktiivinen ja tehdyt kaupat osoittavat tietyn ajankohdan osakkeiden hintaa.[179]

2.2.3 Yrityksen teoreettiset arvot

Yrityksen teoreettiset arvot voidaan esittää esimerkiksi valitun *arvostamisteorian* ja *arvostamismenetelmän* mukaan:

- substanssiarvona,
- lisäarvomallina (EVA eli Economic Value Added),
- käyttäen vertailevia arvonmääritysmenetelmiä tai
- tuottoarvona, esimerkiksi kassavirtojen nykyarvona.

Perinteisesti yrityskauppatilanteissa yrityksen arvoa on laskettu käyttäen kassavirtojen nykyarvoa tai substanssiarvoa tai muita menetelmiä täydentämään toisiaan.[180]

2.2.3.1 Substanssiarvo

Hyvin harvoin on yrityksen substanssiarvo yrityksen virallisen taseen mukainen oma pääoma eli se ei silloin kuvaa yrityksen arvoa tai sen hintaa.[181] Tilintarkastajan

---

[178] Mattila 1984, 206. Esimerkiksi noteeratut markkinahinnat eivät välttämättä viittaa käypään arvoon, jos markkinat ovat harvoin aktiiviset. Sen mukaisesti tällaiset markkinahinnat voidaan joutua oikaisemaan tai muuttamaan. Käyvän arvon määrityksen tilintarkastajia koskevasta suosituksesta, katso KHT-yhdistys - Föreningen CGR 2005, 253 - 274. Todellisella arvolla voi tarkoittaa, esimerkiksi hintaa jos markkinat toimisivat rationaalisesti. Hyödykkeen arvo on riippuvainen siitä, mitä sen saaminen merkitse saajalleen. Sen arvo on erilainen eri subjekteille. Jos kukaan ei ole kiinnostunut hyödykkeestä, sillä ei ole arvoa. Hyödykkeellä ei ole arvostavasta subjektista riippumatonta arvoa. Kun puhutaan todellisesta arvosta, on suhtauduttava siihen varsin varauksellisesti. Penttilä (1991,67) kirjoittaa asiasta, että sellaisten hyödykkeiden osalta, joilla ei ole markkinahintaa, todellisella arvolla saatetaan tarkoittaa hintaa, joka mahdollisesti saataisiin, jos hyödyke tarjottaisiin myytäväksi.

[179] KHT-yhdistyksen suosituksessa ISA 545 ”Käyvän arvon määrityksen ja sitä koskevien tilinpäätöstietojen tilintarkastus” (KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2007, 559 - 577) todetaan, että käyvän arvon määrityksessä, erityisesti niissä, joihin ei liity sopimukseen perustuvia rahavirtoja tai joihin ei ole saatavilla markkinainformaatiota arvioita tehtäessä, arviot käyvästä arvosta ovat usein epävarmoja sekä tulevien rahavirtojen määrän että ajoituksen suhteen (s. 560).

[180] Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen 2001, 110. Katso myös Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 45 - 71 ja Hult 1988, 15 - 18, Olsson 1998, 6 - 45, 50 - 84 ja 89 - 103 ja Koskela 1984, 9 - 62.

[181] Joskus saatetaan substanssiarvomenetelmää määritellä vain yrityksen likvidaatiotilanteen mukaan, joka sinänsä johtaisi oikeaan näkemykseen, sillä ”kaikki muutetaan rahaksi”. Se ei välttämättä kerro oikeaa yrityksen arvoa, sillä toimintansa jatkavan yrityksen arvo, menestyksestä riippuen, on sittenkin jo olettamuksena rehellisempi. Molemmat ovat teoreettisia laskelmia, ellei lopettaminen ole tosiasia, joka sinänsä voi olla yksi vaihtoehto omistajilleen. Substanssiarvolaskelma teoreettisena laskelmana going concern -periaatteen mukaan, on tämän tutkimuksen periaatteena. Katso myös esimerkiksi Leppiniemi 1999, 67. Laitinen (2003, 12) tarkastelee substanssiarvokäsitettä johtamisen ja arvioinnin välineenä (shareholder value management, SVM), jolloin tulevaisuusnäkökohdat tulevat tuottoarvomenetelmissä erityisesti huomioon otetuksi. Katso myös tilintarkastussuositus 545 (Käyvän arvon määrityksen ja sitä koskevien tilinpäätöstietojen tilintarkastus), KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 561, jonka mukaan käypä arvo ei olisi määrä, jonka tarkastuskohde saisi tai maksaisi pakkotilanteessa toteutetussa kaupassa, likvidoinnissa tai pakkohuutokaupassa.

laatimat oikaisut tulisi perustua, mikäli mahdollista, *ulkopuoliseen tahon antamaan vahvistukseen tai asiantuntija-arvioon*, jollei tilintarkastajalla itsellään ole alan asiantuntemusta. Mikäli jonkin taseen erän vahvistusta ei ole tarpeen hankkia tai se ei ole mahdollista saada, tulee tehtyä arviota aina perustella ja riittävästi dokumentoida. Tässä osassa tutkimusta on lähtökohtana, että perustana on tilintarkastettu ja yhtiökokouksen vahvistama tase, eli se ei sinänsä sisällä olennaisia virheitä tai puutteita. Omana osana käsitellään suppeasti IFRS*:n (International Financial Reporting Standard*) mukaisen taseen tuomia muutoksia, jotka vuodesta 2005 alkaen koskevat kaikkia listattuja yhtiöitä ja niitä yrityksiä, jotka ovat vapaaehtoisesti siirtyneet tähän käytäntöön.[182]

Yrityksen tilinpäätöksen taseen osoittamat *pysyvien vastaavien* varat ovat lähtökohtaisesti kirjattu *hankintamenoon* vähennettynä tehtyjen *suunnitelman mukaisten poistojen* mukaan. Niihin saattaa jonain vuotena sisältyä lisäpoistoja esimerkiksi myynnin tai romutuksen vuoksi. Jos sen lisäksi on tehty suurempia poistoja, on kyse verotuksessa hyväksytyistä poistoista ja *poistoero* taseen vastattavissa *kertyneistä ylipoistoissa*, joita tavallisesti käsitellään *varauksina.*[183] Kun ylipoistot tuloutetaan, ne lisäävät verotettavaa tuloa, josta tuloveroa on maksettava, jos kokonaistulos on voitollinen.

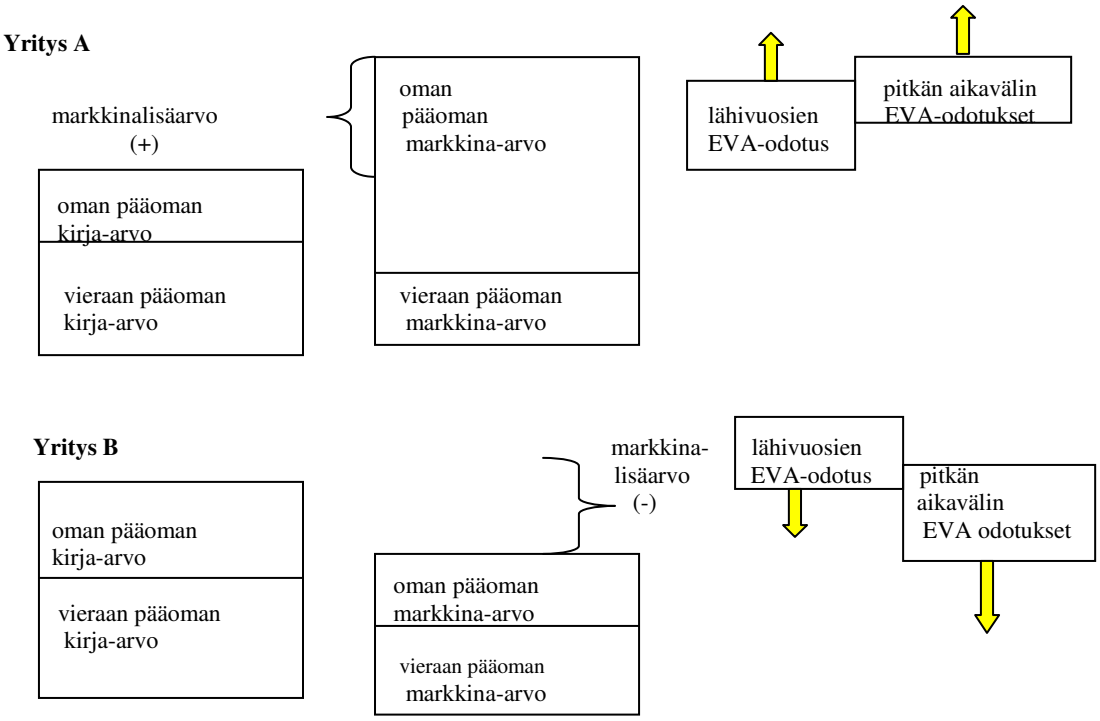
2.2.3.2 Taloudellinen lisäarvomalli (EVA)

Taloudellinen lisäarvomalli (EVA, economic value added) on tilinpäätösperusteinen arvonmääritysmalli (kuva 2). Yrityksen arvo on tämän hetken *oman pääoman kirjanpidollinen arvo ja sen vuotuisten lisävoittojen nykyarvon summa*. Usein arvioidaan tuloksentekokykyä koko sijoitetulle pääomalle, jolloin mukana on oma ja vieras pääoma.

EVA:n toi markkinoille amerikkalaisyritys Stewart & Co 1980- ja 1990-lukujen vaihteessa.[184] Mittarilla verrataan yrityksen tulosta siihen sijoitettuun pääomaan. EVA voidaan määritellä siten, että oikaistusta liikevoitosta vähennetään siitä menevät verot ja oman sekä vieraan pääoman sijoittajien vaatima voitto. EVA:n arvoon liittyy käsite *markkinalisäarvo* MVA (market value added), joka saadaan kun

[182] KPL1997/1336 ja viimeiset muutokset 30.12.2004/1304 ja KHT -yhdistys - Föreningen CGR 2004 a, 2004 b, 2005b, 2006a, 2006 b ja 2007 a. Katso myös Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 62 - 64 ja 301 - 320.
[183] Katso esimerkiksi Birger Haglund 1986, 165 -178.
[184] Kallunki & Niemelä 2007,48

oman ja vieraan pääoman yhteenlasketusta markkina-arvosta vähennetään tuottoa vaativan sijoitetun pääoman määrä.



Kuva 2. Kahden kuvitteellisen yrityksen markkina-arvo, markkinalisäarvot ja EVAT.[185]

Kuvassa 2 on havainnollistettu tämä asia kahden kuvitteellisten yritysten MVA:na. Molempien yritysten oman ja vieraan pääoman summat ovat yhtäsuuret. Yritys A:n MVA on positiivinen, koska tulevaisuuden odotukset ovat positiivisia. Sen sijaan yritys B:n vastaavat odotukset ovat negatiivisia. EVA:sta tullee käsitteenä yhä keskeisempi yrityksen johtamisessa.

Osakkeen arvo lisäarvomallilla voidaan laskea seuraavasti: [186]

$$(1)\ P_0 = BV_0 + \frac{EVA_1}{(1+r)^1} + \frac{EVA_2}{(1 \times r)^2} + \ldots + \frac{EVA_n}{(1+r)^n} + \frac{EVA_{n+1}}{(r-g)(1+r)^n}$$

missä:

P_0 = Osakkeen hinta hetkellä nolla

[185] Kallunki & Martikainen & Niemelä, 1999, 33 ja Kallunki & Niemelä 2007, 49. Katso myös Salmi 2004, 222 - 226 ja Laitinen 2003, 391 - 395. Katso myös Salmi & Virtanen 2001.
[186] Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen 2001, 131 ja Kallunki & Martikainen & Niemelä 1999, 96 ja 161 - 162 sekä Laitinen 2002, 190 - 194.

BV_0 = Oman pääoman kirja-arvo per osake hetkellä nolla

EVA_n = $r \times BV_{n-1} - EPS_n$, eli osakekohtainen vaadittu tuotto ($r \times BV_{n-1}$) miinus osakekohtainen tulos EPS_n kaudella n.

r = oman pääoman tuottoprosentti

g = EVA:n odotettu kasvu ennustekauden jälkeen

Lisäarvomallin käyttö edellyttää, että

- ennustetaan vuotuiset osakekohtaiset tulokset ja
- vuotuinen osinkosuhde (osinko/tulos), ja lisäksi
- näiden ennusteiden pitäisi olla samansuuntaisia.[187]

Joitakin korjauksia on tehtävä tilinpäätöstietoihin. Koska esimerkiksi poistot on jo kertaalleen hyväksytty verotuksessa, tulee varovaisuussyistä kuitenkin kertyneistä ylipoistoista aina vähentää voimassa oleva tulovero, koska ei ole varmuutta voiko ylipoistoja käyttää, eli syntyykö tappiollisia vuosia. Jäännös lisätään omaan pääoman määrään. Koska kaikista pysyvistä vastaavista ei tavallisesti saa tehdä säännönmukaisia poistoja (esimerkiksi maa-alueista ja arvopapereista), on taseessa tavallisesti kulumaton käyttöomaisuus arvostettava historialliseen hankintamenoon. MVA -arvo osoittaa, kuinka paljon lisäarvoa markkinat odottavat yrityksen tuottavan tulevaisuudessa. Voidaan myös sanoa, että yrityksen MVA on sama kuin sen tulevat arvioidut EVA -arvot diskontattuna nykyhetkeen[188]

(2) MVA = $(r^* - r) \times SPO/r$

missä SPO = sijoitettupääoma,
r^* = todellinen tuotto ja
r = vaadittu tuotto.

Tilintarkastajan arvonmääritystilanteita ajatellen EVA:n käyttö menetelmänä liittyisi toimeksiantoihin, jotka koskevat yrityksen johdon arviointia.[189] Tällainen lisäarvo yrityksen sisäisen toiminnan kehittämisessä on merkittävä, muttei sovellu ko-

[187] Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen 2001, 132. Jos osinkosuhdetta korjataan, muttei tulosennustetta, yhtiö ei saa lisää sijoitetulle pääomalle, jolloin lisäarvomallin mukainen osakkeen arvo alenee. Osakkeen sijoitetun pääoman täytyy tuottaa vähintään vaaditun tuoton (r) verran, että syntyy lisäarvon kasvua.
[188] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 112 - 113. Katso myös Salmi 2004, 208 - 220.
[189] Kallunki & Niemelä 2007, 49.

vin hyvin tilintarkastajan arvonmääritystä koskevaan nyt valittuun tehtäväkenttään. Tämän tutkimuksen kannalta saatavat tulevaisuuden odotustiedot olisivat kuitenkin käyttökelpoista aineistoa.

2.2.3.3 Vertaileva arvonmääritys

Vertailevasta arvonmäärityksestä (tunnusluvuista) on kyse kun tehokkailla markkinoilla noteerattujen osakkeiden hintaan sisältyy kaikki käytössä oleva informaatio.[190] Markkinat suorittavat ”arvonmäärityksen”. Yritykselle lasketaan tunnuslukuja, joita seuraamalla voidaan arvioida markkinahintaa. Tyypillisiä tunnuslukuja ovat pörssikurssin markkina-arvo ja tuoton suhteita (esimerkiksi P/E-luku, price/earning), tai markkina-arvo suhteessa käyttökatteeseen (EV/EBITDA, enterprise value/earning before interest, taxes, depreciations and appropriations) tai liikevoittoon (EV/EBIT, enterprise value/earning before interest and taxes). Ongelmana on se, että vain harvoin löytyy vertailukelpoisia yrityksiä, koska tunnuslukujen vertailukelpoisuus on perustana tämän analyysimenetelmän antaman arvon oikeellisuuteen.[191] P/E luku on kuitenkin osakemarkkinoilla ehkä käytetyin hintatasoa kuvaava mittari. Halpana pidetään osakkeita, jos niiden P/E-luku on 2-6, kalliina jos luku on yli 20. P/E-luku vaihtelee osakekohtaisen tuloksen ja markkinahinnan mukaan. Jos yhtiö on varakas mutta tuotto huono, P/E-luku on suuri.[192]

Taulukossa 1 on esitetty tärkeimmät tunnusluvut ja niiden laskemistavat. Taulukon esittämisen tavoitteena on tuoda esiin tunnuslukuja, jotka antavat tukea tilintarkastajan arvonmääritykselle. Tunnuslukujen laskennassa on laskettava tai arvioitava lukuja kuten oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo, oman pääoman markkina-arvo, vapaa kassavirta tai ennustettu tulos. Tavallisesti tilintarkastaja käyttää tilin-

---

[190] Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen 2001, 127.

[191] Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen 2001, 128 - 130. Kirjoittajat toteavat analyysimenetelmän vaativan hyvin monien ominaisuuksien huomioon ottamista, kuten tuotteiden laatu, markkinointisegmentit, maantieteellinen sijainti, yrityksen koko, kasvu, kannattavuus ja likviditeetti. Lisäksi vertailtavuus edellyttää usein korjauksia laskenta- ja arvostusperiaatteisiin.
Yrityksen tunnuslukuanalyysista katso esimerkiksi Laitinen 1986, Laitinen 1998, Laitinen 2002, Laitinen 2003 ja Laitinen Erkki K & Teija 2004 ja Laitinen & Luotonen 1996 sekä Kallunki & Kytönen 2007. Perinteisestä taseanalyysistä toiminnan kuvaajana, katso vielä esimerkiksi Kettunen & Mäkinen & Neilimo 1980 ja Hamberg 1986, 154 - 164.

[192] Ruoho 2001,141 - 146.

Tulokseen suhteutetut tunnusluvut		
	Osoittaja	**Nimittäjä**
P / E	Oman pääoman markkina-arvo	Ennustettu tulos
EV / EBIT	Oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo	Liikevoitto
EV / EBITDA	Oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo	Käyttökate
Kassavirtaan suhteutetut tunnusluvut		
P / CE	Oman pääoman markkina-arvo	kassaperusteinen tulos
P / FCF	Oman pääoman markkina-arvo	Vapaa kassavirta
Liiketoiminnan volyymiin suhteutetut tunnusluvut		
	Osoittaja	Nimittäjä
P / S	Oman pääoman markkina-arvo	Liikevaihto
EV / Sales	Oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo	Liikevaihto
Tasesubstanssiin suhteutettu tunnusluku		
P / B	Oman pääoman markkina-arvo	Oman pääoman tasearvo
Osinko suhteutettu markkina-arvoon		
Div / P	Maksettu osinko	Oman pääoman markkina-arvo

Taulukko 1. Tärkeimmät yksittäiset tunnusluvut ja niiden laskeminen [193]

Tunnuslukujen tarkempi sisältö on seuraavanlainen: [194]

P / E = *(adjusted share) price / earnings* (osakkeen hinta = oman pääoman markkina-arvo / osakekohtainen ennustettu tulos)

EV / EBIT = enterprise value / earnings before interest and taxes (yritysarvo = oma + vieras pääoma / liikevoitto)

EV / EBITDA = enterprise value / earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (yritysarvo = oma + vieras pääoma / käyttökate)

P / CE = (adjusted share) price / cash earnings (osakkeen hinta = oman pääoman markkina-arvo / kassaperusteinen tulos per osake)

P / FCF = (adjusted share) price / free cash flow (per share) (osakkeen hinta / osakekohtainen vapaa kassavirta)

P / S = (adjusted share) price / sales (turnover) (osakkeen hinta = oman päoman markkina-arvo / osakekohtainen liikevaihto)

EV / Sales = enterprise value / sales (turnover) (yritysarvo = oma + vieras pääoma / liikevaihto

P / B = (adjusted share) price / (equity) book value (osakkeen hinta = oman pääoman markkina-arvo / osakekohtainen oman pääoman tasearvo

Div / P = dividend / (adjusted share) price (maksettu osinko / osakkeen hinta = oman pääoman markkina-arvo)

[193] Kallunki & Niemelä 2004, 67 ja Kallunki & Niemelä 2007, 69.
[194] Katso esimerkiksi Valuation 2007.

päätösanalyysin tunnuslukuja lakisääteisen tilintarkastuksen yhteydessä ja tarkistaessaan pörssiyhtiöissä tunnuslukujen oikeellisuutta. Kaikissa yhtiöissä tilinpäätösanalyysin tunnusluvut palvelevat ”true and fair view” -näkemystä, mutta tilintarkastaja ei yleensä perusta ainakaan yksinomaan arvonmäärityksensä tunnuslukuihin. Tunnusluvut ovat hyvä lisä kokonaisarvioinnille ja niillä voi olla myös muille informaatioarvoa esimerkiksi päätettäessä yrityskaupoista.[195]

2.2.3.4 Kassavirtojen nykyarvo

Kassavirtalaskelmia perustellaan sillä, että tilinpäätöksen harkinnanvaraiset erät eivät vaikuta olennaisesti niihin. Yrityksen virallisissa tilinpäätöksissä on jaksotettava menot ja tulot, jotka kuuluvat tilikaudelle. Esimerkiksi poistot on jaksotettava käyttöomaisuuden pitoajalle. Lisäksi erilaiset lainmukaiset harkinnanvaraiset tilinpäätöskäytännöt tulosjärjestelyineen antavat joustokohtia, joita yritysjohto käyttää tavoitteidensa mukaisesti.[196]

Kassavirtalaskelmia on olemassa sisällöltään jonkin verran erilaisia. Perusajatuksena on, että vastaisten tuottojen diskonttaaminen tapahtuu laskenta-ajankohtaan käytettävällä laskentakorkokannalla. Tuotoilla voidaan tarkoittaa

- nettotulosta per vuosi,
- yrityksen tuottamaa nettokassavirtaa per vuosi tai
- tulevaisuudessa osakkeenomistajalle siirtyvää nettokassavirtaa per vuosi.[197]

2.2.4 Suomalainen kirjanpito ja tilinpäätös (FAS)

Suomessa on EU:n liittymisen myötä 1.1.1995, direktiivien vaikutus tullut näkyviin muun muassa kirjanpito- ja tilinpäätöksen lainsäädännössä ja -käytännössä. Ennen vuoden 2004 kirjanpitolain uudistusta ollut meno-tulo -teoreettinen perusta sisälsi joitakin eroavaisuuksia

---

[195] Ruoho (2001, 141 - 146) on käsitellyt olennaisuuden arviointia tunnusluvuista käsin arvopaperin arvoon vaikuttavana seikkana.

[196] Kallunki & Martikainen & Niemelä 1999, 86 ja Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 92 -93. Laitinen (2002, 190 - 210) esittää yrityksen arvoa muun muassa arvomallilla *yrityksen pääoman puhdas tuottoarvo* (s. 194 - 196). Koskela (1984, 89 - 220) on väitöskirjassaan käsitellyt erilaisia kassavirtoja ja tutkimuksessaan päätynyt Artton esittämään etuoikeusjärjestykseen (s. 96) ja osakkeenomistajan arvonmääritysmalliin (s.104 - 141). Mallia testattiin empiirisesti 20 eri alojen yritysten vuosien 1951 - 1980 tiedoilla (s. 148 - 214). Tutkimustuloksena todettiin muun muassa, että osakkeiden markkinahintojen ja yrityksen kassaperusteisesti mitatun taloudellisen menestyksen välillä on riippuvuutta. Kassaperusteinen tuloslaskenta osoitti käyttökelpoisuutensa yksittäisen yrityksenosakkeen arvonmäärityksessä (s. 220).

[197] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 89 ja Laitinen & Luotonen 1996, 40 - 44 sekä Kallunki & Niemelä 2007, 109 - 110. Katso myös Koskela 1984, 63 - 98.

kansainvälisiin standardeihin nähden. Eräs merkittävä ero oli tilinpäätöksen tavoite. Suomessa sen pääpaino oli silloin tuloksen laskemisessa. Taseen omaisuuden erät olivat etupäässä aktivoituja menoja, saatavia ja rahavaroja. Tuloslaskelma kuvasi tilikauden tulosta, tase tilinpäätöspäivän taloudellista asemaa.[198] Uuden kirjanpitolain myötä siirryttiin noudattamaan kansainvälisija standardeja, meno-tulo -teoria ei enää ole tilinpäätöksen teoreettisena perustana.[199] Standardien mukaisesti laadittu tase käypiin arvoihin on nyt etusijalla.

Vaikka suomalainen kirjanpitolainsäädäntö perustui *meno-tulo -teoriaan*, oli jo ennen Euroopan Unioniin liittymistä perusperiaatteet samat. Vuonna 1993 voimaan astuneen kirjanpitolain muutos perustui Euroopan Yhteisöjen (EY) 4 ja 7 yhtiöoikeudellisen direktiivin periaatteisiin,[200] jota täydennettiin kirjanpitolain muutoksella vuonna 1997[201] enemmän kansainväliseen suuntaan. Kirjanpidon ja tilinpäätöksen yleiset puiteoletukset ja yleiset tilinpäätöksen informaatioperiaatteet ovat olleet osaksi perustana jo meno-tulo -teorian aikana sisältyen *hyvään kirjanpitotapaan.*[202]

Taseen ja tuloslaskelman välistä suhdetta ohjaavat kaksi periaatetta, jotka ovat

1. *realisointiperiaate* (realization), jonka mukaan meno toteutuu kun tuotannontekijä (tuote tai palvelu) on vastaanotettu, tulo kun vastaava suorite (tuote tai palvelu) on luovutettu ulkopuoliselle ja

2. *meno tulon kohdalle -periaate* (matching), eli tulon ansaitsemiseksi panostetut menot on asetettava tuloslaskelmaan vastaavien tulojen kanssa (tuotot ja kulut), joiden erotus on tulos (voitto tai tappio).

Puiteoletuksena on

3. *suoriteperuste* (accrual basis) ja

4. yrityksen *toiminnan jatkuvuuden periaate* (going concern).

Tilinpäätösinformaation periaatteet ja laadulliset vaatimukset ovat

5. *ymmärrettävyys* (understandability),

---

[198] Leppiniemi Jarmo & Raili 2002, 23 ja Niilekselä 1986, 90 sekä Järvinen & Prepula & Riistama & Tuokko 1998, 48 ja Leppiniemi Jarmo & Raili 1997, 297.

[199] KPL 2004 luku 3, HE 126/2004 vp, 4 - 8 ja esimerkiksi Viljanen 1986, 130 -153.

[200] HE 111/1992 vp, 3 ja 7 - 9. Katso myös Riistama 2004a, 139 - 151 ja 2004b, 259 - 269, jossa hän on tarkastellut IAS/IFRS -standardeihin perustuvaa kirjanpito- ja tilinpäätösnormistoa sekä uuden osakeyhtiölain uudistuksen verovaikutuksia. Riistama toteaa (s. 268), että IAS normisto korostaa aikaisempaa enemmän sitä, että tilinpäätös- ja verosäännöstöt palvelevat eri tarkoituksia, niillä on eri tavoitteet ja ne perustuvat erilaisiin periaatteisiin.

[201] 1997 HE 173/1997 vp, 8.

[202] Katso lähemmin meno-tulo -teoriasta kappaleessa 2.3.2. Hyvästä kirjanpitotavasta tällä hetkellä voimassa olevan kirjanpitolain (kirjanpitolaki 1336/1997, johon viimeiset muutokset 1304/2004) mukaan, katso esimerkiksi Leppiniemi 2006, 26 - 28 ja Tuukkanen 1986, 68 - 79, Leppiniemi Jarmo & Raili 2002 sekä Järvinen & Prepula & Riistama & Tuokko 1998, 46 - 60 ja Ernst & Young 2006, 25 - 26 sekä Lehtonen 2007, 208 - 221.

6. *merkityksellisyys* (relevance)
   * olennaisuus (materiality)

7. *luotettavuus* (reliability)
   * todenmukainen esittäminen (faithful representation)
   * sisältöpainotteisuus (substance over form)
   * puolueettomuus (neutrality)
   * varovaisuus (prudence)
   * täydellisyys (completeness)

8. *vertailukelpoisuus* (comparability)

9. merkityksellisen ja luotettavan *informaation rajoitukset*
   * oikea-aikaisuus (timeliness)
   * hyöty-kustannus-tasapaino (balance between qualitative characteristics)

10. *oikean kuvan* antaminen / *oikea esittäminen* (true and fair view / fair presentation)[203]

Yrityksen arvoon ja arvostukseen liittyvinä ovat kaikki edellä mainitut asiat tärkeitä. Lähtökohtana tässä tutkimuksessa oli, että kohteena olevan yrityksen asiat on hoidettu voimassa olevien lakien ja määräysten sekä periaatteiden mukaisesti. Erikseen on kuitenkin syytä nostaa esiin *toiminnan jatkuvuuden periaate* (going concern). Periaate on merkittävä arvioitaessa yrityksen kokonaishintaa tai sen osia. Jos yritys ei jatka toimintaansa, on kyse *likvidointihinnasta*, joka perusteeltaan on täysin erilainen ja joka harvoin päätyy samoihin lukuihin kuin yrityksen toiminnan jatkuessa.

2.2.5 Tilinpäätös IFRS/IAS -standardien mukaan ja joitakin eroavaisuuksia suomalaiseen (FAS) käytäntöön

EU:ssa hyväksyttiin 7.6.2002 IAS-asetus (International Accounting Standard). Suomennettuna standardi on Kansainvälinen tilinpäätösstandardi. IAS-standardien tulkinnoista on kirjoittanut SIC (Standing Interpretations Committee), joka nimen muuttuessa IFRS -standardeiksi, jatkossa tulee olemaan IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee). Asetus edellytti, että eurooppalaiset pörssiyhtiöt laativat konsernitilinpää-

[203] Räty & Virkkunen 2002, 52 - 53, Järvinen & Prepula & Riistama & Tuokko 1998, 52 - 60, Troberg 2003, 25 - 26, Tuukkanen 1986, 68 - 79 ja Viljanen 1986, 130 - 153. Leppiniemi (2006), 104 - 109 on käsitellyt syvällisemmin KPL 3:2 §:n (2004/1304) ”oikeat ja riittävät tiedot (oikea ja riittävä kuva)” -asiaa, jossa myös KILA:n lausunnot on otettu huomioon ja ”yleiset tilinpäätösperiaatteet” KPL 3:3 §:n mukaan, 109 - 116. Katso myös Troberg 2007, 30 - 33. KPL 3:3 §:n 2a:-kohdan yleiset tilinpäätösperiaatteena on ”huomion kiinnittäminen liiketapahtumien tosiasialliseen sisältöön (sisältöpainotteisuus, substance over form), KILA 2002/1681 (varovaisuus), KILA 2005/1750 (tasejatkuvuus), KILA 2000/1603, KILA 2004/1725, KILA 1996/1422 ja KILA 2005/1759. Katso myös Mäntysaari (1996, 180 - 186), joka on kirjoittanut artikkelissaan muun muassa oikeista ja riittävistä tiedoista, yhtiön tosiasiallisesta tilasta ja toiminnan jatkuvuudesta, kun kyse on tilintarkastajan vahingonkorvausvelvollisuudesta kolmanteen nähden.

töksensä niin sanottujen IFRS-standardien (International Financial Reporting Standard(s)) mukaan, viimeistään vuoden 2005 alusta. Uudet tilinpäätöstä koskevat standardit ovat nimeltään IFRS-standardeja ja ne antavat IASB -niminen komitea (International Accounting Standard Board). IFRS-standardeja käytetään yhdessä jo annettujen IAS-standardien kanssa.[204] Uusista standardeista käytetään vuodesta 2005 lähtien nimitystä IFRS.[205]

IFRS -normisto toi ulkoisen ja sisäisen laskennan lähemmäksi toisiaan. Normisto ei ole pelkästään laskentatekninen muutos. Se saattaa vaikuttaa sekä yrityksen organisaatioon että liiketoimintojen järjestelyihin. IFRS -kirjanpitoajattelu on tasekeskeistä.[206] Pääpaino siirtyi taseeseen, jossa *käypä arvo* (fair value) on hyvin tärkeä periaate.[207] Normiston mukainen keskeinen tilinpäätösinformaation käyttäjäryhmä ovat sijoittajat, koska he antavat yritykselle riskipääomaa.[208]

IAS- / IFRS -normisto koostuu tilinpäätöksen laatimisesta ja esittämisestä koskevista yleisistä perusteista, IAS- ja IFRS -standardeista ja tulkintaohjeista *SIC/IFRIC*.[209] Suomen kirjanpitolainsäädäntöä on uudistettu edellä mainitut asiat huomioiden. Hallituksen esitys muutetuksi kirjanpitolaiksi (126/2004) annettiin 16.6.2004. Kirjanpitolain muutokset astuivat voimaan 31.12.2004, ja niitä sovellettiin 8:6 §:n mukaisesti ensimmäisen kerran kirjanpitoon tilikaudella, joka alkoi 1.1.2005 tai sen jälkeen. Lakia sai kuitenkin soveltaa KPA 2004 6:2 §:n mukaan jo tilinpäätöksessä 31.12.2004.[210]

Kirjanpitolain muutetuilla[211] säännöksillä siirryttiin kansainvälisten IFRS -tilinpäätösstandardien pakolliseen soveltamiseen kansallisen kirjanpitolainsäädännön sijaan. IFRS- ja aikaisempi IAS-normisto on laaja, yksityiskohtainen tilinpäätösinformaa-

---

[204] IAS käytännön esimerkein 2003, 11 ja 14. Troberg (2003, 187) kirjoittaa, että IAS- ja IFRS-standardit ovat monelta osin lähellä USA:n tilinpäätösstandardeja (US GAAP). Raportoinnin kansainvälinen harmonisoinnin tarve on suuri. Troberg (2007, 33) toteaa edelleen, että taloudellinen raportointi on Euroopassa yhä enemmän siirtynyt amerikkalaiseen suuntaan. ”Financial reporting in Europe is moving more and more in the American direction meaning that the importance of investors and stock exchanges is underlined.” Trobergin mukaan (2007, 212 - 213) USA:ssa Sarbanes-Oxley Act laajensi merkittävällä tavalla yrityksen johdon vastuuta tilinpäätösinformaatiosta. IFRS-standardeista vielä, katso KHT -yhdistys - föreningen CGR ry 2001 ja Kallunki & Niemelä 2007, 181 - 215. Käytännössä käytetään IAS-standardien nimitystä niin kauan kunnes ne on uudistettu IFRS:n mukaan. Katso Salmi 2004, 229 - 244 ja Aromäki ym. 2003.

[205] Leppiniemi 2006, 258 - 263. Leppiniemi 2003, käyttää normistosta nimitystä IAS/IFRS. Katso myös Jänkälä & Kaisanlahti 2005, 22 - 26 ja KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry. 2002b, 2003b, 2004a, 2005b, 2006a ja 2007a. IFRS -standardeja on tällä hetkellä (2007) 41 kpl.

[206] Leppiniemi 2003, 13.

[207] Salmi 2004, 243 - 244, ja Troberg 2007, 31, 45 - 47 (”In addition, fair values are often not auditable because there are no readily available market values, in which case the *value in use* (net present value) is the applicable valuation alternative.”), 49 - 50, 55 - 61, 65 - 68, 74 - 79, 167 - 171, 180 - 187, 244 - 248 ja 261 - 264.

[208] Räty & Virkkunen 2002, 52. EU:n avoimuusdirektiivin (2004/109/EY) nojalla uusittiin AML:n säännöstä koskien osavuotiskatsauksien määrää, katso lähemmin esimerkiksi KPMG 2007, 5 - 10.

[209] Räty & Virkkunen 2002, 25 ja Troberg 2007, 243 - 252. IAS/IFRS -standardeja kehitetään (muutetaan) säännöllisesti. Katso tämänhetkisestä tilanteesta esimerkiksi KPMG 2007, 1 - 46.

[210] Leppiniemi 2006, 258 - 263) käsittelee KPL lisättyä 7a -lukua (2004/1304) Kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaan laadittava tilinpäätös ja konsernitilinpäätös.

[211] KPL 1304/2004. Katso myös Jänkälä & Kaisanlahti 2005, 9- 61.

tiota koskeva säännöstö. Siihen kuuluu 41 standardia ja 34 tulkintaohjetta.[212] Pääsääntönä on, että muutetut normit koskevat tiettyjä niin sanottuja *noteerattujen yritysten konsernitilinpäätöksiä*. Poikkeuksena IFRS-tilinpäätösten laatiminen koskee myös niiden yhtiöiden erillistilinpäätöksiä, jotka eivät laadi konsernitilinpäätöstä, mutta joiden arvopapereita on julkisen kaupankäynnin kohteena. Muiden kirjanpitovelvollisten kohdalla on lähtökohtana *"ei estettä, ei pakkoa -periaate"*.[213] Ainoana edellytyksenä on, että yhtiöllä on auktorisoitu tilintarkastaja.[214]

Vapaehtoisiin periaatteisiin kuuluvat uudessa kirjanpitolaissa ns. fair value-direktiivin eli käyvän arvon periaatteen voimaan saattaminen.[215] Fair value -direktiivi perustuu IAS 39-standardiin rahoitusvälineiden arvostamisesta. Direktiivi sinänsä edellyttää jäsenvaltioiden sallivan tai vaativan, että yhtiöiden johdannaissopimukset ja muut rahoitusvälineet arvostetaan *käypään arvoon*. Tämä tarkoittaa poikkeusta tilinpäätösdirektiivin yleissäännöstä, jonka mukaan arvostuksen lähtökohtana on *hankintameno tai tuotantokustannukset*. Rahoitusvelkojen osalta vastaavaa käyvän arvon periaatetta tulisi noudattaa ainoastaan sellaisiin velkoihin, jotka ovat rahoitusjohdannaisia tai osa kaupankäyntisalkkua. Hyödykkeisiin perustuvia sopimuksia (esim. tilisaamisia tai -velkoja) ei pidetä rahoitusjohdannaisina.[216]

Soveltamisalan ulkopuolelle on jätetty ne, jotka ovat muussa kuin johdannaissopimuksen muodossa olevia rahoitusvaroja, joita pidetään niiden eräpäivään saakka. Yhtiön itsensä myöntämät lainat, muut saamiset sekä osuudet tytär-, sidos- ja yhteisyrityksissä jäivät myös ulkopuolelle.[217] Käypä arvo määritellään markkina-arvon mukaan silloin, kun rahoitusvälineelle on vaikeuksitta määriteltävissä luotettavat markkinat. Muussa tapauksessa käytetään *yleisesti hyväksyttyjä arvostusmalleja ja -tekniikoita*. Tällöin katsotaan, että saadaan kohtuullisen tarkka arvio markkinahinnasta.[218]

Niin sanotun *modernisointidirektiivin* tarkoituksena on poistaa nykyiset ristiriidat tilinpäätösdirektiivien ja IFRS-standardien välillä. Direktiivi sisältää myös sään-

[212] IAS käytännön esimerkein 2003, 310 - 313.
[213] HE 126/2004 vp, 1.
[214] KPL 7 a luku 3 § 2 momentti.
[215] Katso Troberg 2007.
[216] HE 126/2004 vp, 5.
[217] HE 2004, 5.

nöksiä, joilla ei ole suoraan IFRS -liittymää. Yleisesti ottaen IFRS:n ja suomalaisen käytännön (Finnish Accounting Standard, FAS) erot syntyvät erilaisesta kirjaamiskäytännöstä, tulojen ja menojen arvostamisesta ja esittämistavasta. Suomalainen käytäntö on tähän saakka perustunut vahvasti tuloslaskentaan ja jakokelpoisen voiton laskemiseen, missä erityinen paino oli asetettu velkojien suojaan. IFRS-, kuten aikaisempi IAS -normistokin, perustuu angloamerikkalaiseen ajattelutapaan, jossa on keskeistä kehittyneet rahoitusmarkkinat ja sijoittajan näkökulma. Kirjauksia tehdään runsaasti suoraan omaan pääomaan, ja arvostusmenetelmät perustuvat käypiin arvoihin (markkinaperuste).[219]

Tietoja on annettava enemmän ja yksityiskohtaisemmin. Laskelma oman pääoman muutoksista on sisällytetty IAS 1:een. Koska IFRS-tilinpäätöksissä on enemmän kirjauksia suoraan omaan pääomaan ohi tuloslaskelman, on muutoslaskelman tarve korostunut. Suomalainen käytäntö antaa vain tietyt raamit, joiden mukaan asioita esitetään. IFRS ei anna sellaisia valinnan vapauksia kun mitä suomalainen tilinpäätöskäytäntö antaa.[220] Jos IFRS-standardien mukaista tilinpäätöstä laaditaan, sitä ei voi tehdä vain osittain.[221]

Koska tässä tutkimuksessa käytettiin myös substanssiarvomenetelmää, jossa taseen erien niin sanottu käypä arvo on olennainen, oli tulkinta tältä osin pääasiallisesti IFRS:n mukainen.[222] Vaikka standardien pakollinen käyttö koski pörssiyhtiöiden konsernitilinpäätöksiä ja sellaisia yrityksiä, jotka ovat vapaaehtoisesti valinneet ottaa standardit käyttöön, päädyttiin tähän valintaan, koska näin saatiin sama perusta tilinpäätöksille. IFRS -standardien mukaisia tilinpäätöksiä tultaneen tulevaisuudessa laatimaan yhä enemmän.[223]

---

[218] HE 2004, 6. Kyseessä on aina joka tapauksessa laskennallinen arvio yrityksen arvosta, eli fiktiivinen arvo. Jos perustana on noteeraus pörssissä, kyseessä on silloinkin yrityksen hinta, joka perustuu muuhun kuin ”todelliseen arvoon”. Käypä arvo on siten laskennallinen ja voi hyvinkin olla virheellinen.

[219] Taseen käyttöomaisuuden arvonkorotukset olivat mahdollisia myös rakennusten osalta, ennen kirjanpitolakia 1336/1997. Nyt 5.luvun 17 §:ssä on enää mainittu maa- tai vesialueen tai arvopaperin arvonkorotusmahdollisuutta. Katso myös Wiklund 1993, 100 - 111 ja Järvinen & Prepula & Riistama & Tuokko 1998, 451 - 459 sekä 530 - 531. Katso myös Leppiniemi Jarmo & Raili 2002, 126 ja 155 - 158.

[220] Salmi 2004, 242 - 243 ja Troberg 2003, 30.

[221] IAS 1- ja SIC 18 -tulkinta 1997.

[222] Hallituksen lakiesityksen (HE 103/2007 vp, 57 - 59) mukaan osakeyhtiölain 20:23 §:n muutos merkitsisi, että pörssin ulkopuolisten yhtiöiden voisi laskea oman pääomansa käypään hintaan kuten edellisen osakeyhtiölain 13:2 §:n mukaan.

[223] Käytännön tason problematiikkaa koskien alkuperäiseen hankintamenoon tai käypään arvoon perustuvien arvojen kannanottoihin, on käsitelty kappaleessa 4.
Villa & Mähönen (2006b, 289) toteavat yhtiöoikeudellisen varovaisuusperiaatteen ohjanneen kirjanpitoa. He kirjoittavat, että varovaisuus on kuitenkin ristiriidassa modernin, pääomamarkkinoiden informaatiotarvetta korostavan tilinpäätöskäytännön kanssa, jota kuvastavat ennen kaikkea kansainväliset tilinpäätösstandardit eli IFRS-standardit. Varovaisuusperiaate on varo-

Tutkimuksen lähtökohtana oli, että tilintarkastajan kannanotot perustuvat normaaliin lakisääteisen tilintarkastuksen läpikäytyjen kirjanpito- ja tilinpäätöstietojen aineistoon.[224] KHT-yhdistyksen suositus 545 ”*Käyvän arvon määrityksen ja sitä koskevien tilinpäätösten tilintarkastus*” [225] koskee nimensä mukaisesti tilinpäätöksen tarkastamista yrityksessä, joka noudattaa IFRS -standardeja tilinpäätöksessään. Suositus on siten tarkoitettu lakisääteisen tilintarkastuksen ohjeeksi. Tässäkin suosituksessa todetaan, että siitä voi perustelluista syistä poiketa.

Kun yrityksen on laadittava IFRS:n mukaisesti raporttinsa, tasearvot ovat silloin käyvän arvon kannalta punnittuja.[226] Tilintarkastajan kannalta on merkille pantavaa, että riippuen siitä mitä periaatteita yritys noudattaa tilinpäätöksensä tekemisessä, voi syntyä omaan pääomaan liittyviä lakimääräisiä velvoitteita. Kaikkien yritysten on mahdollista laatia kirjanpitolain mukaan taseensa käypien arvojen mukaan, mutta jollei niin tehdä, saattaa esimerkiksi osakeyhtiölain oman pääoman negatiivisuuden vuoksi joutua kaupparekisterin julkiselle ”valvontalistalle”.[227]

2.3 Laskentamallin valintaan vaikuttavia kysymyksiä

2.3.1 Yrityksen arvo- ja arvonmääritysten perusteista

Yrityksen arvostusta ajatellen *Mattila*[228] on määrittänyt erilaisten arvojen tasojen avulla sitä, mitä on tarkoitus kuvata (kuva 3). Voidaan puhua *arvoteoriasta,* jolloin tarkoitetaan vallitsevien sosiaalisten, taloudellisten, poliittisten, eettisten ja moraalisten olosuhteiden tutkimista, eli kuinka arvot syntyvät.

---

jen jakoa koskevan EU:n pääomadirektiivin 15 artiklan vastainen, joka edellyttää käypien arvojen käyttämistä, vaikka kyseessä ei olisi realisoituneita arvoja. Nämä käyvän arvojen periaatteet ovat IFRS-standardien mukaiset.

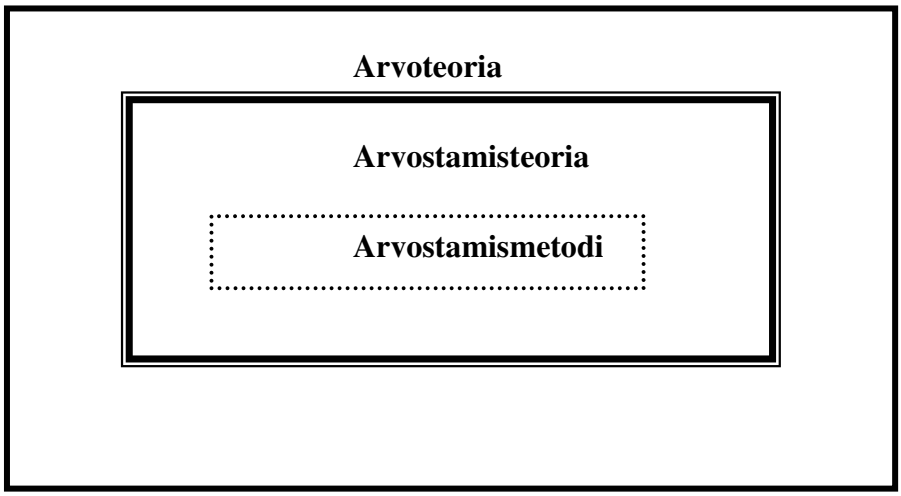
[224] Mikäli yhtiö ei laadi tilinpäätöstään IFRS-standardien mukaan, tulisi tilanteessa jolloin oma pääoma on alle puolet ja varsinkin jos se on negatiivinen, yhtiön oman tilintarkastajan varautua laskemaan yhtiön substanssiarvon IFRS-standardien mukaan.

[225] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007b, 559.

[226] Laaksonen (2004, 423 - 432) ja Palmu (2005, 291 - 301), ovat kirjoittaneet artikkeleissaan aineettoman omaisuuden arvostamisenongelmista, jossa Palmu kritisoi monessa kohdin Laaksosen näkemyksiä. Esimerkiksi yrityksen liikearvolle asetettava hinta voidaan saada luotettavasti vasta kauppana.

[227] OYL 13:5 mukainen niin sanottu *tasetest*i ja OYL 13:2 mukainen *maksukykyisyystesti* perustuvat oleellisesti yhtiön viralisiin tilinpäätöksiin. Katso myös Mähönen & Villa 2006b, 6 -8, 310 - 322. Asiaa on käsitelty tässä tarkemmin kappaleessa 4.3. Osakeyhtiölain muutosehdotuksessa (HE 103/2007 vp) ehdotetaan, että liitetietona tai toimintakertomuksessa voisi esittää oman pääoman arvo kuten edellisen osakeyhtiölain 13:2 §:n mukaan selvitystilataseessa taseen omaisuus käypiin hintoihin.

[228] Mattila 1984, 21 - 25.



Kuva 3. Arvoteoria-, arvostamisteoria- ja arvostamismetoditasot [229]

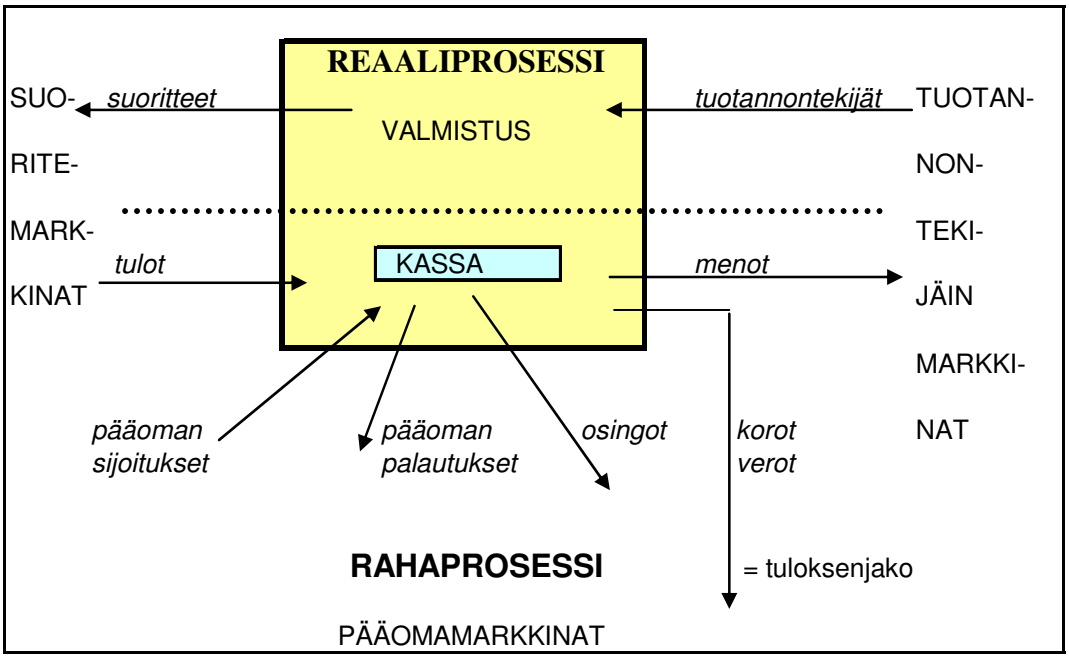
Kysynnän ja tarjonnan muutosten vaikutukset esimerkiksi yritysten arvoihin voisivat olla arvoteoreettista pohdiskelua. Yrityksen arvoteorian mukaan voisi yrityksen menestymisen mahdollisuudet kuvastua markkinoilla eri tekijöidensä mukaan, jotka ovat monen arvotekijöiden summa. Kuvan *arvostamisteorialla* konkretisoidaan arvoteoriat, jolloin esimerkiksi selvitellään eri tapoja luoda malleja arvoteorioita käyttäen. A*rvostamismetodeilla* (arvostamismenetelmillä) pyritään löytämään välineitä ratkaisemaan yrityksen arvot käytännössä.[230] Hyvän perustan määrittäminen on tutkimuksen kannalta olennaista. Tämän tutkimuksen teoreettisen arvopohjan määrittämisessä on Mattilan kuvaaman objektiivisen tai subjektiivisen näkökulman valinnassa päädytty tietyn käyttäjän eli tilintarkastajan näkökulmaan, joka noudattaa IFAC:in eettistä objektiivisuuden periaatetta, mutta painottuu Mattilan määritelmän mukaiseen *subjektiiviseen arvomaailmaan.*[231]

2.3.2 Liiketaloudellisesta arvoperustasta

Arvostamisteorian avulla pyritään konkretisoimaan arvoteorioita. Yrityksen arvostuksessa se voisi tarkoittaa, että valinta tapahtuu liiketoimintaa kuvaavien taloudellisten arvojen eli *reaali- ja rahaprosessin* mukaan (kuva 4). Suomessa oli vuoteen 1997 saakka kirjanpidon ja elinkeinotuloverotuksen lainsäädännön perustana kir-

[229] Mattila 1984, 22.
[230] Mattila 1984, 21.
[231] IFAC:in eettisen objektiivisuuden periaate määritellään siten, että tilintarkastajan ei tulisi antaa ennakkokäsityksille, intressiristiriidoille tai toisten osapuolten liialliselle vaikutukselle valtaa ammatin tai muuhun työhön liittyvässä harkinnassa

janpidon *meno-tulo -teoria*, jonka keskeiset tekijät ovat kuvassa 4. Yritystä ympäröi tuotannontekijöiden, suoritteiden ja pääomien markkinat. Yrityksen sisällä tapahtuvaa toimintaa kuvattiin *reaali- ja rahaprosessin* avulla. Reaaliprosessin mukaan hankittiin tuotannontekijöitä yritykseen ja myytiin sieltä suoritteita, jolloin kirjanpitoon rekisteröitiin menoja ja tuloja. Tilinpäätöksessä jaksotettiin *meno-tulon -kohdalle periaatteen* mukaisesti tuloslaskelmaan kuluina ja tuottoina, jonka erotuksena saatiin tulos. Rahaprosessin mukaiset pääoman sijoitukset ja palautukset sekä maksut kirjattiin niiden tapahduttua.



Kuva 4. Reaali- ja rahaprosessin kuvaus kirjanpidon meno-tulo -teorian mukaan [232]

Voitonjakoa oli omalle pääomalle maksettavat osingot, vieraalle pääomalle maksettavat korot ja yhteiskunnalle maksettavat verot. Meno-tulo -teoriassa tuloksenteon esittämisen oikeellisuus ja näin ollen yrityksen tuloslaskelma, olivat etusijalla kirjanpidon ja vuosittaisen tilinpäätöksen laatimisessa. Tase kuvasi vielä jaksottamista, kuluiksi odottavia aktivoituja menoja, saatavia ja rahavaroja, velkoja ja omaa pääomaa.

(KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry, 2007b, 96). Mattilan (1984, 23) mukaan objektiivisilla arvoilla tarkoitetaan keskimääräisiä arvoja kiinnittämättä huomiota arvoon tietyn omistajan tai käyttäjän hallussa.

[232] Järvinen & Prepula & Riistama & Tuokko (1998), 39 ja Ristama & Jyrkkiö (1982), 21. Kuvassa 5 ”Kassa” edustaa perinteisesti kaikkia rahatilejä, niin käteiskassaa kuin erilaisia pankkitilejä.

Nyt perustana ovat osittain samat käsitteet, mutta kuitenkin eri lailla määriteltyinä ja ilman teoreettista arvopohjaa.[233] Tilinpäätöksissä noudatetaan kansainvälisiä IAS/IFRS -standardeja, jotka kuvaavat ensisijaisesti tilinpäätöshetkellä taseen käyvän arvon mukaista taloudellista asemaa ja toissijaisesti tuloslaskelman tulosta. Tuloslaskelman mukaan saadaan edelleen tilikauden tulos, mutta pääpaino on siirtynyt tilinpäätöshetken taseeseen.[234] Niin sanottu fair value -direktiivi ja modernisointidirektiivi ovat kirjanpitolain viimeisessä muutoksessa[235] otettu huomioon, siten kuin kansainvälisten tilinpäätösstandardit edellyttävät laadittavassa tilinpäätöksessä ja konsernitilinpäätöksessä.[236]

Kansallinen kirjanpidon rekisteröinnin normisto FAS perustuu historialliseen hankintamenoon. IFRS -standardit sen sijaan poikkeavat tästä. Ne perustuvat ajatukseen, että yrityksen tulisi kirjata taseeseensa kaikki varoina ja velkoina pidettävät erät ja vain nämä erät. *Tuotot ja voitot* sekä *kulut ja tappiot* tulevat tuloslaskelmaan ja määräytyvät näiden varojen ja velkojen kautta. IASB:n laatimat hyvin yksityiskohtaiset IFRS -standardit ja tulkinnat lähtevät ensisijaisesti siitä, että varojen ja velkojen arvostusperusteena on käytettävä niin sanottua *käyvän arvon periaatetta*.[237]

Käypä arvo (fair value) IFRS:n mukaan on määritelty seuraavasti:[238]

> *Rahamäärä, johon omaisuuserä voitaisiin vaihtaa tai jolla velka voitaisiin suorittaa asiaa tuntevien, liiketoimeen halukkaiden, toisistaan riippumattomien osapuolten välillä.*

Käypä arvo on edellä olevan määritelmän mukaan yleensä kohteen uudelleenarvostamispäivän *markkinahinta.*[239] Jos se ei ole tiedossa on käytettävä jotain muuta ar-

---

[233] Juha Tolonen (2000, 22 - 23) on todennut kirjoituksessaan, joka koskee varallisuusoikeutta ja talousjärjestystä sen, että teorian (tässä tapauksessa talousteorian) tehtävänä on muun muassa tarkastella talousjärjestystä asiallisen hyväksyttävyyden näkökulmasta. Hän kirjoittaa, että teorialla on tässä mielessä aina poliittinen funktio. Voidaan esittää ainakin kysymyksenä, mitä on sanottava yrityksen taseesta, joka ei perustu mihinkään teoriaan vaan alati muuttuvaan standardiin? Kuitenkin esimerkiksi yrityksen tasearvot ovat ainakin lähtökohtaisesti perustana esine- ja velvoiteoikeudessa.

[234] KHT- Media Oy 2001, 68 - 99 ja KPMG 2003. Tilinpäätöksessä korostetaan tilinpäätöksen informaatiota, kirjaamisedellytyksiä ja pääomaa ja sen säilyttämistä. Edelleen korostetaan yrityksen tilinpäätöksen käyttäjien (nykyisiä ja tulevia sijoittajia, henkilöstöä, lainanantajia, tavaran toimittajia ja muita velkojia, asiakkaita, julkista valtaa sekä suurta yleisöä) tarpeita. Hyvin moni perusoletus on edelleen sama. Oletus toiminnan jatkuvuudesta (going concern) ja tilinpäätöksen laadullisista ominaisuuksista (ymmärrettävyys, merkityksellisyys, olennaisuus, luotettavuus, sisältöpainotteisuus, varovaisuus, vertailukelpoisuus yms.) olivat mukana kriteereinä Suomessa jo aikaisemmin kirjanpitolaissa tilinpäätöksen oikean ja riittävän kuvan (true and fair view) esittämisessä.

[235] KPL 1304/2004, 7a luku.

[236] Räty & Virkkunen 2002, 28 - 45 ja Viljanen 1986, 130 - 153.

[237] Esimerkiksi IAS 39.

[238] KHT- yhdistys - Föreningen CGR ry 2001, 1327. Katso myös fair value -direktiivistä Jänkälä & Kaisanlahti 2005, 20 - 21.

[239] IAS 16 ja Troberg 2003, 35. Esimerkiksi käyvän arvon määritelmä koski 2001 seuraavia standardeja: IAS 16 (aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet), IAS 17 (vuokrasopimukset), IAS 18 (tuotot), IAS 19 (työsuhde-etuudet), IAS 20 (julkiset avustukset), IAS 21 (valuuttakurssien muutosten vaikutukset), IAS 22 (yritysten yhteenliittymät), IAS 32 (rahoitusinstrumentit:

viota, esimerkiksi *jälleenhankintahintaa*. Jos markkinahintaa ei ole tiedossa, eikä jälleenhankintahintaan perustuva arvio ole sopiva, voidaan määrittää käypä hinta *samankaltaisille* (vertailulla) varoille ja veloille noteerattuun markkinahintaan. Jos sekään ei ole mahdollista, voidaan käyttää muita arvostusmenetelmiä. IFRS (IAS) -standardien laatijoiden IASB:n mukaan, taseessa esitettyjä käypiä arvoja ja niiden muutoksia tulisi käsitellä yrityksen suorituskyvyn osatekijöinä. Muutokset tulisivat suoraan tuloslaskelman voitoiksi ja tappioiksi.[240]

Kun käytetään teoreettisia, yleensä johdon näkemyksen mukaisia arvostusmalleja uudelleenarvioinnissa, kyseessä on hyvin *hypoteettisista arvioista*.[241] Kyse ei enää ole aidoista, IFRS (IAS) -standardien mukaan määritellyistä käyvistä arvoista. Kyseessä on enemmänkin yrityksen johdon ennusteiden mukaisista arvoista.[242] Arvonmäärityksissä se vaatii tilintarkastajalta kriittistä harkintaa myös perusaineiston osalta.

Kun uudelleen arvioinnissa arvonkorotus tehdään tulosvaikutteisesti, on siirrytty vaaralliselle tielle.[243] Käypien arvojen tärkeyttä ei ole syytä kyseenalaistaa, mutta siirtyminen pois tuloslaskelman kulmakivestä*, realisointiperiaatteesta*, tekee tilinpäätöksestä hyvinkin kyseenalaiseksi. Standardien luojien lähtökohtana on, että käypien arvojen hintavaihtelut ovat jopa tavanomaisia. Tilintarkastajan kauhukuva voisi syntyä siitä, että tulisi samansuuruisia käyttöomaisuuden hinnan pudotuksia kuin 1990-luvun lama-ajan Suomessa. On vaikea uskoa monenkaan yrityksen selviävän kaikista alaskirjauksista, mitä omaisuuserien arvojen alentumiset standardien mukaan vaatisivat.[244]

---

tilinpäätöksessä esitettävä t tiedot ja esittämistapa), IAS 33 (osakekohtainen tulos), IAS 38 (aineettomat hyödykkeet) ja IAS 39 (rahoitusinstrumentit: kirjaaminen ja arvostaminen).

[240] Englund & Järventausta 2005, 502.

[241] Englund & Järventausta 2005, 501 - 509.

[242] Englund & Järventausta 2005, 501 - 509. Kirjoittajat esittävätkin relevantin kysymyksen: ”Voiko tieto, joka ei ole luotettavaa, olla merkityksellistä”? Artikkelista käy selvästi ilmi, ettei näin voi olla. Kirjoittajat toteavat, että paluuta vanhaan hankintamenomalliin ei kuitenkaan haluta mennä. *Hyvää taloudellista raportointitapaa* (kurssivointi tässä) voisi painottaa niin, että IASB:n painottamaa *merkityksellisen tiedon sijaan* tuotaisiin enemmänkin esiin *laadullisia tekijöitä*, etenkin *luotettavuutta* ja *ymmärrettävyyttä*. Standardien laatijat lähtevät siitä, että tuloslaskelman ja taseen lukujen suuri heilunta on väistämätöntä, vaikka osa on vielä realisoimatta. Tämä on todellinen ongelma. Onko sitten ratkaisu siinä, että kytketään käyvän arvon käyttö ulkoisissa tilinpäätöksissä selvästi sisäisiin rakenteisiin ja johdon seurantajärjestelmiin? Kirjoittajat toteavatkin edelleen, että pohjimmiltaan taloudellinen raportointi on viestintää sekä yrityksen johdon että ulkopuolisen sijoittajan ja muiden sidosryhmien tarkoituksiin. Jos tiedot esitetään tilinpäätöksen liitetietoina, ne paremmin voisivat heijastaa markkinoille niitä oletuksia, joita yritysjohdolla on. IASB:n hypoteesit tai subjektiiviset arviot eivät mitenkään liity yrityksen johtamiseen.

[243] Troberg 2003, 37.

2.3.3 Oikeudellisesta arvoperustasta

Tilintarkastajan kannalta on syytä selvittää riittävällä tarkkuudella ne oikeudelliset asiat, jotka koskevat kyseessä olevaa toimeksiantoa. Tämä edellyttää, että perehdytään siihen

- mihin lainsäädäntö velvoittaa,
- mitä mahdollisia KHO:n, KKO:n tai muiden tuomioistuinten päätöksiä asiasta on (kuten hovioikeudet, hallinto-oikeudet, Keskusverolautakunta ja välimiesoikeudet) ja
- mitä muita viranomaisten tai sellaisten tahojen ohjeistuksia on, joita tulee noudattaa (esimerkiksi KHT-yhdistys, Rata ja Verohallitus)

Varojen arvostamisesta *verotuksessa* määritellään esimerkiksi omaisuuden *käypä arvo*[245] siten, että varoihin kuuluva omaisuus arvostetaan siihen arvoon, joka sillä on *verovuoden päättyessä* omistajan hallussa ja sillä paikalla, missä omaisuus oli. Käyvällä arvolla tarkoitetaan tässä *omaisuuden todennäköistä luovutushintaa.*[246] Se on siten useimmiten viranomaisen määrittämä teoreettinen arvio arvosta, tai tarkemmin ehkä sittenkin, *omaisuuden hinnasta.*[247]

Andersson & Ikkala [248] käsittelevät käyvän arvon problematiikka esimerkiksi EVL 51 d §:n (1109/1996) mukaan, kun yhteisö puretaan. Omaisuus, joka luovutetaan ”in natura” osakkaille, arvostetaan (kurssivointi tässä) sen ”*todennäköistä luovutushintaa vastaavan määrään eli käypään arvoon.”* He toteavat käyvän arvon mää-

---

[244] IAS 36.5 ja 22.56. Katso myös Laitinen 1994, joka on tutkinut 750 suomalaisen yrityksen keinoja sopeutua lamaan. Miten tunnistaa ja etukäteen varautua yrityksen kriiseihin, katso lähemmin Laitinen Erkki K & Teija 2004.

[245] L varojen arvostamisesta verotuksessa 1142/2005. Mattila (1984, 23) toteaa että TVL 43 §:n (1974/1043) käyvän arvon määritelmästä, jolla tarkoitetaan todennäköistä luovutushintaa, että se on objektiivisen arvokäsitteen mukainen. Käytännössä kysymys on keskimääräisistä arvoista, joka ei ole kohdistettavissa tiettyyn verovelvolliseen, koska arvostamisobjektia ei useinkaan noteerata markkinoilla todellisen käyvän hinnan selvittämiseksi. Käyvän arvon sijaan pitäisi Mattilan mukaan puhua käyvästä hinnasta. KPMG:n (2005, 23) kirjan mukaan verotuksessa arvostetaan käyvän arvon mukaan muun muassa henkilöyhtiön yhtiömiehen yksityisottoja. Kirjassa todetaan (s.557), että omaisuuden käypään arvoon ei vaikuttane sen tuottoarvo, ellei jako-osuuden saaja jatka jako-osuutena saamalleen omaisuudella elinkeinotoimintaa tai muuta tulonhankkimistoimintaa.

[246] VVL 1992/1537 § 11 sääti näin käyvästä arvosta. HE 144/2005,5 viitataan yleisperusteluissa tähän kumottuun varallisuusverolain pykälään ja määritellään samalla tavalla käypä arvo verotuksessa. Uudessa laissa (L varojen arvostamisesta verotuksessa 22.12.2005/1142) vastaavaa pykälää ei enää ole. Käytännössä arvostaminen HE:n mukaan, pyritään niin sanottuun varovaisen käyvän arvon mukaiseen arvoon. Esimerkiksi noteerattujen yhtiöiden osakkeiden verotusarvo on 70 prosenttia markkina-arvosta. Kiinteistöt ja liikeosakkeet, jotka noteerattujen osakkeiden ohella muodostavat valtaosan veronalaisista varoista, arvostetaan puolestaan kaavamaisin perustein. Eräitä varallisuuseriä, kuten yritysvarallisuus, maa- ja metsätalouden varat sekä yrittäjäosakkeet, on lisäksi haluttu nimenomaisesti suosia aliarvostuksen muodossa. Katso myös Penttilä 1991, 70 - 92, 111 - 131 ja 352 - 354.

[247] Lehtonen (2005c, 216 ja 230 - 233) käsittelee liikehuoneiston prosenttivuokraa ja peitellyn osingon verotusta muun muassa VML 29 §:n 3 momentissa säädetyn *käyvän arvon ja käyvän hinnan* problematiikkaa. Käypä hinta vuokrauksen yhteydessä tarkoittanee markkinahintaa. Markkinahinnan puuttuessa on käytettävä esimerkiksi vertailua, jolla on enemmän painoarvoa kuin laskennallisilla arvonmäärityksillä.

[248] Andersson & Ikkala 2000, 447 - 451. Ranta-Lassila 2002, 97 - 107 on käsitellyt sisäisiä luovutuksia Ruotsissa konsernin verotuksen neutraalisuuden näkökulmasta, jossa käypää arvoa tai sen alittamista sisäisten omaisuuksien luovutuksissa on käsitelty verotuksen kannalta, mutta käypää arvoa ei ole tarkemmin määritelty.

rittämisen olevan niin vaikeata, että vaikka omaisuus olisikin konkreettista, on juuri siksi syytä olla varovainen.[249] Omaisuudesta riippuen on todennäköinen luovutushinta löydettävissä, eli markkinahinta, jos kyseessä on esimerkiksi noteeratuista osakkeista. Useimmiten kyseessä on silloinkin enemmän keskimääräisistä hinnoista markkinoilla. He toteavatkin, että viime kädessä käypä arvo jää verovelvollisen ja verottajan esittämän näytön varaan.[250] Kyseinen käypä hinta on näissä tapauksissa tulkittavissa *teoreettisiksi arvoiksi*, joka on saatu vertailemalla markkinahintoja.

Varainsiirtoveron käypä arvo esimerkiksi kiinteistökaupoissa määritetään toteutuneen kauppahinnan mukaan. Jos kauppahintaa ei voida pitää käypänä tai se ei ole tiedossa, se arvioidaan. Käytännössä varainsiirtoveron arvopohjaksi on vakiintunut aikaisemmin varallisuusverotuksessa sovellettu *verotusarvo*.[251] Lähtökohtana varojen arvostamisessa on ollut vuonna 2006 poistetun varallisuusveron perustana varallisuusverolain 11 §, jonka mukaan arvo oli *omaisuuden käypä arvo* verovuoden päättyessä. *Käyvällä arvolla tarkoitettiin todennäköistä luovutushintaa*. Käytännössä arvostamisessa pyritään niin sanotun varovaisen käyvän arvon mukaiseen arvoon. Esimerkiksi noteerattujen yhtiöiden osakkeiden verotusarvo on 70 prosenttia niiden markkina-arvosta. *Kiinteistöveron* perustana oleva kiinteistön arvo määräytyy erikseen maapohjan ja rakennuksen osalta.[252]

Nettovarallisuus on perustana yritystulon jakamisessa pääoma- ja ansiotuloksi luonnollisille henkilöomistajille. Tuloverolaissa tarkoitetun jaettavan yritystulon ja yhtymän osakkaan tulo-osuuden pääomatulo-osuuden perusteena on nettovarallisuus. Nettovarallisuudella tarkoitetaan sitä jäännöstä, joka saadaan, kun laissa mainituista varoista vähennetään velat.[253]

Osakkeen matemaattinen arvo lasketaan jakamalla tarkistetun nettovarallisuuden määrä yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärällä. Yhtiön varoja ovat yhtiön käyttö-, vaihto-, sijoitus- ja rahoitusomaisuus sekä muu sellainen omaisuus ja sel-

---

[249] Andersson & Ikkala (2000, 449) kirjoittavat, että varovaisuutta on syytä noudattaa käypää arvoa määritettäessä verotuksessa, sillä liian korkean arvon asettaminen on suurempi virhe kuin liian alhaisen arvon asettaminen.

[250] Andersson & Ikkala (2000, 449) toteavat, että jos veroviranomainen katsoo, että käypä arvo on verotusarvoa korkeampi, veroviranomaisella on ensisijainen näyttövelvollisuus. Varallisuusverotuksen arvo (VarallisuusveroL 1537/1992) on periaatteessa käypä arvo, mutta käytännössä verottaja käyttää kaavamaista arviointia, jossa arvo on asetettu 70 % arvioidusta käyvästä tasosta. Katso myös Verohallituksen ohjeet 2006.

[251] Puronen 2000, 54. Varallisuusveron poistuttua määräytyy arvostus erikseen säädetystä laista (L 1142/2005)

[252] L varojen arvostamisesta verotuksessa 1142/2005 4 ja 28 - 30 §. Verohallitus vahvistaa vuosittain kiinteistöjen ja osakkeiden verotusarvot (katso osoitteessa http:// www.vero.fi).

[253] L varojen arvostamisesta verotuksessa 1142/2005 ja TVL 41 § (1535/1992). Nettovarallisuuden laskentatavasta katso esimerkiksi Penttilä 2003,144 - 145 ja Ossa 2002, 336 - 345.

laiset pitkävaikutteiset menot, joilla on varallisuusarvoa. Nettovarallisuudesta ja matemaattista arvosta on yksityiskohtaisia selvityksiä laissa varojen arvostamisesta verotuksessa.[254]

Ulosotossa omaisuus pyritään arvioimaan siihen hintaan, minkä velkoja sen myydessään todennäköisesti saisi eli sen *käypään hintaan* vapailla markkinoilla. Hyvin usein näyttäisi tutkimuksen mukaan saatu hinta jäävän alle markkinahinnan.[255] Kiinteistöt ovat yksilöllisiä, joten ei ole mahdollista kehittää yleistä vertailumittaria. Asuinhuoneiston osakkeille on määriteltävissä suhteellisen luotettava hinnan mittari, joka on vapaaehtoisissa luovutuksissa käytetty hinta. Veroviranomaisen rekisteristä ns. siirtoleimaverosta (varainsiirtoverosta) on myös tietoja saatavissa.[256] *Perintö- tai lahjaverotus* perustuu perityn tai lahjoitetun omaisuuden *käypään arvoon* luovutushetkellä. Käyvällä arvolla tarkoitetaan *todennäköistä luovutushintaa*.[257] *Henttula*[258] toteaa oikeuskäytännössä KHO:n soveltavan tällä hetkellä esimerkiksi perintö- ja lahjaverotuksen osalta *käyvän arvon* periaatetta ”vakiintuneesti ja yksiselitteisesti.” [259] *Kapitalisointia tai pääomittamista* käytetään monesti ”peukalo- tai nyrkkisääntönä”, mutta on myös aikaisemmin käytetty varallisuusverotuksessa ja joissakin KHO:n päätöksissä.[260]

Pääomittaminen on periaatteessa vain puhdas laskutoimitus, jossa vuotuisarvo kerrotaan sillä kalenterivuosimärällä, jonka aikana velvoite on voimassa.[261] *Kapitali-*

---

[254] L varojen arvostamisesta verotuksessa 1142/2005. Katso myös Hakola & Lahti 2006, 131 - 140. Aikaisemman lainsäädännön mukaan, katso esimerkiksi Penttilä 2003, 239 - 586 ja Järvenoja 2002, 257 - 319 ja Järvenoja 1997, 104 - 147. Erikseen todetaan 2 § 2 ja 4 momentin mukaa, että laskennalliset verosaamiset eivät ole varoja eivätkä laskennalliset verovelat velkaa. Pääomalaina on velkaa, jos se on taloudelliselta luonteeltaan vierasta pääomaa.

[255] Linna 1987, 132 - 137. Kirjoittaja toteaa, että lainmuutoksella UL 867/1984 4 luvun 21 §:n mukaan kiinteistön arvioiminen tuli pakolliseksi ja arvioinnissa saatiin käyttää asiantuntijoita. Kun vuonna 1984 säädettiin kiinteistön arvioiminen myyntipaikasta riippumatta pakolliseksi, todettiin muutoksen esitöissä, että arviointi UL 4 luvun 1 ja 15 §:ssä mainittujen kieltojen lisäksi on tarpeen myös huutokauppakuuluutusta, jossa on mainittava myytävän kiinteistön arvo (HE 1984:161, 10). Ulosottolaissa ei ole, lukuun ottamatta UL 5 luvun 2 (kulta- ja hopeaesineet) ja 3 §:ää (arvopaperit), ensisijaista realisointisäännöstä, joka oikeuttaisi hylkäämään alihintaisen korkeimman tarjouksen. Empiirisessä osassa osoitettiin, että ulosmitattuja autoja myydään pakkohuutokaupalla toisinaan suoranaiseen pilkkahintaan. Myös kiinteistöjä oli myyty alhaiseen hintaan (Linna 1987, 249 - 272). UL:n myöhemmissä muutoksissa (esim. HE 13/2005) perusteltiin muutoksia elinkeinotulon suojan laajentamiseksi myös yhtiöihin ja muihin yhteisöihin ja huutokauppamenettelyä koskevien säännösten eri omaisuuslajien myynnin yhtenäistämistä ja yksinkertaistamista. Käypää hintaa ei kuitenkaan ole sen kummemmin tarkemmin määritelty.

[256] Linna 1987, 161 - 162.

[257] Lindgren 2001, 189 toteaa, ettei termiä käypä arvo ole kirjoitettu itse arvostamista koskeviin säännöksiin, ja ettei Suomen verolainsäädäntöön sisälly minkäänlaista määritelmää siitä. Käytännössä se voisi myös olla mahdotonta. Katso myös Manninen 2001, 371 - 421.

[258] Henttula 2006, 84.

[259] Henttulan (2006, 84) väitöskirjan mukaan näin ei ole aina aikaisemmin tapahtunut. Hän esittää (s. 259) lainsäädäntöuudistusta koskevina johtopäätöksinä muun muassa, että varallisuuden arvostamisperustetta perintöverotuksessa tulee selvittää osana perintö- ja lahjaverotuksen kokonaisuudistusta. Katso myös Puronen 2000, 196 ja 215.

[260] Penttilä (1991, 189) kirjoittaa 1990-luvun alussa olleista Valtiovarainministeriön ohjeen mukaisesta käyvän arvon laskelmasta, joka sopii hyvin esimerkkinä edelleen: ”Osakkeen tuottoarvo lasketan OAVMp 3 kohdan 6 momentin mukaan siten, että kolmen verovuotta viimeksi edeltäneen vuoden tarkistettujen vuositulosten keskiarvosta puolet jaetaan osakkeiden lukumäärällä ja näin saatu osakkeen tuotto pääomitetaan 10 %:n korkokannan mukaan.

[261] Puronen 2000, 214 ja siinä viitatut KHO:n päätökset: *KHO 1.9.1972 taltio 3070* (oikeuden päätöksessä pantiin kapitalisoinnin perusteeksi perheosakkeiden lahjoituksessa, jossa lahjoittaja pidätti itsellään hallinta- ja tuotto-oikeuden, yhden

sointi toteutetaan siten, että lasketaan tietty nettotulos per vuosi, jaettuna halutulla korolla. Näin voidaan karkeasti arvioida esimerkiksi vuokrahuoneiston arvoa, kun vuosivuokra jaetaan tuottovaatimuksella valitulla korkotekijällä. Laskelmassa oletetaan tuoton jatkuvan ”äärettömästi”.[262]

Yritysten *sukupolvenvaihdostilanteissa* on vertailussa vastikkeetta luovutetun omaisuuden arvoksi luovutushetkellä *arvioitu käypä arvo* ja *vahvistettu verotusarvo.*[263] Käyvällä arvolla tarkoitetaan tässäkin omaisuuden todennäköistä luovutushintaa. Sukupolvenvaihdoshuojennusten säätämisellä on pyritty turvaamaan yritystoiminnan jatkuvuus sekä yrityksessä olevat työpaikat.[264] Se merkitsee käytännössä, että vahvistetut verotusarvot määräävät veron. Sukupolvenvaihdostilanteissa huojennuksen laskemista koskevissa säännöksissä, jätetään perintö- ja lahjavero osittain maksuun panematta.[265] Lopullinen verottajan laskema hinta sisältää merkittäviä huojennuksia.[266] Viimeisin sukupolvenvaihdostilanteita koskevan muutoksen jälkeen osakeyhtiön yritysvarallisuuden arvostuksessa lasketaan 40 % vahvistetuista verotusarvoista.[267]

Käyttöarvolla ymmärretään tässä tutkimuksessa subjektiivista, omistaja-käyttäjän näkökulmasta laskettua arvoa. Esimerkiksi yrityksen kiinteistön ja muun käyttöomaisuuden arvon laskennassa painotetaan yksilöllistä arvostamista. Yrityksen arvolaskelmissa on lähtökohtana toiminnan jatkamisen olettama (going concern), joten se ei tarkoita *likvidointiarvoa,* sillä silloin laskettaisiin yrityksen toiminnan lopettamisen arvoa, vapaaehtoisesti tai pakolla. Tilintarkastaja on edellisen osakeyh-

---

vuoden jaettu osinko 13,3 % perusteeksi, vaikkei osinkoa ei ehkä pystytä jakamaan ollenkaan), *KHO 17.2.1975 taltio 705* (vuokratun osakehuoneiston hallintaoikeuden arvoa saatiin pääomittamalla vuokrauksesta saadun todellisen tulon mukaan) *ja KHO 1.12.1995 taltio 5001* (asuinhuoneiston lahjoituksessa, jossa lahjoittaja pidätti itselleen elinikäisen asumisoikeuden, asumisoikeuden pääomitettu arvo tuli laskea todellisen vuokra-arvon perusteella vähennettynä suoritettavalla yhtiövastikkeella). Aikaisemman varallisverolain tuottovaatimuksena oli 8 %, josta jo 1980 -luvulla on siirrytty käyttämään 5 % omaisuuden arvosta (KHO 1987 B 624), Puronen 2000, 216 - 217.

[262] Jos esimerkiksi huoneiston kuukausivuokra on 500 (vuodessa 6 000) ja korkokantana on 5 %, saadaan laskelman arvoksi: 6000/5*100 = 120 000.

[263] Lindgren 2001,136 - 137. Katso myös esimerkkiä verohuojennuksen laskemisesta ennen PerVL 55 §:n muutosta 2005 ja Manninen 2001, 17 - 29. Immonen & Lindgren (2006) ovat kirjoittaneet ”Onnistuneesta sukupolvenvaihdoksesta”, jossa erityisesti verotuksen kannalta on käsitelty sekä valmistautumisen että toteuttamisen erilaisia vaihtoehtoja.

[264] Lindgren 2001, 114.

[265] Manninen 2001, 403.

[266] Verovelvollisen pyynnöstä osakeyhtiön sukupolvenvaihdoksessa voi verotukseen saada huojennusta (507/1998) PerVL 55 §:n (1110/1994) mukaan, jos

1) veronalaiseen perintöön tai lahjaan sisältyy yritys tai osa siitä,
2) verovelvollinen jatkaa perintönä tai lahjana saaduilla varoilla yritystoiminta perintönä tai lahjana saadussa yrityksessä ja
3) tuosta yrityksestä tai sen osasta määrätyn perintö- ja lahjaveron suhteellinen osa koko verosta on suurempi kuin 850 euroa (909/2001).

Osakeyhtiön yritysvarallisuus arvostetaan määrään, joka vastaa 40 prosenttia varojen arvostamisesta verotuksessa annetun lain (1142/2005) 3 ja 4 luvun mukaisten perusteiden määrästä.

tiölain voimassaolo aikana käyttänyt käyttöarvoa etupäässä oman pääoman vajauksen ongelmissa.[268]

Edellä käsitellyllä tavalla määriteltyinä verotuksessa käytettävät arvokäsitteet (käypä arvo, verotusarvo, nettovarallisuus ja matemaattinen arvo) sekä käyttöarvo, eivät kaikki aina vastaa tilintarkastajan näkemystä yrityksen arvosta tai hinnasta. Niiden tarkoitus onkin fiskaalinen, johon soveltuu paremmin kaavamainen ja periaatteessa tasapuolinen arvonmääritys koko Suomessa. Tuottoarvojen laskentamallit soveltuvat huonosti verottajan arvolaskelmamenetelmiksi, varsinkin jos ne perustuisivat tulevien vuosien realisoimattomiin kassavirtoihin.

2.3.4 Laskentamallin valinnan perustelut

Yrityksen kirjanpitoon kirjataan edellä käsiteltyjen lakien ja standardien jälkeenkin edelleen siten, että kaikki liiketapahtumat ja tilinpäätös laaditaan euroina ja sentteinä. IFRS- (IAS-) standardit edellyttävät taloudellista asemaa korostavan taseen uudelleen arvioimista, mikä tuo tullessaan epävarmoja ja ainakin arvionvaraisia eriä taseen osoittamaan omaan pääomaan (substanssiarvoon). Vero-oikeudessa ja liiketaloustieteissä arvo ja arvostaminen tarkoittavat kuitenkin suurin piirtein samoja asioita.[269] Kummassakin kyseessä on taloudellisista arvoista. Merkittävänä erona on se, että liiketaloudellisissa malleissa pyritään arvioimaan yrityksen *tuleva kehitys*, kun se verotuksen kannalta usein on *tietyn ajankohdan* (realisoitu) arvo. Yhteisöoikeudessa arvonmääritykset tarkoittavat usein *tiettyä ajankohtaa*, joissa ei voida laskea arvoja realisoimattomien tuottoarvojen mukaan. Substanssiarvolaskelmat soveltuvat silloin paremmin.

Tilintarkastajan käytännön kannanottona on edellä esitetty näkemys, että jos tulkintana pitäisi olla tietyn ajankohdan realisoitu arvio yrityksen arvosta tai hinnasta, ei silloin soveltuisi kovin hyvin ne menetelmät, jotka ottavat huomioon ehkä vasta tulevaisuudessa realisoituvat arvioidut arvot. Se myös tarkoittaa, että tilalle tulee teoreettinen laskelma substanssiarvosta, joka sopii valittuun ajankohtaan. Tuotto- ja substanssiarvoa ei myöskään voi laskea yhteen, koska se silloin merkitsisi kohteen

---

[267] KHO 27.12.2006 (2006/100 Diaarinumero 3123/2/05). KHO 2003:53 päätöksessä käsiteltiin PerVL 55 §:n huojennusperusteita aikaisemmin voimassa olevien säännösten mukaisesti.
[268] Katso lähemmin tämän tutkimuksen kohdassa 4.3.
[269] Mattila 1984, 19 ja Penttilä 1991, 56 - 69

kahden täysin eriperusteisen laskelman yhdistelemistä ja myös selvää yliarvostamista.[270]

Kun yrityksen tulevaisuuden näkymät tulisi olla mukana tilintarkastajan yrityksen arvolaskelmassa, *rahavirtoihin* perustuvat arviot tulevat menetelmän valinnassa tärkeämmäksi tekijäksi. Keskeinen käsite *kassavirta*, ei ole käsitteenä eikä sisällöltään kuitenkaan vakiintunut, mikä vaatii käyttäjältään erityistä huomiota.[271] Silloin kun jonkun lain tai ohjeen nykyhetken tilanne on ratkaiseva, on siis *substanssiarvo* edelleen tärkeä. Juridisista laskenta-arvoista tilintarkastaja saattaa käyttää vertailuarvona ”*käypää arvoa”* ja yrityksen kannalta katsoen myös ”*käyttöarvoa”*.

Ongelmaksi saattavat myös muodostua verotuksen ja kirjanpidon sidonnaisuus[272] ja selvät käsite-erot. Voimassa oleva kirjanpitolakimme hyväksyy tilinpäätöksen laadinnan IFRS -sääntöjen mukaan. IFRS -säännösten lähtökohta on käypä arvo, joka kulminoituu siihen, että kirjanpidon tase pyritään arvostamaan käypään arvoon. Verotuksen johtava lähtökohta on *tilinpäätöksen suoriteperuste*, joka tilinpäätöksessä pyritään määrittämään mahdollisimman tarkoin. Näin ollen on verotuksen ja IFRS:n välillä selvä ristiriita, jota ei ainakaan toistaiseksi ole haluttu poistaa.[273] Sen sijaan yhteisölainsäädännön ja liiketaloudellisten käsitteiden välillä ja siihen liittyvällä lainsäädännöllä ei näyttäisi olevan ainakaan merkittäviä periaatteellisia eroja.

Yrityksen oikea *oman pääoman hinta-arvio* on tilintarkastajan kannanoton tavoitteena. Edellä olevan perusteella, tilintarkastajalle nousee keskeiseksi yrityksen arvostusmenetelmäksi jo aikaisemmin todetun *vapaisiin rahavirtoihin* perustuva, tulevaisuuden tuottoja huomioon ottava *oman pääoman nykyarvo*. Tämä perusta on monessa suhteessa turvallisin ja käyttökelpoisin edustamaan näkemystä jostain ”todellisesta” yrityksen arvosta, tai pikemminkin *yrityksen hinnasta*. Se että tämä rahavirtamalli ei sovi kaikkiin yhteisö- ja verolainsäädännön tarpeisiin, ei vähennä tilintarkastajan vapaisiin kassavirtojen nykyarvoon perustuvan tuottoarvomenetelmän arvoa.

---

[270] Käytännössä sovellettiin joskus vielä 1980-luvulla myös periaatetta, missä tuotto- ja substanssiarvoille annettiin omat painoarvot 0 - 100 %:iin, eli yhteenlaskettuna 100 %:ia. Esimerkiksi yrityksessä, jossa oli pieni tase (palveluyritys) substanssin painoarvo saattoi olla 20 % ja tuottoarvon 80 %, yhteensä 100 %. Sekä tuotto- ja substanssiarvot laskettiin, josta siis otettiin huomioon arvioidut % -määrät. Laskelman teoreettinen perusta puuttui ja se hylättiin aika pian.

[271] Leppiniemi (1999, 27) toteakin vielä, että sekä teoreettisessa että käytännön sovelluksissa ja julkisuudessa esitetyissä arvioissa kassavirralla tarkoitetaan usein eri asioita. Tästä tulkinnasta ollaan samaa mieltä.

[272] EVL § 54.

[273] Torkkel 2006, 3. Katso myös lähemmin Yritysverotuksen kehittämisryhmän työryhmän ajatuksista VM:n 4/2006

3 KASSAVIRTAMALLI

3.1 Laskelman perusperiaatteita

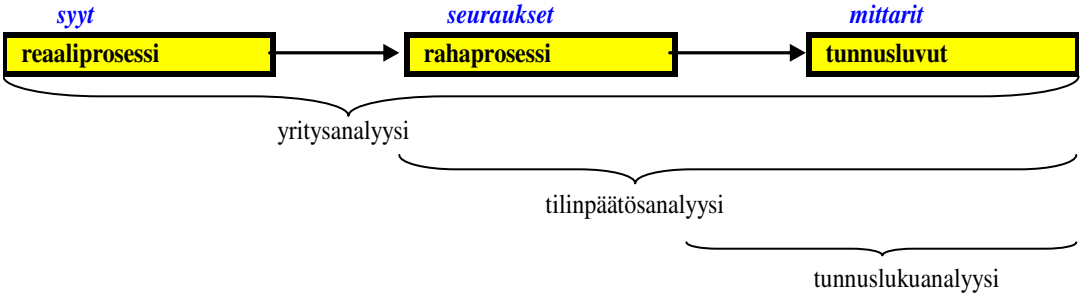
Erilaiset yrityksen rahavirrat ovat olleet tutkimuksen kohteena jo vuosikymmeniä.[274] Suomessa *Artto*[275] on kehittänyt kassavirtamalleja lähinnä tilinpäätösanalyysin tarpeisiin, jotka käytännössä painottuivat hänen tutkimuksissaan puunjalostus- ja paperiteollisuuden yrityksiin.

[274] Esimerkkeinä ulkomaisesta kirjallisuudesta on Glautier & Underdown (1976), 306 - 339, jossa teoksessa kirjoitetaan osakkeenomistajien ja sijoittajien tärkeydestä saada tietoja tulevien vuosien kassavirroista päätöksentekonsa tueksi. Teoksen kirjoittajat toteavat muun muassa: ”The recognition of the importance of future cash-flows has led many writers to define the objective of business corporations in terms of maximizing corporate wealth, defined as the present value of the future stream of net cash-flows to be earned by corporate assets.”(s. 306 - 307) Hendriksen 1977, 241 - 285, tuo esille niin ikään ravirtalaskelmien tärkeyden yritysomaisuuden arvon laskemisessa (cash and funds flow) ”[t]he present value of an asset is frequently defined as the discounted expected net receipts to be derived from assets.” (s. 241); Barrow (1998), 116 - 127, käsittelee raha- ja reaalivirtojen eriaikaisuuden ongelmia. Yritysjärjestelyiden huomioon ottamisesta rahoituslaskelmassa, katso esimerkiksi KHT-yhdistys - CGR-föreningen ry. 2005, 70 - 74.

[275] Katso Artton tuotannosta esimerkiksi 1969, 187 - 208 ja 1980, 27 - 47. Muita suomalaisia tutkijoita, jotka ovat käyttäneet kassavirtoja omissa tutkimuksissaan, ovat esimerkiksi Prihti 1971, 27 - 57 ja 1980 a, 36 - 41, joka on kuvannut konkurssin ennustamista ja sen uhan seuraamista ja 1980 b, 49 - 63 rahoituksen riittävyyden ja kannattavuuden ongelmia; Ruuhela 1969, 177 - 186 ulkoisen taseanalyysin, tuloksen ja rahoituksen suunnittelun kannalta; Kettunen & Mäkinen & Neilimo 1976, 15 - 19, ovat selvittäneet tilinpäätösanalyysin perustana olevat kassa-, meno-tulo- ja liikepääomavirrat (taulukko 2); Laitinen 1994b, 80 - 88, Laitinen 1998, 192 - 196 ja 2002, 237 - 242 sekä Laitinen (2002) käsittelee strategista analyysiä ja pitkän tähtäyksen maksuvalmiutta; Laitinen (1986), on jakanut kohteen yritys-, tilinpäätös- ja tunnuslukuanalyysiksi (kuva 5) ja tuonut esiin niiden yhteyksiä ja eroavaisuuksia sekä esimerkiksi virtalaskelmat ja niiden merkitys (s. 37 - 40):

tuloslaskelma	*liikepääomavirta*	*meno-tulovirta*	*kassavirta*
tuotot	tuotot	tuotot	kassatulot
.-lyhytvaikutteiset kulut	.-lyhytvaikutteiset kulut	.-lyhytvaikutteiset menot	.lyhytvaikutteiset kassamenot
= tuottojäämä I	.=tuottojäämä I	.=tulojäämä I	.=kassajäänmä I
- voitonjakokulut	- voitonjakokulut	- voitonjakomenot	- voitonjakokassamenot
= tuottojäämä II	.=tuottojäämä II	.=tulojäämä II	.=kassajäämä II
- poistot	- investoinnit	- investoinnit	.-kassaperusteiset investoinnit
= tuottojäämä III	tuottojäämä III	tulojäämä III	kassajäämä III

Taulukko 2. Eri virtalaskelmien periaatteet (Laitinen 1986, 38 ja Riistama & Jyrkkiö 1982, 318 - 334)



Kuva 5. Yrityksen raha- ja reaaliprosessin yhteys analyysimuotoihin (Laitinen 1986, 11)

Yrityksen virallisissa tilinpäätöksissä tulokseen vaikuttavat ratkaisevasti johdon ratkaisut koskien tilinpäätöskäytäntöä, tulojen ja menojen jaksottamista eri tilikausille ja yleensä tuloksenjärjestelyä tilinpäätöksen joustokohtien mukaan. Kassavirtalaskelmassa seurataan pelkästään rahan liikkeitä (tilikauden kassaan- ja kassastamaksuja), joihin eivät edellä mainitut asiat juuri vaikuta. Kassavirtamallissa voidaan tarkastella erilaisia taustatekijöitä ja tuloskehityksen edellytyksiä. Kassavirtamallin käyttö merkitsee myös huomioon siirtämistä tulostekijöihin suhteellisen pitkälle aikavälille, yleensä 3 - 5 vuodelle.[276] Rahavirtalaskelmia on etupäässä hyödynnetty yrityksen eri toimintaa kuvaavien ongelmien ratkaisemiseksi, johon lukeutuvat myös yrityksen arvon laskemiset.[277]

Taulukossa 2 esitetään eri virtaamien sisältöön liittyviä eroavaisuuksia ja kuvassa 5 havainnollistuu syyt, seuraukset ja mittarit sekä yhteydet reaali- ja rahaprosessin ja laskettujen tunnuslukujen välillä.[278] Tässä tutkimuksessa kassavirtapohjainen laskentamalli on ensisijaisena laskelmamenetelmänä, jota jatkossa selvitetään yksityiskohtaisemmin. Taulukon ja kuvan sanomaa voisi myös hyödyntää teoreettisena ajatusmallina muissa laskentamenetelmissä.

3.2 Vapaa kassavirta

Vapaata kassavirtaa voidaan mitata

- *operatiivisen kassavirran* (operating flow) tai
- *rahoitusvirran kassavirran* (financial flow) mukaan.

Laskelmassa saadaan ensin *operatiivinen vapaa kassavirta* ja jos se jaetaan edelleen oman ja vieraan pääoman kesken, päädytään *rahoitusvirran* mukaiseen laskelmaan. Käytännössä tilintarkastajan laskelmassa halutaan *oman pääoman diskontattu arvo,* joten päädytään rahoitusvirran kassavirtaan.

---

[276] Kallunki & Niemelä 2004, 108. Blomqvist & Blummé & Simola (1997, 89) korostavat kansainvälistä ajattelutapaa ”Shareholder value management (SVM)” ajatusmallia, missä yrityksen kassavirtojen nykyarvomenetelmä (DCF = discounted cash flow) on saanut tärkeän roolin nimenomaan osakkeenomistajien tavoitteiden huomioimisessa.

[277] Virtanen 1972, 35, käytti tuottoarvolaskelmissaan kassavirran nettojäämää omalle pääomalle ”potentiaalisen ostajan yrityksestä odottamille nettotuloille ”.

[278] Laitinen 1986, 38 ja 11.

Taulukoissa 3 ja 4 sekä 5 esitetään usein käytössä olevia vapaan kassavirran laskelmia. Liikevoiton jälkeiset erät kaipaavat täsmennystä. Osuus osakkuusyhtiöistä tarkoittavat mahdollisia saatuja voitonjakoeriä. Operatiiviset verot vähennetään, eli liiketoiminnasta maksettavat verot. Vieraan pääoman korkomenojen verovaikutukset vähennetään ja ylilikviditeetistä mahdollisesti saatujen korkotulojen verovaikutukset lisätään. Tehdyt poistot lisätään, koska ne eivät ole rahankäyttöä. Käyttöpääoman muutos (taulukko 4) joko lisää (-) tai vähentää (+) kassavirtaa. Muut erät verojen jälkeen, voivat olla suunnitelman mukaisia poistoja suuremmat (+) tai pienemmät (-) verotuksessa hyväksytyt poistot. Muut erät voivat myös olla niin sanottuja satunnaisia eriä.[279]

LIIKEVOITTO	
+	Osuus osakkuusyhtiöistä
-	Operatiiviset verot
-	Rahoituskulujen verovaikutus
-	Rahoitustuottojen verovaikutus
=	OPERATIIVINEN KASSAVIRTA
+	Poistot
=	BRUTTOKASSAVIRTA
-	Muutos käyttöpääomassa
-	Bruttoinvestoinnit
=	VAPAA OPERATIIVINEN KASSAVIRTA
+/-	Muut erät (verojen jälkeen)
=	VAPAA KASSAVIRTA

Taulukko 3. Vapaan kassavirran laskelma (operating flow)[280]

Käyttöpääoman muutos otetaan huomioon esimerkiksi seuraavalla tavalla:

+	Vaihto-omaisuuden lisäys
+	Myyntisaamisten lisäys
-	Ostovelkojen lisäys
=	KÄYTTÖPÄÄOMAN MUUTOS

Taulukko 4. Käyttöpääoman muutoslaskelma

[279] Kallunki & Niemelä 2007, 112 - 115.
[280] Kallunki & Niemelä 2004, 111 ja Kallunki & Niemelä 2007, 113

Tilintarkastajan käyttämä kassavirtalaskelman malli ja kuinka laskelmat on tehty, eli keskeiset perustekijät, on hyvä dokumentoida riittävän selkeästi, jotta laskelmia voidaan jälkeenpäin tarkistaa, miten ne on tehty ja mihin ne perustuvat.

Laskelman kassavirta (nettokassavirta) on edellä kuvattu vapaa kassavirta. Taulukon 5 mukaan kassavirtalaskelmia saattaa olla sisällöltään hieman erilaisia.[281] Teknisesti kassavirtamalliin nykyarvoon perustava arvonmääritys ei ole vaikea.[282] Ongelmaksi saattaa muodostua laskennan perustana olevien olettamusten ja arvojen valinta. Kun yrityksen arvo perustuu tulevaisuuteen, ovat realistiset ennustearvot subjektiivisia. Tilintarkastajan laskelmassa ne perustuvat hyvin usein yrityksen johdon näkemyksiin, joita muutetaan oman kriittisen arvion ja näkemysten mukaisesti.

3.3 Näkemyksiä laskentamallin vallinnasta eri käyttötarkoituksiin

Edellä esitetyt erilaiset periaatteet ja menetelmät antavat kuvan tilintarkastajan laskentamenetelmistä ja huomioon otettavista asioista hänen määritellessä yrityksen tai sen osan hintoja. Koska eri yhteisö- ja muut lait ja niiden perusteella annettavat toimeksiannot sisältävät tilintarkastajan kannalta erilaisia vaatimuksia, on tarkoituksenmukaista punnita millaisia yrityksen arvonmäärityksen hintalaskelmia tarvitaan ja mihin eri laskentamenetelmät parhaiten soveltuvat.

[281] Eri sisällöistä *vapaan kassavirran laskelmaa* on useita. Esimerkiksi Kallunki & Kytönen & Martikainen, 1998,122 (a) laskelmassa ei näy käyttöpääoman muutosta ja Leppiniemi 1999, 28 (b), on esittänyt muun muassa laskelmaa, josta ei näy oman ja vieraan pääoman muutosten vaikutukset sekä Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002 (c), jossa päädytään vapaan kassavirtaan omalle pääomalle:

(a) Liikevaihto	(b) Myynti	c) Liikevoitto
- muuttuvat ja kiinteät kulut	- kulut	- verot
+/- rahoituskulut ja -tuotot	+/- rahoitustuotot	- rahoituskulut
- maksetut verot	- maksetut verot	+ rahoitustuotot
Operatiivinen tulos	- velan verosuoja	+ poistot
+ Poistot	*Operatiivinen tulos*	- nettokäyttöpääoman lisäys
Bruttokassavirta	+ Poistot	- bruttoinvestoinnit
- Bruttoinvestoinnit	*Bruttokassavirta*	+/- muut kassavirtavaikutt. erät
Vapaa kassavirta	- Bruttoinvestoinnit	= *Vapaa kassavirta omalle*
	Vapaa kassavirta	*pääomalle*

Taulukko 5. Esimerkkejä vapaan kassavirran erilaisista laskelmista

[282] Käytännössä tilintarkastaja käyttää tietokonetta ja valmiita atk-ohjelmia, jotka laskevat nopeasti tarvittavat tiedot.

Tuottoarvolaskelmista on todettu edellä, että *rahavirtoihin* perustuvat laskelmat antavat tilintarkastajan kannalta usein luotettavamman hintaperusteen. Muut yrityksen tulevaisuuden huomioon otettavat laskelmat*, kuten kapitalisointi, pääomittaminen* ja *tunnuslukuihin perustuvat menetelmät* täydentävät tilintarkastajan rahavirtalaskelmia, mutta käytännössä niitä käytetään tilintarkastajan arvonmäärityksissä vertailuna ilmaisemaan, ovatko arviot ”oikealla tasolla”. Taulukossa 6 on koottu

TOIMEKSIANTOASIAN HINTA-ARVION KOHDE	Laskelman hinta-arvion vastaavuus			Kommentti
	hyvä	tyydyttävä	heikko	
Yrityskauppa	**A**	**B, C**	**D, E**	Markkinahinta eli tulevaisuus tärkeä
Osakeyhtiön apporttiomaisuus	**B**		**A, C, D, E**	Tietyn nykyhetken hinta on tärkeä
Yritysmuodon muutos osakeyhtiöksi	B		A, C, D, E	Tietyn nykyhetken hinta on tärkeä
Osakkeiden lunastus vähemmistöosakkailta	A	B, C	D, E	Markkinahinta (kaikille osakkeenomistajille sama hinta)
Sulautuminen ja jakautuminen *	B	A	C, D, E	Tietyn nykyhetken hinta on tärkeä
Osakeyhtiön oman pääoman määrä esimerkiksi pääoman vajauksessa	B		A, C, D, E	Tietyn nykyhetken hinta on tärkeä

***A** = DCF - kassavirran perusteella laskettu hinta, **B** = substanssiarvo (going concern), **C** = tunnuslukujen perusteella laskettava hinta, **D** = kapitalisoinnin mukainen hinta ja **E** = Pääomittamisen mukainen hinta. *Mukana taulukossa vaikka niitä ei tutkimuksessa ole varsinaisesti käsitelty.*

Taulukko 6. Tilintarkastajan hinta-arviossa yrityksen tai sen osan hinnoittelussa käytetyn menetelmän sopivuudesta, luotettavuuden mukaan arvioituna

yhteen näkemykset, mihin erilaiset arvolaskentamenetelmät parhaiten soveltuvat tilintarkastajan arvonmäärityksissä. *Substanssiarvolaskelmat* soveltuvat parhaiten sellaisiin toimeksiantoihin, joissa *tietyn ajankohdan* yrityksen tai sen osan hinta on osoitettava. Markkinahintalaskelmat ovat enemmän sopivia investointipäätösten tapaisissa laskelmissa, jolloin tulevaisuudessa saatavilla tuotoilla on tärkeä rooli, mutta myös silloin, kun on osoitettava arvio markkina-hinnasta.

Mikä on hinta tässä ja nyt? Vastaus sopii sinänsä kaikkiin tilanteisiin ja laskelmiin. Merkittävänä ja ratkaisevana erona ovat tulevaisuuden laskelmien realisoimattomat, jopa arviot monien vuosien jälkeen saatavien tuottojen määrästä. Riski on, että

ne eivät ne toteudu lainkaan tai vain osittain. Nykyarvolaskelmassa tulevien tuottojen arvoon sisältyy arvioitu riski diskonttauskorkokantaan. Se ei välttämättä aina riitä. Tulevien vuosien tuottojen nykyarvoa ei voida ottaa huomioon, jos tilintarkastajan on esimerkiksi annettava lausunto apporttiomaisuudesta. Sen arvo on oltava lausuntohetkellä vähintään ilmoitetun pääoman määrän suuruinen. Vasta tulevina vuosina (ehkä) saatava tuottoarvo ei ole totuudenmukainen arvo lausuntohetkellä. Se vaatisi, että tuottoarvo muutetaan rahaksi ennen sitä, eli että joku ulkopuolinen maksaisi siitä pyydetyn hinnan, joka sijoitetaan yhtiöön. Silloin kyseessä ei enää olisikaan apporttiomaisuudesta.

Taulukossa 6 on luokiteltu menetelmät sen mukaan miten tämän tutkimuksen näkökulman mukaisesti tilintarkastajan tulisi arvioida niiden sopivuutta ajankohdan ja kohteen mukaisesti. Taulukon menetelmien valinta perustuu saatuun käytännön kokemukseen ja käsitykseen toimeksiannon vaatimuksista. Vaikka vapaan kassavirran diskontattu nykyarvo kuvaa tilintarkastajan näkökulmastakin katsoen parhaiten markkinahintaa, ei realisoimattomien tulonodotusten mukaista hintaa ole syytä käyttää kaikissa laskentatilanteissa. Valinta yrityksen hinnan arvonmäärityksen menetelmäksi on erityisesti punnittava sen mukaan, miten hyvin ja totuudenmukaisesti arvio kuvaa sitä hintaa mitä lain tai muulla perusteella on osoitettava. Taulukossa on kokemusperäisesti ja harkintaa käyttäen luokiteltu tutkimuksessa esitettyjä arvonmääritysmenetelmien sopivuutta eri arvonmääritystilanteisiin.

4 TILINTARKASTAJAN KANNANOTTOJA ERÄISSÄ YRITYKSEN ARVOON LIITTYVISSÄ TOIMEKSIANNOISSA

4.1 Yrityskauppa

4.1.1 Yrityskaupan perustekijöitä

Yrityskaupassa sekä myyjä että ostaja arvioivat kauppahinnan omista lähtökohdista käsin. Ostajalla on etukäteen harvoin muita tietoja kuin mitä viralliset tilinpäätökset kertovat ja mitä muuta aineistoa yhtiöstä on annettu. Yrityskaupan kohteena voi olla esimerkiksi osakeyhtiön kaikki osakkeet tai tietty osa osakkeista.[283] Kaupan kohteena voi olla myös yhtiön *substanssi* tai osia siitä. Hyvin usein substanssikauppaan liittyy myös *liiketoiminnan* osto tai osa liiketoiminnasta, johon vastaava substanssi siirtyy ostajalle.[284] Tilintarkastajan arviot voivat liittyä kaikkiin näihin arvonmäärityksen tilanteisiin. Jos pelkästään substanssista on kyse, on niiden arvostus harvoin yksin tilintarkastajan tehtävänä.

Luovutuksen toteutuksesta riippuu vielä, miten kauppahinta maksetaan. Jos kauppahinta maksetaan rahana, ei maksuun tarvitse ottaa kantaa. Mikäli ostajayhtiö maksaa kokonaan tai osaksi omilla osakkeilla tai velkainstrumenteilla (esimerkiksi vaihtovelkakirjalainalla ja pääomalainalla) voi tilintarkastaja esittää arvionsa myös niiden hinnasta. Periaatteessa pitäisi silloin hinnoitella sekä ostettavan yhtiön että ostajayhtiön osakkeet. Ostettavan yhtiön osakkeenomistajien kannalta kyseessä on apporttina tapahtuva pääomasijoitus ja omaisuuden luovutus.[285]

---

[283] Woolf (1990, 536 -538) toteaa osakekaupoissa osakemäärän merkitsevän hinnassa. Jos kaupan on osake-enemmistö, on sen arvo osakkeelta suurempi kuin jos kyseessä olisi pienempi määrä osakkeita. Enemmistöomistaja voi määrätä esimerkiksi osinkopolitiikasta. Yrityskauppa on monessa yritysjärjestelyn ketjun osana. Katso asiaa verotuksen kannalta esimerkiksi Immonen 2000, 14 - 40. Eräänlainen ”myynti” on verotuksessa myös apporttiomaisuutena tehty sijoitus osakeyhtiöön. Penttilä (1991, 316) kirjoittaa, että vero-oikeudellisessa kirjallisuudessa apportti rinnastetaan usein vaihtoon siten, että osakkeiden merkitsijän katsotaan luovuttavan apporttiomaisuuden yhtiölle ja saavan vastikkeeksi yhtiön osakkeita. Katso myös Manninen 2001, 225 - 369. Immonen & Lindgren (2006, 35 -75) ovat kirjoittaneet yrityskaupoista vastikkeellisten sukupolvenvaihdosten yhteydessä.

[284] Tällöin siirtyvät usein liiketoimintaan kuluvat koneet ja muu kalusto sekä vaihto-omaisuus. Usein valmistaudutaan yrityksen myyntiin yritystoiminnan ja omistusrakenteen muutoksiin erilaisten yritysjärjestelyketjujen avulla. Se merkitsee esimerkiksi sulautumista, jakautumista, liiketoimintasiirtoa, yhtiömuodon muutosta (osakeyhtiön muuttamisesta julkiseksi osakeyhtiöksi, osuuskunnaksi, henkilöyhtiöksi tai toiminimeksi) tai yritysmuodon muutosta (liikkeen tai ammatinharjoittajan henkilöyhtiöksi tai osakeyhtiöksi sekä henkilöyhtiö toiminimeksi tai osakeyhtiöksi). Näistä yritysjärjestelyistä, tutkimuksen alussa tehtyjen rajoitusten mukaisesti, on käsitelty toiminimen muuttamisesta osakeyhtiöksi (apporttina) ja henkilöyhtiön muuttamisesta osakeyhtiöksi.

[285] Katso myös esimerkiksi Mäntysaari 1999, 66 - 92.

4.1.2 Due dilligence yrityskaupoissa

Ainakin merkittävissä yrityskaupoissa on niin sanottu *due dilligence -läpikäynti* (DD)[286] yleistynyt myös Suomessa. Termille ei ole vakiintunutta suomenkielistä nimitystä. DD voidaan yleisesti ottaen jakaa kahteen päätyyppiin sen mukaan, mihin tarkoitukseen se tehdään:[287]

a) *IPO -due dilligence* (Initial Public Offering) liittyvät suurempien rahoitusjärjestelyihin kuten emissiot, listautumiset ja velanotot ja

b) *Merger -due dilligence*[288] kohdistuvat yritysjärjestelyihin kuten esimerkiksi osake- ja liiketoimintakauppoihin ja fuusioihin sekä joint venture yhteisyritysten perustamisiin.

Kyse on ennakkotarkastuksesta, joka varsinkin yrityskauppatilanteessa ostajakandidaatit tekevät. Välttämättä ei varsinainen yrityksen hinta-arvio liity prosessiin, vaan kyse on enemmänkin laaja, eri tekijöiden läpikäynti, joka tukee ostajan tai muun vastaanottajan arviota yrityksestä. DD on kohdeyrityksen huolellista tarkastamista ja analysointia. DD -prosessin tehtävänä on luoda sellainen kuva kaupan kohteesta, jonka molemmat osapuolet tunnistavat ja jossa keskeisimmät riskitekijät on nostettu esiin. Se on läpileikkaus yrityksen liiketoiminnasta.

On luonnollista, että yrityskauppatilanteessa myyjä ei halua paljastaa enemmän kuin mitä on tarpeellista mahdollisille ostajille, koska ne voivat olla myyjäyhtiön kilpailijoita. IPO -tavoitteisissa DD-toimeksiannoissa on kyse myyjän toimeksiannosta laadittavasta selvityksestä, jolloin tiedon määrällä ei sinänsä ole rajoituksia. DD:n tavoitteena on varmistua siitä, että yhtiö täyttää pörssilistautumiselle asetetut edellytykset ja että listalleottoesite sisältää arvopaperimarkkinalain mukaiset oikeat ja riittävät tiedot. DD:n selvitystyö ja -raportit tulisivat kuitenkin aina tehdä siten,

[286] Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen (2001, 9) toteavat, että sananmukaisesti suomeksi käännettynä termillä due dilligence tarkoitetaan ”asianmukaista huolellisuutta”. Nimitys tulee USA:sta ja se pohjautuu US-Securities Act 1933, Section 11 -määräyksiin. Katso asiasta lähemmin Syrjänen (2001, 97) ja siinä esitetyt lähdeviittaukset.
[287] Syrjänen 2001, 96 ja Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 361 - 376.
[288] Merger & Acquisition (fuusiot ja yritysostot) ovat kansainvälisesti asioita, jossa due dilligence -läpikäyntiä harjoitetaan.

että ne perustuisivat oikeisiin tietoihin ja olisivat riittävällä huolellisuudella tehdyt. Rahoitustarkastuksen ohjeistuksessa[289] on useita osa-alueita.

DD prosessina jaetaan tavallisesti vielä seuraaviin osiin:[290]

a) Lakiperusteiset asiat (Legal due dilligence)

b) Rahoitukseen liittyvät asiat (Financial due dilligence)

c) Ympäristöön liittyvät asiat (Environmental due dilligence)

d) Yrityskulttuuri ja liiketoiminnan keskeiset osa-alueet (Business cultural due dilligence)

e) Veroasioihin liittyvät selvitykset (Tax due dilligence)

DD -prosessiin saattaa osallistua erilaisia asiantuntijoita, kuten lakimiehiä, talouden asiantuntijoita, veroasiantuntijoita ja tilintarkastajia. Tilintarkastajan DD on tavallisesti painottunut rahoitus- ja liiketoiminta-alueisiin. Rahoituksessa on keskeistä tilinpäätöstiedot ja niihin liittyvät tausta-asiat. Liiketoimintaan liittyvät asiat taasen ovat tärkeitä kuten johdon strategiat, tavoitteet ja yrityskulttuuriin liittyvät asiat sekä osto-, myynti-, hallinto- ja valvonta-asiat. Silloin kun toimeksiantoon liittyy myös arvio yrityksen hinnasta, ovat DD:n tiedot tärkeitä arvioinnin tekemisessä.

4.1.3 Tilintarkastajan arvonmäärityksen tekijöitä

Tilintarkastajan dokumentoidessa kassavirrat, ovat seuraavat *perustekijät* tärkeitä:[291]

- *yrityksen historiallinen kehitys* (viimeiset 3 - 5 vuoden tilinpäätöstiedot ja muut olennaiset kehitys- ja muutoksia kuvaavat tiedot),

---

[289] Ratan antamassa *Standardissa 1.1./ 1.6.2006* ja *tarjousesitteen ohjeistuksessa* on osa-alueita, kuten Corporate governance ja yhtiön edellytyksistä täyttää listayhtiölle asetettuja muita velvoitteita, sisäisen laskennan ja raportoinnin ajantasaisuudesta, luotettavuudesta ja seurannasta, budjetointiprosessista ja herkkyysanalyyseista, ulkoisesta laskennasta, riskien hallinnasta, henkilöstöstä, yritysjärjestelyiden edellyttämistä erityisselvityksistä ja oikeudellisesta tarkastuksesta, johon sisältyvät tehdyt sopimukset ja muut sitoumukset sekä oikeudet ja veroasiat.

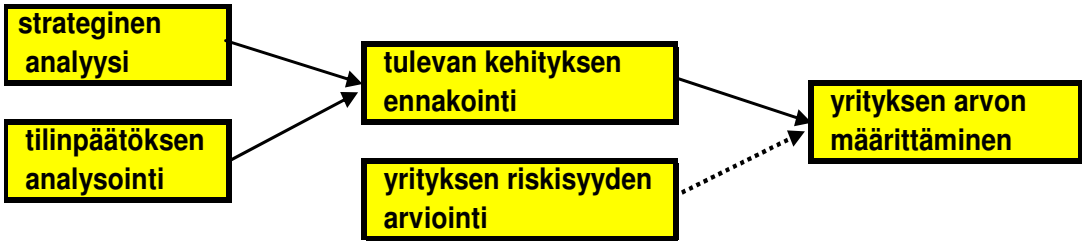
[290] Syrjänen 2001,107 ja Blomqvist & Blummé & Simola 1997,20 - 23. Katso myös Blomqvist & Blummé & Lumme & Pitkänen & Simonsen (2001, 19), jossa esitetty due dilligence -tutkimuksen jaottelua tavoitteiden mukaan, joka on riippumaton kohdeyrityksestä:

1. asiat, jotka voivat kaataa koko kaupan (”deal breakers”),
2. asiat, jotka vaikuttavat hintaan (”pricing issues”),
3. asiat, jotka vaikuttavat kaupan rakenteeseen (”structuring isssues”),
4. asiat, jotka vaikuttavat kauppakirjaan (”acquisition agreement issues”) ja
5. asiat, jotka on syytä huomioida yrityskaupan toteuttamisen jälkeen (”post-closing issues”).

[291] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 91 - 92 ja Leppiniemi 1999, 21 - 23. Katso myös KHT-yhdistyksen suosituksia (KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2005a, 373 - 383 ja 405 - 423).

- *yrityksen liiketaloudelliset tulevaisuuden suunnitelmat* (lyhyen, eli seuraavan vuoden, ja pitkän aikavälin, eli 3-5 vuoden suunnitelmat ja budjetit),
- *vallitsevat taloudelliset olosuhteet* (kasvunäkymät ja trendit, markkina-asema, yleinen taloudellinen kasvu),
- *arvioitu käyttöpääoman* ja käyttöinvestointien tarve ja
- *liiketoiminnan kannattavuus* (tilinpäätösanalyysitiedot ja johdon strategiat ja tulevaisuuden näkymät).

Perustana käytetään yrityksen historiatietoja. Yrityksen johdolta on usein saatavissa yllä esitettyjen tietojen lisäksi muita tietoja ja selvityksiä laskelmien perustaksi. Tilinpäätösanalyysin 3 - 5 vuoden perusteella saadaan historiatietojen tulos-, tase- ja rahoituslaskelmat. Tulos- ja rahoitusbudjetti saataneen ainakin seuraavalle vuodelle ja useimmiten keskeisten tulostekijöiden arvioidut tiedot 3 - 5 vuodelle, perusteluineen. Tilintarkastaja saa tietyt perusasiat yrityksen historiasta. Yrityksen tulevaisuutta ajatellen olisi esimerkiksi hyvä saada käyttöön vähintään johdon tekemät analyysit sekä strategiset, tulevaisuuteen liittyvät suunnitelmat. Tärkeä on myös johdon näkemykset yrityksen *vahvuuksista, uhista, riskitekijöistä ja mahdollisuuksista* (SWOT -analyysi).



Kuva 6. Yrityksen arvon määrittämisen päävaiheet [292]

Kuvan 6 yrityksen *strategisen analyysin* tavoitteena voisi olla analysoida liikeideaa ja sen toimivuutta, palveluiden ja tuotteiden mahdollisia kilpailuetuuksia tai -heikkouksia, tuotteiden elinkaarta, mahdollisia patentteja ja muita oikeuksia, hinnoittelupolitiikkaa, myynti- ja markkinointistrategioita, jakeluteitä, henkilöstöä, investointimahdollisuuksia ja rahoituksellista tilannetta.[293] *Tilinpäätösanalyysi* kuuluu tilintarkastajan tavanomaisiin tehtäviin, jossa otetaan huomioon mahdolliset

[292] Kallunki & Niemelä 2007, 26 ja Kallunki & Niemelä 2004, 24. Kallunki & Martikainen & Niemelän (1999, 22) mukaan kuvassa 6 esitetty riskisyyden arviointia ei ole esitetty erikseen, joten se sisältyy eri asioiden analysointiin. Strateginen analyysi on jaettu (s. 23) osa-alueisiin, jotka ovat maailman- ja kansantalouden analyysi, toimiala-analyysi ja kilpailuanalyysi.
[293] Kallunki & Niemelä 2007, 26 - 32 ja Kallunki & Niemelä 2004,25 - 30.

yrityksen johdon tekemät tuloksen harkinnanvaraiset tekijät oikaisuina.[294] Yrityksen *riskisyydellä* voidaan tarkoittaa *liikeriskiä, rahoitusriskiä ja markkinariskiä*.[295] Liikeriski liittyy yrityksen varsinaiseen toimintaan, eli sen reaaliprosessiin. Se ilmenee yrityksen tulo- ja menovirtojen heilahduksilla. Rahoitusriski muodostuu vieraan pääoman käytöstä. Markkinariski liittyy sijoituksen (yritys sijoituskohteena) likvidiyteen.

Tilintarkastajan tekemissä arvonmääritys- ja due dilligence -tehtävissä, on varsinkin yrityskaupoissa suurta painoarvoa laitettava kuvassa 6 sisältyviin tietoihin. Vain perehtymällä kunnolla kohdeyritykseen, voi syntyä hyvän tilintarkastustavan mukainen hinnanmääritys. Se myös edellyttää laajaa ja joskus hyvinkin yksityiskohtiin menevää dokumentointia ja valintojen argumentointia.

4.1.4 DCF- kassavirtamalli

Tulevat nettotuotot diskontataan nykyarvoon esimerkiksi seuraavasti:[296]

(3) Nykyarvo = $C\ 1/(1+K) + C2/1+K)_2 + Cn/(1+K)_N + R/(1+K)_N$

C1 - Cn = ennustettu nettokassavirta vuosilta 1-n

K = pääoman kustannus / diskonttaustekijä

R = jäännösarvo

Avaintekijät, jonka mukaan kassavirtojen nykyarvo lasketaan edellä olevan matemaattisen kaavan mukaan, ovat seuraavat:

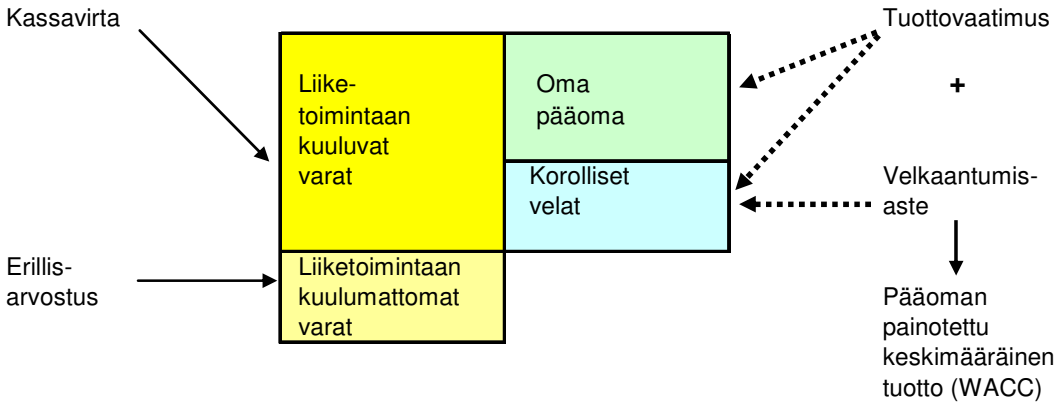
- nettokassavirrat
- diskonttaustekijä
- jäännösarvo

[294] Katso esimerkiksi Laitinen 1986, Laitinen 1998, Laitinen 2002, Laitinen 2003, Laitinen Erkki K & Teija 2004, Laitinen & Luotonen 1996 ja Kallunki & Kytönen 2007 sekä Kettunen & Mäkinen & Neilimo 1980.

[295] Leppiniemi 1999, 33. Nikkinen & Rothovius & Sahlström (2002, 28 - 56) kirjoittavat useasta riskitekijästä, jotka ovat korkoriski (interest rate risk), markkinariski (market risk), inflaatioriski (inflation risk), liikeriski (business risk), rahoitusriski (financial risk), likiditeettiriski (liquidity risk), valuuttariski (exchange risk) ja maariski (country risk). Näitä kaikkia ei ole tarkoituksenmukaista käsitellä tässä.

[296] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 88 - 89. Myös yrityksen johto on kiinnostunut arvolaskelmien käytöstä yrityksen johtamisessa, jossa *Shareholder value management* (SVM) käyttää hyväkseen esimerkiksi *Discounted Cash Flow* (DCF) -menetelmää. Katso myös Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 247 - 300.

Kuvassa 7 on havainnollistettu DCF -menetelmän tekijät. Kassavirta varsinaisesta liiketoiminnasta sisältyy tavallisesti tuloslaskelman liiketuloksen eriin. Liiketoimintaan kuulumattomat erät arvostetaan erikseen, koska ne tuottavat eri lailla, jos ollenkaan. Ne voivat olla myös strategisesti valittuja kohteita, jotka tukevat yrityksen varsinaista liiketoimintaa. Oman ja vieraan pääoman tuottovaatimukset (diskonttaustekijä) ovat tarkan punnin kohteena. Kuvaan 7 sisältyviä tekijöitä tarkastellaan vielä tarkemmin jatkossa.



Kuva 7. DCF-malli[297]

4.1.4.1 Nettokassavirrat (C)

Tulevia nettokassavirtoja (vapaata kassavirtaa) ajatellen, tulisi muun muassa seuraavia asioita ottaa huomioon, jotka liittyvät etupäässä *yrityksen tuloslaskelmaan*:[298]

- *myyntiennusteet* ovat myynnin arvioinnin perustana (miten vaikuttavat tulevaisuuteen esimerkiksi taloudellinen tilanne, markkinointisuunnitelmat, tuotehintojen muutokset, alan tekniikka, kapasiteetti ja sesonkivaihtelut sekä kilpailutilanne),

- *kertaluontoiset tapahtumat* (esimerkiksi liiketoiminnan ulkopuoliset omaisuudet ostot ja myynnit),

- *poikkeamat, jotka koskevat suunnitelman mukaisia* ja kirjanpidossa *tehtyjä* poistoja,

- *maksetut poikkeuksellisen kulut (*pienet/suuret palkat, provisiot, tantieemit omistajille ja johdolle),

- *poikkeukselliset konsernin sisäiset tapahtumat* (suuret/pienet tuotot/kulut),

---

[297] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 90.

[298] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 92. Edellä esitetyt asiat poikkeavat luonnollisesti eri yrityksissä. Erot tietojen keruussa voivat olla suuret, esimerkiksi tuotantotoimintaa harjoittavan yrityksen ja pelkästään palveluja myyvän yrityksen välillä. Katso myös Leppiniemi 1999, 21 - 26 ja Kallunki & Martikainen & Niemelä 1999, 26 sekä Kallunki & Niemelä 2004, 25 ja Kallunki & Niemelä 2007.

- *poikkeukselliset lainaehdot,*
- *pitkäaikaiset investoinnit (*tehdyt, jätetty tekemättä tai tullaan tekemään),
- *kirjaamattomat kulut (esimerkiksi takuuvaraukset ja jälkitoimitusten kulut)*
- *varsinaisen liiketoiminnan ulkopuoliset tulot* (tulot omaisuuden myynnistä, suuret vuokratulot kun kyseessä ei ole vuokraustoimintaa harjoittava yritys),
- *inflaation mahdollinen vaikutus*,
- *laskentaperiaatteiden muutosten vaikutus* (koskee sekä kirjanpidon tuloslaskelmaa että tasetta).

Vastaavasti *taseeseen* vaikuttavat erät, jotka vaikuttavat myös yrityksen kassavirtaan, ovat muun muassa seuraavia:[299]

- *rahavarat;* ylisuuret rahavarat (kassa ja pankkitilit), josta sijoituksista saatava tuotto (kassavirran sesonkivaihtelut),
- *myyntisaamiset;* myyntisaamisten kiertonopeus ja niiden yhteensopivuus myynnin kehityksen kanssa,
- *siirtosaamiset;* jaksotuksista aiheutuneita, suurempia eriä,
- *vaihto-omaisuus;* raaka-aineiden ja tarvikkeiden sekä valmisteiden kiertonopeudet, tuotannonaste, tuotannon (kustannuslaskennan mukaiset) kustannukset ja liikekirjanpidon aktivoidut menot,
- *aineellinen käyttöomaisuus;* poistoperiaatteet, taloudellinen käyttöikä, huolto- ja pääomakulut sekä leasingsopimukset,
- *aineeton käyttöomaisuus;* arvostus ja mahdolliset poistoperiaatteet,
- *lyhytaikainen vieras pääoma;* tilapäiseen maksuvalmiuteen liittyvät lyhytaikaiset velat ja velkojen korkokulut,
- *ostovelat;* kiertonopeus ja mahdolliset hyvitykset (alennukset),
- *siirtovelat;* jaksotuksista aiheutuneita, suurempia eriä,
- *pitkäaikaiset lainat;* lainarahan tarve, ehdot (esimerkiksi lyhennyssuunnitelma) ja korkoprosentit sekä
- *oma pääoma;* suunniteltu oman pääoman rakenne ja muutokset.

[299] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 93, Leppiniemi 1999, 21 - 26 ja Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 213 - 220.

4.1.4.2 Diskonttaustekijä (K)

Tulevat nettokassavirrat (vapaat kassavirrat) diskontataan nykyarvoon diskonttaustekijän (K) avulla. Se voidaan tulkita myös *tuottovaatimukseksi*. Mallia voidaan soveltaa laskemalla oman pääoman arvo tai koko yrityksen arvo, johon sisältyvät oma ja vieras pääoma. Suurin ero näiden välillä on se, että nettokassavirta omalle pääomalle sisältää vieraan pääoman rahoituskulut, mitä koko yrityksen arvoon (koko pääomalle) ei sisälly, koska ne kohdistetaan vieraalle pääomalle.[300]

Oman pääoman sijoittajat eivät etukäteen voi olla varmoja tuotosta. Vieraalle pääomalle sovitaan etukäteen korosta, joka voi olla muuttuva tai kiinteä. Etuoikeusjärjestys on myös selkeä. Esimerkiksi konkurssissa oman pääoman sijoittajat saavat sijoituksestaan takaisin vain, jos jotain jää kun vieras pääoma on maksettu pois. Yrityskauppatilanteessa pääoman tuottovaatimus on sijoittajalle vaihtoehto jollekin toiselle sijoitukselle. Arvonmääritysmallin pääoman tuottovaatimus on tärkeä muuttuja. Jos siinä epäonnistutaan, on myös lopputulos virheellinen. Yrityksen oma pääoma muodostuu osakeyhtiössä osakeannilla kerättävällä pääomalla ja kannattavan liiketoiminnan tuomalla tulorahoituksella.

Yrityksen kannalta kyseessä on kustannus, jolla se voi hankkia rahoitusta toiminnalleen. Sijoittajien tuottovaatimus perustuu yrityksen tulevaisuuden menestymiseen, jossa on huomioitu arvioitu riski. Mitä *suurempi riski* on, sitä *suurempi on tuottovaatimus*. Laskentatoimen ja rahoituksen kirjallisuudessa on yleisesti hyväksytty niin sanottu *markkinaperusteinen määrittely*, jossa määritellään tuottovaatimus (diskonttaustekijä) ja siihen liittyvä riskilisä.[301] Diskonttaustekijänä on käytetty tavallisesti keskimääräistä painotettua kustannusta, joka sisältää riskitekijän (WACC, Weighted Average Cost of Capital).[302]

Tutkimustulosten [303] mukaan on osoitettu sekä teoreettinen että empiirinen yhteys osakkeen riskiin ja liikeriskin sekä rahoituksellisen että operatiivisen velkaisuuden välillä. Oman pääoman tuottovaatimus voidaan laskea *CAPM (Capital Assets Pri-*

---

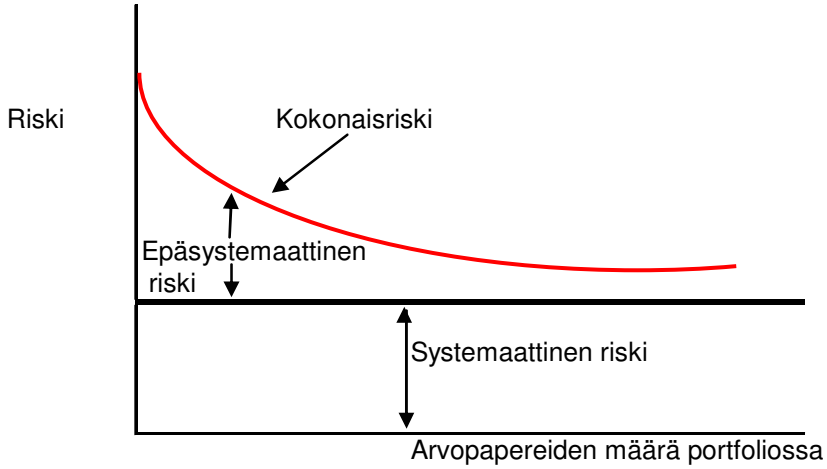
[300] Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002, 152 - 153, Kallunki & Martikainen & Niemelä 1999, 109 - 112, Kallunki & Niemelä 2007, 129 - 180, Leppiniemi 1999, 31 ja Kallunki & Niemelä 2004, 128 - 130.

[301] Leppiniemi 1999, 31. Johansson & Nyström & Rydström 1987, 82 toteavat, että on kohtuullista yhdistää riskianalyysin ja asiakkaan riskitilanne aktiivisella neuvonnalla. ”Vad ska man nu rimligtvis göra för att riskerna inte ska resultera i förluster eller rent av i kaos och katastrof?”

[302] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 93 ja 99 - 100.

[303] Katso Kallunki & Niemelän (2004, 154 - 179) tutkimusta ja heidän tutkimuksessaan viitattuun kirjallisuuteen sekä Kallunki & Niemelä 2007, 217 - 261.

cing Model) menetelmää käyttäen.[304] CAPM -mallin perusolettamuksena on, että sijoittaja karttaa riskiä. Tällöin hän pyrkii minimoimaan epävarmuuden sijoitusten suhteen ja hajauttaa sijoituksensa *portfolioteorian* mukaan (kuva 8).[305]



Kuva 8. Portfolion riskin muutos arvopapereiden määrän funktiona[306]

Kuvassa 8 on kerrottu, miten portfolion riski käyttäytyy, kun portfoliossa olevien arvopapereiden määrä kasvaa. Arvopaperit korreloivat harvoin täysin keskenään, mutta riippuvuussuhteet osoittavat markkinoiden suunnan.[307] Laskukauden aikana laskevat myös arvopapereiden hinnat. Yleisistä tekijöistä johtuvien riskien (korkotason, inflaation ja sijoittajien odotusten) muutoksista, kutsutaan *systemaattiseksi riskiksi*. Tiettyyn arvopaperiin liittyvien epävarmuustekijöiden hajauttamisella eliminoidaan epävarmuustekijöitä. Näitä epävarmuustekijöitä kutsutaan *epäsystemaattisiksi riskeiksi*. CAP -menetel-mässä vain *systemaattisella riskillä* on merkitystä. Sijoittaja pyrkii minimoimaan epävarmuuden sijoitustensa tuoton suhteen hajauttamalla sijoituksensa portfolioteorian mukaisesti. Mallin mukainen oman pääoman tuottovaatimus voidaan tällöin ilmaista *riskittömän tuoton*, *markkinoiden keskimääräisen tuoton ja systemaattisen riskin funktiona*. Oman pääoman tuottovaatimus voidaan myös sanoa koostuvan *riskittömän sijoituksen tuottotekijästä* ja

[304] Katso esimerkiksi Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 93 - 101, Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002, 28 - 56 ja Kallunki & Niemelä 2004, 133 - 179.
[305] Leppiniemi (1999, 31) toteaa CAPM -mallin perustana olevan riskin jakaminen kahteen osaan: systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Epäsystemaattisesta riskistä päästään eroon hajauttamalla sijoituksia eri kohteisiin. Systemaattista riskiä ei voi poistaa hajautuksen avulla." Katso myös portfolioteoriasta tiivistelmää, jonka Nikkinen & Rothovius & Sahlström (2002, 89) ovat kirjoittaneet.
[306] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 95.
[307] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 94 - 101.

sijoituskohteen *riskilisästä* eli *riskipreemiosta.*[308] Tätä ajatustapaa noudattaa tilintarkastaja arvonmäärityslaskelmassaan.

Tuottovaatimus voidaan ilmaista CAPM:n perusyhtälön avulla:[309]

(4) $R_e = R_f + B(R_m - R_f)$, missä

R_e = oman pääoman tuottovaatimus,

R_f = riskittömän sijoituksen korko,

B = osakkeen beeta-kerroin,

R_m = markkinaportfolion tuotto ja

$R_m - R_f$ = markkinaportfolion riskipreemio (riskilisä).

Riskittömän tuoton (Rf) mittana käytetään usein valtion pitkäaikaisista obligaatioista saatavaa tuottoa, sillä obligaatioiden likvidisyys on hyvä ja se perustuu pitkäaikaiseen tuottoon jonka epävarmuus on pieni. Vuoden 2005 alussa Suomen valtion 10 vuoden obligaatioiden tuotto oli noin 3,8 % ja vuoden 2004 valtion obligaatiolainojen 5 vuoden keskimääräinen tuotto noin 3,0 %. Markkinaportfolion tuotto (Rm) sisältää markkinoilla olevat arvopaperit. Markkinaportfolion riskipreemio on osakemarkkinoiden yleisindeksin ja riskittömän tuoton erotus, Suomessa yleensä 5 - 7 %. Beeta-arvo (B) mittaa arvopaperin systemaattista riskiä. Arvopaperin beeta-arvo on vakio, joka määräytyy käytetyn historia-aineiston perusteella. Se kertoo miten voimakkaasti arvopaperi reagoi muutoksiin markkinoilla.

Tilintarkastajan arvonmäärityksessä on päätettävä mitkä ovat laskelman riskitön korko ja riskilisät. Määritykset tapahtuvat edellä kuvattujen mallien mukaisesti. Kun riskittömän sijoituksen beeta-arvo on nolla, on osakkeen tuotto-odotus riippumaton markkinaindeksin mukaisen tuoton vaihteluista. Kun beeta-arvo on > 1, osakkeen arvon vaihtelu ylittää markkinaindeksin mukaisen vaihtelun. Kun arvo < 1 on systemaattinen riski pienempi kuin markkinaindeksin vaihtelu eli riski. Beeta-

[308] Nikkinen & Rothovius & Sahlström 1997, 35 - 54 esittävät asian paitsi teorian myös käytännön esimerkein.
[309] Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002, 68 - 76, Kallunki & Niemelä 2004, 135 - 141 ja Kallunki & Niemelä 2007 sekä Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 96 - 99 ja Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 227 - 239.

arvo osoittaa siten yksittäisen osakkeen reagointiherkkyyden kokonaistaloudellisiin ja koko arvopaperimarkkinoita koskeviin tekijöihin.[310]

Kuvan 9 *tilinpäätösperusteisen riskin* keskeisiä osa-alueita ovat neljää komponenttia,[311] jotka sekä teoreettisesti että empiirisesti[312] parhaiten kuvaavat yrityksen riskisyyttä. Nämä ovat *liikeriski* (tuloksen vaihtelu), *operatiivinen velkaantuminen* (kiinteät kulut suhteessa kokonaiskuluihin*), rahoituksellinen velkaantumin*en (rahoitusrakenne) ja *yrityksen koko.* Empiirisissä tutkimuksissa on todettu sijoittajien suhteellisen tuottovaatimuksen olevan korkeampi pienissä yrityksissä kuin suurissa.[313] Tämä heijastaa usein myös osakkeen likviditeettiä, joka on suurten yhtiöiden kohdalla parempi. Koko mitataan tavallisesti liikevaihdolla.

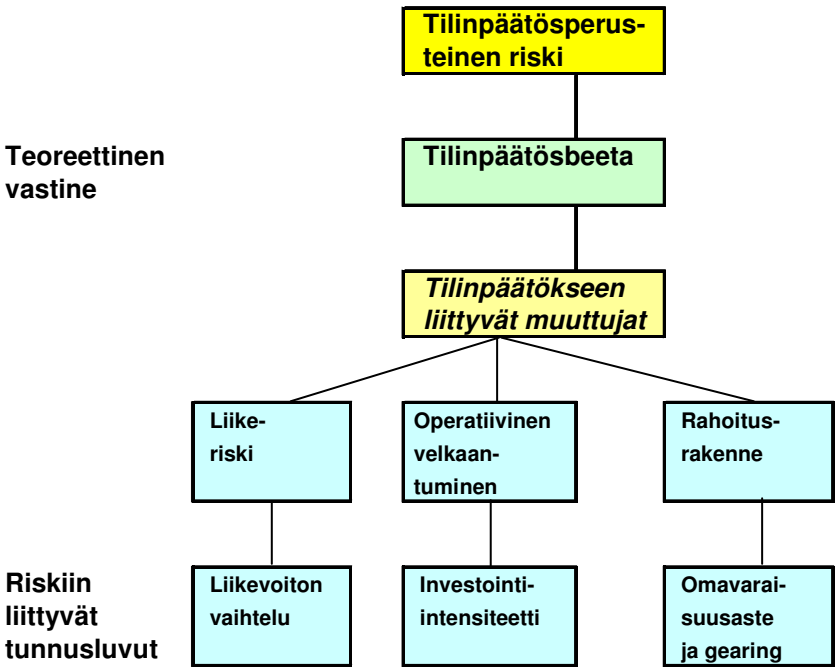
Kuvan 9 *liikeriski*[314] lasketaan liikevoiton aikasarjana muutamalta tilikaudelta seuraavasti:

$$\text{Liikeriski} = \text{liikevoiton variaatiokerroin} = \frac{\text{keskihajonta (liikevoitto).}}{\text{keskiarvo (liikevoitto)}}$$

Liikeriski on toimialasidonnainen. Jos liikeriski on suuri, tuotteiden kysyntä vaihtelee voimakkaasti suhdannevaihteluiden mukaan. *Rahoitusrakenteella* tarkoitetaan yrityksen oman ja vieraan pääoman suhdetta.[315] *Omavaraisuusastetta* käytetään usein velkaantumiseen liittyvää riskiä mittaavista tunnusluvuista,[316] joka lasketaan seuraavalla tavalla:

$$\text{omavaraisuusaste} = \frac{\text{oikaistu oma pääoma}}{\text{oikaistu taseen loppusumma - saadut ennakot}}$$

[310] Leppiniemi 1999, 32. Negatiivisesta beeta-arvosta, katso Kallunki & Niemelä 2004, 144 koskien *markkinabeetaa*. Negatiiviset arvot johtuvat yksittäisten osakkeiden negatiivisesta korrelaatiosta suhteessa markkinaportfolioon.
[311] Kallunki & Niemelä 2007, 159 - 174 ja Kallunki & Niemelä 2004,157 - 173.
[312] Kirjoittajat viittaavat amerikkalaisiin että suomalaisiin tutkimuksiin (2007,156 - 158), jotka ovat osoittaneet tilinpäätöksestä laskettujen tunnuslukujen yhteyttä tuottoon ja riskiin.
[313] Kallunki & Niemelä 2007, 167 - 168.
[314] Kallunki & Niemelä 2007, 160 - 161. Katso myös Laitinen (1986, 50 - 51), jossa hän arvioi liikeriskiä takaisinmaksukyvyllä.
[315] Kallunki & Niemelä 2007, 162 - 168.
[316] Kallunki & Niemelä 2007, 167 - 168.

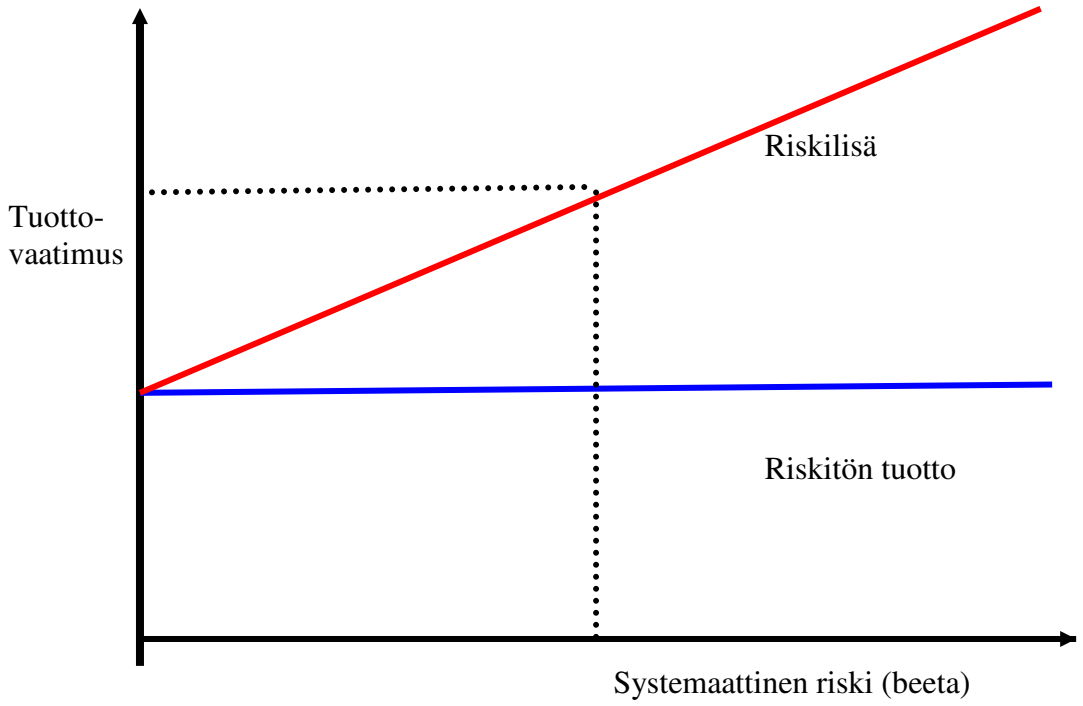


Kuva 9. Tilinpäätösperusteisen riskin keskeiset osat [317]

Omavaraisuusasteen tunnusluvun yhteydessä voidaan velkaantumisen sijasta puhua *vakavaraisuudesta*, jolla mitataan rahoituksellista riskiä, eli likvidointiuhkaa.[318] Likvidointinäkökulmasta katsoen tunnusluvun validiteetti ei ole hyvä, koska tasearvot eivät edusta niiden myyntiarvoa.[319] Operatiivisella velkaisuudella eli kustannusrakenteella tarkoitetaan kiinteiden ja muuttuvien kustannusten suhdetta esimerkiksi kokonaiskustannuksiin tai liikevaihtoon. Kiinteiden kustannusten vaikutus on samankaltainen kuin velan korkojen.[320] Ne rasittavat huonoina taloudellisina aikoina yrityksen tulosta. Yksi operatiivisen velkaantumisen mittari on *bruttoinvestoinnit suhteessa liikevaihtoon*, joka näyttäisi paremmin kuvaavan tulevien vuosien kiinteitä kustannuksia.[321]

Asiaa voidaan vielä kuvata seuraavalla *arvopaperimarkkinasuoralla* (kuva 10):

[317] Kallunki & Niemelä 2004, 158 ja Kallunki & Niemelä 2007, 159.
[318] Laitinen 1986, 50.
[319] Kallunki & Niemelä (2007,168) esittää velkaantumisen toisena mittarina nettovelkaantumista (gearing = nettovelat / oikaistu oma pääoma), joka ottaa huomioon myös yrityksen likvidit kassavarat, mikä omavaraisuusaste ei tee.
[320] Kallunki & Niemelä 2007, 169 - 172.
[321] Kallunki & Niemelä 2007, 169 - 172.



Kuva 10. Arvopaperin odotetun tuoton vaihtelu suhteessa systemaattiseen riskiin (arvopaperimarkkinasuora)[322]

Arvopaperimarkkinasuora kuvaa markkinoiden ”käyvän” tuottovaatimuksen tietyllä systemaattisella riskillä.[323] Jos markkinoilla on tasapaino, sijaitsevat kaikki arvopaperit arvopaperimarkkinasuoralla. Epäsymmetriset riskit on hajauttamalla eliminoitu. Esitetty arvopaperimarkkinasuora kuvaa, miten odotettu tuotto vaihtelee suhteessa systemaattiseen riskiin.

Riippuen arvioidusta riskistä voidaan puhua

- *tilinpäätösperusteisesta tilinpäätösbeeta-kertoimesta* ja
- edelleen esimerkiksi *liikeriskin, rahoitusriskin ja likviditeetin beeta-arvoista (beeta-kertoimista).*

Taulukossa 7 on esitetty lasketut liikeriskin beeta-kertoimet muutamilla aloilla.

[322] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 96, Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002, 71.

[323] Blomqvist & Blummé & Simola 1997, 96.

Toimiala	Liikeriskin beeta-arvot
Rakennusteollisuus	1,44
Energia	1,33
Kustannus ja viestintä	1,22
Muut palvelut	1,11
Tietoliikenne ja elektroniikka	1,11
Metsäteollisuus	1,00
Kauppa	0,89
Moniala	0,78
Muu teollisuus	0,78
Kuljetus ja liikenne	0,67
Metalliteollisuus	0,67
Kemian teollisuus	0,67
Elintarviketeollisuus	0,56

Taulukko 7. Helsingin Pörssin kaupan ja teollisuuden liikeriskit (suhteutettu beeta-arvojen muotoon)[324]

Tilintarkastajan arvonmäärityksen kannalta tärkeitä tekijöitä määritettäessä lopullisen diskonttokoron suuruuden ovat edellä kuvan 10 selostetut riskitekijät ja taulukon 7 esimerkit liikeriskin beeta-arvoista. Tietyn osakkeen markkinariskissä voidaan muu mahdollinen riski hajauttaa pois.[325]

Jos riskittömäksi tuotoksi valitaan Suomen valtion 5 vuoden obligaatioiden vuoden 2004 tuoton keskiarvo 3,02 % ja riskipreemioksi 4,5 %,[326] ja kyseessä olisi elintarviketeollinen yritys, olisi liikeriskilisä taulukko 7 mukaan 0,56 %. Diskonttaustekijäksi (K) tulisi [3,02 + (4,5 x 0,56)] 3,27 %, rakennusteollisuudessa [3,02 + (4,5 x 1,44)] 9,5 % ja kuljetus- ja liikennealalla [3,02 +(4,5 x 0,67)] 6,04 % mikäli beetaarvoja otetaan suoraan toimialakohtaisten liikeriskitietojen mukaan.

4.1.4.3 Jäännösarvo (R)

Yrityksen arvon laskelmien ennustejakso on tavallisesti 5 - 10 vuotta. Tilanteesta riippuen jakso saattaa olla lyhyempi tai pitempi, johtuen esimerkiksi sitovista so-

[324] Kallunki & Niemelä 2004, 160. Tekijät ovat laskeneet useampia beeta-arvoja. Katso s. 167 (rahoitusriskin beeta-arvot), s.169 (toimialabeeta), s.171 (operatiivinen velkaantumisen beeta-arvot) ja s. 172 - 173 Nokia Oyj:n ja Orion Oyj:n tilinpäätösbeetat. Katso myös Kallunki & Niemelä 2007,161.

[325] Katso esimerkiksi Nikkinen & Rothovius & Sahlström 2002, 70 - 72 Stockmann Oyj:n tuottovaatimukseksi kun beetakerroin oli 0,6 ja markkinoiden riskipreemio 5 % ja riskitön korko 4 % (0,6 x 5)+4 = 7 %. Leppiniemi 1999, 32 on vastaavasti laskenut Nokian tuottovaatimukseksi (1,69 x 6)+7 = 17,14 %.

[326] Kallunki & Niemelä (2004, 153) arvioivat kirjoituksessaan osakemarkkinoiden riskipreemioksi 4,5 %, jota on käytetty tässä esimerkissä.

pimuksista, joiden mukaan ennustevarmuus voidaan arvioida. Ennustejakson lopussa yrityksen liiketoiminta oletetaan olevan normaalilla tasolla, joka helpottaa jäännösarvon laskelmista. Mitä lyhyempi ennustejakso, sitä tärkeämmäksi tulee oikean jäännösarvon määrittäminen. Jäännösarvo lasketaan yleisesti kassavirtojen ikuiseen kasvuun tai kassavirtojen tietyn ajanjakson ajan kasvuun, jonka jälkeen se pysähtyy.

Laskentaperiaatteena on ensimmäisessä vaiheessa niin sanottu *kapitalisointi*, jossa ikuisena kasvuna tai tietyn, rajatun ajan mukaisena kasvuna lasketaan arvo, joka vielä diskontataan ennustejakson alkuun. Jäännösarvon laskemiseen on myös kehitetty malleja,[327] jotka perustuvat siihen, että annetaan yritykselle arvo ennustuskauden lopussa ja tämä arvo diskontataan vielä nykyarvoon ennustejakson alkuun.[328] Hyvin usein puhutaan jäännösarvon kohdalla *normalisoidusta kassavirrasta*, joka kuvaa kaikkia ennustejakson jälkeisiä vuosia keskimäärin. Tällöin oletetaan, että esimerkiksi käyttökatetaso pitkällä aikavälillä on kestävä ja investoinnit suurin piirtein yhtä suuret kuin poistot.

Jäännösarvo voidaan esittää seuraavasti:

$$R = \frac{\text{Normalisoitu kassavirta suunnittelujakson jälkeen x kassavirran vuosikasvu}}{\text{(diskonttokorko K - kassavirran vuosikasvu)}}$$

4.1.5 Tietokoneohjelma Navita Yritysmalli

Suomessa on useita tietokoneohjelmia, joiden avulla voidaan suorittaa tilinpäätösanalyyseja ja yrityksen arvon laskelmia,[329] joita tilintarkastajat yleensä käyttävät apunaan. Yksi hyvin pitkälle kehitetty suomalainen ohjelma on jo 1980 -luvun alussa markkinoille tullut *Navita Yritysmalli*,[330] jonka keskeinen sisältö tällä hetkellä on lyhyesti seuraavanlainen. Navita Yritysmalli perustuu *vapaan kassavirran diskonttaukseen (FCF),*[331] jossa määritetään yrityksen arvo, joko toteutuneiden kau-

[327] Katso esimerkiksi Kallunki & Martikainen & Niemelä 1999, 59 ja 86 - 96 sekä Kallunki & Niemelä 2004, 107 - 119 ja kahden kasvuvaiheen mallia.
[328] Blomqvist & Blummé & Simola 1997,100.
[329] Esimerkiksi Navita Yritysmalli (Teemuaho Yhtiöt Oy), Wanda (KPMG) ja P-Analyzer/Auditor (SBB-Solutions for Business And Brains Oy) sekä Balance Consulting Oy:n Balance Arvo 2006.
[330] Alun perin nimi oli TA-malli ja TA-yritysmalli, joka nykyisin on siis Navita yritysmalli. Katso lähemmin Navita Yritysmallista, Opas (2006) ja Aho 2004, 23 - 28 sekä Aho & Timperi 2004, 45 - 49.
[331] Aho 2004, 23. Navita Yritysmallin avulla voidaan yrityksen arvo määrittää nykyhetkeen yhtenä nykyarvona tai kausittain, joka osoittaa arvon kehittymisen, jota voi käyttää esimerkiksi päätöksenteon tukena ja talousohjaukseen.

sien tai ennustekausien vapaasta kassavirrasta (taulukko 8). Vapaa kassavirta määritetään kausittain koko yritykselle.

Liikevoitto (EBIT)
- Laskennalliset verot
= Liiketoiminnallisen tulos verojen jälkeen
- Poistot
- Investoinnit
- Käyttöpääoman kasvu (vähennys = +)
= Vapaa kassavirta

Taulukko 8. Navita Yritysmallin vapaa kassavirta [332]

Vapaa kassavirta on velattomassa tilanteessa, johon ei ole sisällytetty vieraan pääoman palautuksia, lisäyksiä, rahoituskuluja ja oman pääoman eriä. Diskonttokorkona käytetään oman ja vieraan pääoman suhteella painotettua pääomakustannusten keskiarvoa (WACC).[333] Suunnittelukausi on tilintarkastajan laskelmissa usein 3-5 vuotta, jonka jälkeen tulee päätearvo. *Pääte- tai jäännösarvolla* tarkoitetaan yrityksen arvoa viimeisen kauden, eli suunnitelmakauden lopussa. Yksinkertaisimmillaan päätearvon kasvu oletetaan vakioksi (normalisoituna kassavirtana), mutta myös muita vaihtoehtoja voi käyttää. Päätearvolla voi olla merkittävä vaikutus yrityksen arvoon. Sen suuruus määrää kuinka monelta vuodelta päätösarvo lasketaan. Pisin aikaoletus voi olla ääretön.[334]

Yritysarvo jakaantuu kahteen osaan, jossa kumpikin arvo on diskontattu nykyhetkeen (taulukko 9):

Suunnitelmakausien vapaan kassavirran nykyarvo
+ Päätearvon nykyarvo
= YRITYKSEN ARVO
==========

Taulukko 9. Yrityksen arvo

[332] Aho 2004, 23 ja Aho & Timperi 2004, 46.
[333] Katso tarkemmin Aho 2004, 26 ja esimerkiksi Nilsson & Isaksson & Martikainen 2002, 239 - 244.
[334] Aho & Timperi 2004, 47 (katso myös esimerkit).

Omistajan arvo ilmaisee yhtiön osakekannan tai osuuksien arvon tietyllä hetkellä, joka arvo lasketaan vähentämällä yrityksen arvosta korollisen vieraan pääoman arvo ja lisätään ylilikviditeetti (taulukko 10).[335]

Yrityksen arvo (taulukosta 9) - Korollisen vieraan pääoman arvo + Ylilikviditeetti OMAN PÄÄOMAN ARVO (omistajan arvo) ========== **Taulukko 10. Oman pääoman arvo**

Historiallisia tietoja olisi hyvä olla vähintään 3-5 vuoden ajalta, jotka syötetään ensin sellaisenaan myös liitetietojen osalta. Taseen substanssiarvoja voidaan oikaista lisätiedoilla vastaamaan käypiä hintoja. Tulevat suunnitelmakauden 3-5 vuoden tiedot voidaan ohjelmassa syöttää absoluuttisina arvoina, muutosprosentteina, trendinä, kiertonopeuslukujen avulla tai käyttäen jotain erikseen määriteltävää vertailuperustetta. Korkotekijät syötetään perustietoina erikseen vieraan ja oman pääoman osalta, kuten myös valittu jäännösarvojen vuosimäärän eli päätearvon vaikutusaika.

Liitteenä esitetään esimerkkejä raporteista (6 sivua). Sivulla 1 on numeerisesti esitetyt tiedot. Vuosi 2006 (2006/11) on perusvuosi, johon arvot diskontataan. On myös mahdollista esittää ensimmäisen suunnittelukauden (2007) arvoina. Seuraavat vuoden (2007/12(S) - 2011/12 (S)) ovat laskelman ennustevuodet (suunnitelmavuodet). Käytetty diskonttokorkokanta (WACC) on 12 %. *Omistaja-arvon* (yrityksen hinnan) oletettu kehitys vuosittain alkaen vuonna 2006 on 10 346,8 (1000) euroa ja päättyen suunnitelmakauden 2011 lopussa 19 500,7 (1000) euroon. Yhtiön substanssiarvo 31.12.2006 on 5 598,7 (1000) euroa. Liitteen sivuilla 2 - 6, on esitetty graafisesti joitakin keskeisiä tietoja.

4.2 Apporttiomaisuuden arvostus merkintähinnan maksuna

4.2.1 Apporttiomaisuus osakeyhtiön oman pääoman maksuna

Osakeyhtiölain olettama on, että osakkeen merkintähinta määrätään ja maksetaan rahassa.[336] Apporttimaksusta on määrättävä perustamissopimuksessa ja myöhem-

[335] Aho & Timperi 2004, 45.
[336] Mähönen & Villa 2006c, 15, OYL 2:5 - 6 § ja 9:10 - 12 § sekä HE 109/2005 vp, 45, 109 ja 114.

min omaa pääomaa korotettaessa yhtiön hallituksen esityksissä ja apporttiselvityksissä. Tällaiseen sopimukseen voidaan myös ottaa määräys, että merkitsijä on velvollinen maksamaan osakkeen hinnan määritellyllä apportilla.[337] Yhtiön hallituksen laatima erityinen selvitys pitää sisällään omaisuuden arvostamiseen vaikuttavat seikat ja arvostamisessa noudatetut menetelmät. Selvitykset ovat tarpeen, jotta tilintarkastaja voisi ottaa omaisuuden arvostamiseen kantaa. Jos apporttiomaisuutena on liike, sen taloudellisesta asemasta on annettava riittävä selvitys. Tämä selvitys voi perustua tilinpäätösinformaatioon.[338]

Tässä tutkimuksessa käsitellään tarkemmin joitakin apportin arvostamisen perustaksi tarpeellisia *osakeyhtiölain säännöksiä*, yhtiölle tulevaa *apporttiomaisuutta,* josta erikseen yhtenä kohteena *toiminimen muuttaminen osakeyhtiöksi* ja lopuksi tähän liittyviä tilintarkastajan *vastuukysymyksiä*.

4.2.2 OYL:n säännöksiä

Tärkeänä lähtökohtana tilintarkastajan arvioinnille osakepääoman maksuksi on mahdollinen osakkeiden

- *nimellisarvoisuus* tai
- *nimellisarvottomuus.*

OYL 2:5 §:ssä säädetään, että osakkeesta yhtiötä perustettaessa ja uusia osakkeita annettaessa osakepääomaan merkittävästä määrästä *(kirjanpidollinen vasta-arvo)* säädetään 2:4 §:ssä, 9:6 §:n 1 momentissa ja 10:7§:n 1 momentissa. Tämä merkitsee silloin, että osakkeella ei sinänsä ole nimellisarvoa. Kirjanpidollinen vasta-arvo voi olla eri osakkeilla erisuuruinen. Osakkeiden antaminen ja osakepääoman korottaminen on lähtökohtaisesti erotettu toisistaan, mikäli kyseessä on osakkeiden nimellisarvottomuus. Osakeoikeuksilla ja osakepääomalla ei ole yhteyttä. Osakeantiin ei välttämättä liity osakepääoman korottamista, eikä osakepääoman korottamiseen osakkeiden antamista.[339] *Yhtiöjärjestyksessä* voidaan määrätä yhtiön osakkeille nimellisarvo. Tällöin yhtiön kaikilla osakkeilla on oltava sama nimellisarvo. Tämä merkitsee silloin myös, että alikurssikielto on voimassa osakepääoman korotukses-

[337] Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio 2002, 86. Ruotsin ABL:n mukaisesta apporttisopimuksista (avtal om apport), katso Wickenberg 2007, 527 - 553.
[338] HE 109/2005, 45 - 46.
[339] KPMG 2006, 40.

sa. Kustakin osakkeesta on silloin maksettava vähintään nimellisarvon määrän verran.

Ruotsin osakeyhtiölaissa[340] ei ole suoraan määräystä nimellisarvosta, vaan osakepääomalle on kirjanpidollinen vasta-arvo, joka on sama kaikilla osakkeilla. Alikurssikielto on säilytetty.[341] Sijoitettu apporttiomaisuus tulee selvästi erottaa yhtiön omaisuuteen (ABL 2:18). Tilintarkastajan lausunnosta tulee ilmetä (ABL 2:19) apporttiomaisuus, että se on hyödyksi yhtiön toiminnalle ja ettei sitä ole otettu korkeampaan arvoon kuin mikä sen todellinen arvo on (*det verkliga värdet*). Lisäksi tulee lausunnosta ilmetä, mitä tilintarkastaja on käyttänyt arviointimenetelmänä.[342]

Norjan osakeyhtiölaissa[343] on vaatimus osakkeen nimellisarvosta, joka on oltava sama kaikille osakkeille (AL § 3-1). Osakeyhtiön perustajat laativat alkutaseen (*åpningsbalanse*), josta tilintarkastaja antaa lausunnon (AL § 2-8). Alikurssikielto on voimassa (AL § 2-12). Apporttiomaisuutta (*tingsinnskudd*) on mahdollista sijoittaa osakeyhtiöön (AL § 2-4) ja on todettava, että omaisuudella on oltava yhtiölle arvoa. Tilintarkastaja antaa kirjallisen lausunnon sijoitetun apporttiomaisuuden arvosta (AL § 2-8)[344]

Kun tarkastellaan Suomen lainsäädännön apporttiomaisuutta koskevia säännöksiä, tilintarkastajan on edelleen tärkeätä selvittää OYL:n vaatimukset, jotka koskevat[345]

- mitä voidaan hyväksyä apporttisijoituksena osakeyhtiöön,
- miten sijoitettava apporttiomaisuus tulee arvioida ja
- miten mahdollisesti KKO, KHO tai muut viranomaiset ovat päättäneet tai ohjeistaneet asiassa.[346]

Tilintarkastajan on todistettava, onko noudatettu osakeyhtiölain osakepääoman maksuun liittyviä säännöksiä (OYL 2:8 ja 9:14). Osake voidaan merkitä oikeuksin tai velvollisuuksin panna osaketta vastaan muuta omaisuutta kuin rahaa (apport-

[340] ABL 2005:551: 1:6 §, 2:5.4 §, 2:15.1 §, 13:4.3 §, 13:9.1 § 14:6.3 §, 14:37.1 §, 15:6,3 ja 15:39 §.
[341] Katso myös Mähönen & Villa 2006b, 79 - 80.
[342] Katso myös Prop.2004/05:85, 225 - 226 ja 232 - 237 sekä Wickenberg 2007, 527 - 553.
[343] Lov om aksjeselskaper 23.6.1997 nr 44, Kapittel 2 Stiftelse av aksjeselskap ja Kapittel 3 Selskapskapitalen.
[344] Gulden 1991, 304. Katso myös Savela 2006, 181, jossa selvitetään Norjan tilintarkastajan vastuuta apportin yhteydessä.
[345] Apporttiomaisuussijoitus ymmärretään verotuksessa vaihdoksi, joka on vastikkeellinen ja arvostetaan käypään arvoon. Kiinteistön sijoituksesta apporttina menee lisäksi varainsiirtoveroa 4 %. (KPMG 2006,44).
[346] Katso Penttilä 1991, 323 - 324 ja siinä viitattuja KHO ratkaisuja: KHO 1978 II 523 (rakennuksen luovutushinnaksi katsottiin tuossa vaihtoon verrattavissa tilanteessa käypä arvo luovutushetkellä), KHO 1985 II 511 (KVL 1984:770) ja KVL 1990:167 sekä KVL 1990:249.

tiomaisuutta). Apporttiomaisuutta voidaan sijoittaa osakeyhtiöön OYL 2:6 ja 8 §:n ja OYL 9:12 §:n mukaan. Perustajalta kahden vuoden kuluessa osakeyhtiön rekisteröinnistä julkiselle osakeyhtiölle hankitulle omaisuudelle eli jälkiapportille, on käsittely OYL 2:14 §:n ja 9:12,4 §:n mukainen. Nämä säännökset koskevat sekä osakeyhtiötä perustettaessa että omaa pääomaa ja osakepääomaa korotettaessa.

Yhtiötä perustettaessa tai osakepääomaa korotettaessa tai yhtiötä muutettaessa julkiseksi yhtiöksi, tilintarkastajan tulee siis arvioida osakepääoman maksuna annetun *apporttiomaisuuden arvon.* Lisäksi on tarkastettava, että apporttiomaisuus on *todistettavasti siirtynyt yhtiön omistukseen ja haltuun*. Oman pääoman maksu mahdollisella *kuittausoikeuden käyttämisellä* on myös selvitettävä, ja että se on tapahtunut asianmukaisesti.[347] Riippumattoman, (hyväksytyn) tilintarkastajan lausunto hinnasta, liitettiin edellisen osakeyhtiölain vaatimuksen mukaan *perustamiskirjaan.*[348] Uudessa osakeyhtiölaissa enää ei ole näin määrätty. Tilintarkastajan lausunto liitetään nyt rekisteri-ilmoitukseen (OYL 2:8,4 ja 9:14,3).[349]

Tilintarkastaja on yhtiön itsensä valitsema. Lausunnon antajana voi siten myös toimia yhtiön oma tilintarkastaja, jos tämä täyttää arviointitehtävään liittyvät kelpoisuus-, asiantuntemus- ja riippumattomuusvaatimukset. Tilintarkastajalta vaadittiin aikaisemmin selvemmin erityistä esteettömyyttä suhteessa tulevaan omaisuuserään ja sen luovuttajaan.[350] Sitä ei enää ole todettu samalla tavalla,[351] mutta hyvä tilintarkastustapa vaatii edelleen, että nämäkin asiat ovat kunnossa.[352]

---

[347] HE 109/2005, 48 KHT-yhdistys 2003, 181. Tilintarkastaja lausuu OYL 2:8.3 §:n mukaan sekä osakepääomasta että sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon määrästä. Mähönen & Villa (2006c, 37) toteavat kuitenkin, ettei todistuksessa kuitenkaan tarvitse lausua, onko osakeyhtiölain muita perustamiseen liittyviä säännöksiä noudatettu.

[348] HE:n 109/2005, 18 mukaan uudessa osakeyhtiölakiesityksessä ei erikseen enää säädettäisi riippumattoman asiantuntijan lausunnosta, vaan hyväksytty tilintarkastaja lausuisi apporttiomaisuudesta samassa yhteydessä kuin osakkeiden maksamista yleensäkin. Kuitenkaan ei ole kyse lievennyksestä, vaan maksun tulemista yhtiölle arvioitaisiin yleisten varallisuusoikeudellisten sääntöjen mukaisesti. Tilintarkastajan OYL 2:6 §:n 2 momentissa tarkoitetusta apporttiomaisuutta koskevasta *erityisestä selvityksestä,* joka on mainittava perustamissopimuksessa, antama 2:8 §:n 4 momentissa mainittu lausunto, on liitettävä rekisteri-ilmoitukseen.

[349] Uuden tilintarkastuslain (UTTL 459/2007, HE 194/2006 vp,) mukaan, ei enää puhuta hyväksytystä tilintarkastajasta, vaan vain tilintarkastajasta. Uudessa tilintarkastuslaissa todetaan, että mikäli lain tai yhtiöjärjestyksen mukaan ei ole velvollisuutta valita tilintarkastajaa, osakepääoman maksamisesta on liitettävä rekisteri-ilmoitukseen muu selitys. Apporttiselvityksestä on edelleen aina hankittava tilintarkastajan lausunto (UTTL 459/2007 9:14 ja 11:18).

[350] HE 89/1996 vp, 61 - 62.

[351] HE 109/2005, 42 - 46.

[352] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2005, 781 - 782.

4.2.3 Mikä voi olla apporttiomaisuutena?

OYL 2:6 § ja 8 § (EOYL 2:4§):n mukaan apporttiomaisuutena voi olla vain omaisuus, jolla on *yhtiölle taloudellista arvoa*.[353]

Tilintarkastajan antamassa arviossa apporttiomaisuutena voi olla:

- *koko yritys* (esimerkiksi kun yksityinen liike muutetaan osakeyhtiöksi, jolloin sijoitetaan toiminimi varoineen ja velkoineen, eli niin sanottuna nettoapporttina, tai sijoitetaan osakeyhtiöön avoimen yhtiön tai kommandiittiyhtiön yhtiömiesten kaikki yhtiöosuudet tai osakeyhtiön kaikki osakkeet),
- *kiinteää omaisuutta* (esimerkiksi kiinteistö sekä erikseen tontti ja rakennus),[354]
- *irtainta omaisuutta* (esimerkiksi osa henkilöyhtiön osuuksista tai osakeyhtiön osakkeista, koneita ja kalustoa) ja
- *aineetonta omaisuutta ja aineettomia oikeuksia* (esimerkiksi patentti, rojalti) sekä
- *pääomalainaa tai muuta velkaa,* jota muutetaan omaksi pääomaksi.[355]

Työsuoritus tai palvelun suorittamista koskeva sitoumus ei aikaisemmin (EOYL 2:4 §:n 4 momentin mukaan) eikä nytkään (OYL 2:6 §:n 1 momentin mukaan) voi olla apporttiomaisuutena.[356] Apporttiomaisuudeksi voidaan kuitenkin ottaa esimerkiksi tuotekehityksen lopputuotteen arvo, ei kuitenkaan tuotekehityksen saavuttamisesta aiheutuneita hankintamenoja.[357] Lopputuotteen arvo on siten arvioitava erikseen sijoitushetkellä.[358]

Koska osakepääoman tulee olla kokonaan maksettu osakeyhtiölain edellyttämällä tavalla, jonka tilintarkastaja myös kirjallisesti todistaa, on arvio oltava luotettava

---

[353] af Schulten (2002, 75) toteaa apporttiomaisuuden arvosta yhtiön kannalta muun muassa seuraavaa: ”Niinpä esimerkiksi käytetyllä pakettiautolla on apporttiomaisuutena eri arvo kuljetustoimintaa harjoittavalle yhtiölle kuin asuntovälitystä harjoittavalle yhtiölle.” Siten *käyttöarvon* merkitys korostuu tilanteesta riippuen. Katso myös Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio 2002, 84 - 96 ja Blummé & Karhu & Palvi 1997, 59.

[354] KHO 1993:422: Osakeyhtiön kaupparekisterimerkintää ei tapahtunut, kun apporttina pantu kiinteistön luovutuskirjaa ei ollut laadittu lain edellyttämällä tavalla.

[355] OYL 12:1 ja 12:2 §, HE 109/2005 vp, 199 ja OYLvpL § 16 sekä Mähönen & Villa 2006b, 171.

[356] Hallituksen (HE 109/2005 vp, 48) esityksen mukaan uuden OYL:n määräykset osakkeen maksuksi ei tarkoita lievennystä verrattuna edelliseen lakiin, vaikkei enää olekaan säännöstä maksettavan määrän olemista yhtiön omistuksessa ja hallinnassa. Työsuoritus tai palvelus lienee edelleen sellainen, ettei se täytä uudenkaan lain vaatimuksia.

[357] Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio 2002, 86.

[358] HE 109/2005 s 18: OYL:n (2006) mukaan apporttiomaisuutta koskevaa sääntelyä yksinkertaistettiin. Erikseen ei enää säädetä riippumattoman asiantuntijan lausunnosta, vaan hyväksytty tilintarkastaja lausuisi apporttiomaisuudesta samassa yhteydessä kuin osakkeiden maksamisesta yleensäkin. Lausunto perustuu perustamissopimukseen otettavaan apporttiselvitykseen. Muutos ei vaikuta sivullisten asemaan, mutta sen avulla voidaan keventää yhtiöille asetettavia hallinnollisia vaatimuksia. Apporttiomaisuutta koskevien muodollisuuksien laiminlyönnistä ei myöskään enää seuraisi tehottomuutta, vaan velvollisuus esimerkiksi vahingonkorvausoikeudenkäynnissä näyttää apporttiomaisuuden arvon asianmukaisuus. Vastaavia muutoksia ehdotettiin osakeantia koskevaan sääntelyyn. – Tilintarkastajan lausunto laaditaan apporttiselvityksen pohjalta (HE 109/2005:42).

(OYL 2:8). Hallitus ja tilintarkastaja ovat nytkin, kuten edellisen osakeyhtiölain mukaan, vastuussa osakepääoman maksusta.[359] Apporttiomaisuutena tarjottujen *osakkeiden käyvän arvon* tuli edellisen osakeyhtiölain (EOYL 2:8), kuin myös nykyisen OYL 2:6 §:n mukaan olla *vähintään* maksua vastaava taloudellinen arvo yhtiölle.

Tehdessään arvonmääritystä tilintarkastajan ohjeena on, että apporttiomaisuuden arvo saa olla korkeampi, muttei alle osakkeen maksua koskevaa arvoa *(varovaisuuden periaate*). Tilintarkastajan tulee varmistaa apporttiomaisuuden käypä hinta kohdeyhtiölle luovutushetkellä.[360] Jos apporttiomaisuuden merkintähintaa ei hyväksytä verotuksessa, tulee ongelmia luovutetun omaisuuden hankintamenon käsittelyssä vastaanottavassa yhtiössä, varsinkin jos kyseessä on poistoperusteisesta omaisuudesta, esimerkiksi verottajan arvion mukaan ylihintaisesta kiinteistöstä tai kalustosta.

Liian alhaisesta arvosta voi myös tulla ongelmia verotuksessa. Osakkeen alhaisesta arvostamisesta voi johtaa siihen, että sitä ei hyväksytä verotuksessa.[361] Kyseessä voi olla esimerkiksi apporttina sijoitettujen osakkeiden luovutusvoiton verottamisesta. Ongelmia tulee myös silloin, jos apporttiomaisuus ei ole ollut käytettävissä siten kuin oli ollut tarkoitus, kuten ilmenee seuraavasta KKO:n ratkaisusta, jossa oli kysymys panttina olleista osakkeista:

KKO 2001:36: Osakeyhtiö X:n osakepääomaa oli korotettu apporttina uusmerkinnällä Oy A toimesta. Osa apporttina luovutetusta omaisuudesta oli Oy K:n osakkeita, jotka olivat panttina P:llä osakemerkitsijän veloista ja myytiin niiden suorittamiseksi. Jotta apporttiomaisuudeksi tarjottujen *osakkeiden käypää arvoa* vastaava panos siirtyisi vastaanottavalle yhtiölle, osakkeiden on siirryttävä yhtiölle lopullisesti ja siten, etteivät mitkään sivulliset oikeudet saata tosiasiallisesti mitätöidä tai olennaisesti heikentää niiden arvoa.
Oy X:n hallituksen jäsenet ja tilintarkastajat, jotka olivat osakepääoman korotusta ja sen maksua rekisteröitäessä vakuuttaneet ja todistaneet korotuksen tulleen kokonaisuudessaan maksetuksi, velvoitettiin yhteisvastuullisesti korvaamaan yhtiölle apporttiomaisuuden arvottomuudesta johtunut vahinko 20 miljoonaa markkaa. (Ään. 3-2)

---

[359] Toiviainen on käsitellyt hyvin perusteellisesti (monografiat 1988, 214 - 307, 1992 (väitöskirja) ja artikkelit 1994a, 1994b, 1995) hallituksen ja toimitusjohtajan sekä tilintarkastajan vastuukysymyksiä. Katso myös Mäntysaari 1996, 175 - 195 ja Mähönen & Villa 2006c, 227, 277, 294, 324, 258, 288 - 289, 318, 330 ja 341.

[360] Manninen 2001, 91. Katso myös KHO 1978 T 498 ja 1993 T 5330.

[361] Penttilä 1991, 325. Penttilä (1991, 6 ja 8) toteaa kuitenkin vielä, että verottajan ei varsinkaan noteeraamattoman osakkeen käyvän arvon määrityksessä voi perustaa arviotaan osakkeen aikaisempiin luovutushintoihin. Hän toteaa lisäksi, että tämän vuoksi voidaan sanoa, että käypää arvoa ei löydetä, se annetaan. Arvonmäärittämistä ei pidetä näyttökysymyksenä vaan arvostamisratkaisun perustelemista koskevana kysymyksenä. Jos verottajan käypä arvo osakkeille on korkeampi, tulisi mietittäväksi mikä on oikeampaa: Oman pääoman täysi maksu varovaisesti laskien osakeyhtiölain mukaan vai verottajan arvioima korkeampi hinta? Penttilän mukaan verottajan käyvän arvon edellyttämä oikaisu tulisi tehdä kaikkiin kolmeen eri osatekijään: apporttiomaisuuden luovutushintaan ja osakkeiden hankintamenoon osakkaan verotuksessa sekä apporttiomaisuuden hankintamenoon osakeyhtiön verotuksessa. Se ettei Penttiläkään esitä oikaistavaksi kirjanpidon arvoja, voidaan pitää jo varovaisuussyistä oikeana. Osakkeiden hinnoittelun epävarmuus vaatii varovaisuutta, jotta merkitty oma pääoma apporttina voidaan sanoa tuleen maksetuksi.

Tilintarkastajan on tiedostettava, että osakepääoman maksamista koskevien säännösten mukaan hänelle on annettu tehtäväksi varmistaa, että osakepääoma tulee yhtiön käyttöön ja että varat vastaavat rekisteriin ilmoitettua määrää.[362] Säännökset turvaavat erityisesti velkojien asemaa antamalla näille aikaisempaa paremmat mahdollisuudet arvioida yhtiön taloudellista asemaa. Samalla säännökset turvaavat myös muiden osakkeenomistajien asemaa.

Tilintarkastajan on edelleen syytä ottaa huomioon, että yhtiön perustamisvaiheessa sekä osakeyhtiön muuttuessa yksityisestä julkiseksi sovelletaan kahden vuoden ajan erityisiä jälkiapporttisäännöksiä, joiden tarkoitus on estää apporttia koskevien säännösten kiertäminen. Osakepääoman maksuaikaa koskeva sääntely on EU:n pääomadirektiivin vaatimuksia ankarampi. Jälkiapporttisäännöksissä on käytetty hyväksi pääomadirektiivin suomia väljennysmahdollisuuksia.[363]

Skandinaavien maiden osakeyhtiölainsäädännössä on hyvin samankaltaiset määräykset kuin Suomessa. *Ruotsin* osakeyhtiölaissa todetaan asiasta näin:

> Endast egendom som är eller kan antas bli till nytta för bolagets verksamhet kan utgöra sådan egendom som avses i 5 § andras stycket 1 och 2 (apportegendom). Med apportegendom får inte jämställas åtagande att utföra arbete eller tillhandahålla tjänst. Värdet på apportegendom får inte sättas högre än det verkliga värdet för bolaget.[364]

Ruotsin apporttiomaisuuden hinnoittelua koskeva vastaava lakipykälä on muuten sisällöltään samantapainen kuin Suomen, mutta apporttiomaisuuden arvoksi tulee korkeintaan sen ”*todellinen arvo” (verkligt värde).* Sitä ei kerrota miten tämä todellinen arvo saadaan, mutta asiayhteydestä voitaneen todeta sen ehkä tarkoittavan samaa kuin Suomessa eli omaisuuden arvioitua *käypää hintaa*.[365] Työpanosta tai palvelua ei myöskään Ruotsissa voi hinnoitella osakepääomaksi.

---

[362] HE 89/1996 vp, 64.

[363] HE 89/1996 vp. Verrattuna silloiseen osakeyhtiölakitoimikunnan mietintöön, osakeyhtiölakiin ei otettu mietintöön sisältyvää säännöstä osakepääoman täydestä maksusta ennen kuin sitä voidaan käyttää yhtiön tarpeisiin. Säännöksen seurauksena yhtiön hallitus joutuisi eräissä tilanteissa omilla varoillaan käyttämään yhtiön puhevaltaa oikeudessa sekä perimään merkintäsaatavia, mitä ei hallituksen jäsenten oikeusturvan kannalta voida pitää asianmukaisena. Varojen käyttö sidottiin hallituksen valintaan. Yhtiön osakepääoman maksaminen osissa siten, että varat kierrätetään osakkeet merkitsevälle yhtiölle lainana, on edelleen kiellettyä varojen lainaamista omien osakkeiden hankintaan koskevan kiellon perusteella (12 luku).

[364] ABL (2005: 551) 2:6 §.

[365] Proposition 2004/05:85, 224 - 238, katso aikaisemmasta lakimääräyksestä Rodhe 2000, 38 - 44.

Norjan[366] ja *Tanskan*[367] osakeyhtiölaessa todetaan apporttiomaisuudesta ja sen arvostamisesta todelliseen arvoon samalla tavalla kuin Suomen ja Ruotsin osakeyhtiölakisäännöksissä.

Tilintarkastaja ei saa osakeyhtiölaista kovin paljon evästystä apporttiomaisuuden arvon määrittämiseksi. Nyt voimassa olevassa osakeyhtiölaissa ei ole säädetty arvostussäännöksiä, jotka koskevat liikkeen sijoittamisesta apporttina, kuten ei edellisessä laissakaan ollut. Koska maksu apporttiomaisuudella tulee sijoitushetkellä olla kokonaan toteutettu, arviointimenetelmän tulisi olla sellainen, jossa ei ole realisoimattomia vasta tulevaisuudessa saatavia eriä. Teoreettisesti laskettu substanssiarvolaskelman hinta on laadittava siten, että se going concern periaatteella osoittaa lausuntohetken arvioidun apporttiomaisuuden realisoitu hinta.

Jos *liike eli kokonainen yritys* (varat ja velat) pannaan osakkeita vastaan yhtiöön, perustamiskirjaan oli liitettävä EOYL 2:4,3 §:n mukaan

- liikkeen *tilinpäätösasiakirjat* kahdelta viimeksi päättyneeltä tilikaudelta sekä
- viimeisen tilinpäätöksen jälkeen laaditut *osavuotiskatsaukset.*

OYL:n 2:6 §:n 2 momentin mukaisessa hallituksen apporttiselvityksessä on yksilöity apporttiomaisuus ja suoritettava maksu sekä selvitetään omaisuuden arvostamiseen vaikuttavat seikat ja omaisuuden arvostamisessa noudatetut menetelmät.[368] Kun apporttiomaisuutena on kokonainen liike, on apporttiselvityksessä säännöksen mukaan oltava tietoa apporttina sijoitetun liikkeen taloudellisesta asemasta, kuten oli edellisessä osakeyhtiölaissa. Apporttiselvitys voisi tällöin jatkossakin olla 5:21§:n 2 momentissa tarkoittamaa tilinpäätösinformaatiota, eli varsinaiset tilinpäätösasiakirjat ja mahdolliset viimeiset tilinpäätöspäivän jälkeiset osavuotiskatsauk-

---

[366] Aksjeloven (1997 nr 44) 2:7§:" Inskydd med andre eiendeler enn penger. Eiendeler som ikke kan balansefoeres etter regnskapsloven, kan ikke brukes som aksjeinnskudd. En plikt til å utfoere et arbeid eller en tjeneste for selskapet kan icke i noe tilfelle brukes som aksjeinnskudd. Eidendeler som sellskapet motar som aksjeinskudd, skal vurderas til virkelig verdi på dagen for åpningsbalansen, med mindre det foelger av regnskapsloven at innskuddet skall viderefoeres till balansefoerte verdier."

[367] "Aktieselskabsloven, anpartsselksabsloven m.fl. (L 125/2004) § 6: I stiftelsedokumentet skal optages de bestämmelser, som måtte vaere truffet om,

1) at aktier skal kunne tegnes mod indskud af andre vaerdier end kontanter (apportinskud),"

"Stk. 2. Apportindskud skal have oekonomisk vaerdi. Sådant inskud kan dog ikke bestå i foerpligtelse til at utfoere arbejde eller erlaegge tjenesteydelser. Fordringer på stiftere eller aktietegnere kan ikke indskydes eller overtages, uanset om fordringerne er sikret ved pant."

[368] HE 109/2005 vp,45.

set.[369] Mikäli osavuotiskatsauksia ei ole tehty, perustamisasiakirjan apporttiselvityksessä pitänee lisäksi antaa selvitys liikkeen tuloksesta ja taloudellisesta asemasta viimeisen tilinpäätöksen jälkeiseltä ajalta. Nämä asiakirjat ovat tilintarkastajan omassa apporttiselvityksessä lähtökohtana ja vertailuna hänen tehdessään arviointia hallituksen antamasta apporttiselvityksestä. Ne tulevat myös osaksi siihen dokumentointiin, mitä hänen on tehtävä.

Jos vain osa liikkeestä (esimerkiksi osa osakeyhtiön osakkeista tai henkilöyhtiön osuuksista) sijoitetaan, se vaatii kuitenkin tavallisesti kyseiset tiedot koko yrityksestä arvion suorittamiseksi. Jos omaisuus on sen laatuista, että arviointi edellyttää erityisasiantuntemusta, jota tilintarkastajalla ei ole, saa apunaan käyttää erityisasiantuntijaa. Yhtiön hallituksen esitykseen on tavallisesti liitetty asiantuntijalausunto. Jollei erityisasiantuntijan lausuntoa ole ollut yhtiön hallituksen apporttiesityksessä, sellaisen lausunnon hankkiminen saattaa jopa olla välttämätöntä, jotta laissa tarkoitetun tilintarkastajan katsotaan suorittaneen tehtävänsä asianmukaisesti.[370]

Omilla erityisaloillaan, esimerkiksi *kauppakamarien tavarantarkastajat* ja *lailliste-tut kiinteistövälittäjät,* voivat olla näitä erityisasiantuntijoita. Kun kyseessä on esimerkiksi auto, työkone tai laite, saattaa kyseinen asiantuntija olla *merkkiliike tai muu edustaja*, joka myy näitä. Patentin, rojaltin ja muun aineettoman oikeuden asiantuntija voi löytyä kyseisen alaan perehtyneistä henkilöistä. Tilintarkastaja on erityisasiantuntijoiden käyttämisestä huolimatta vastuussa oman lausunnon sisällöstä. Hänen on myös varmistettava, että tämä erityisasiantuntija on arviointitehtävään ja toimeksiantavaan yritykseen nähden riippumaton, myös niissä tapauksissa kun yhtiön hallitus on erityisasiantuntijaa käyttänyt.[371] On lisäksi syytä painottaa, että apportilla tapahtuva merkintähinnan maksu on todella jo tapahtunut maksuhetkellä. Siten tulevien vuosien realisoimattomien tuloihin perustuvien laskentamallien arvot eivät sovellu apporttiomaisuuden arvostukseen.

[369] HE 109/2005 vp, 45- 46. Kysymys voi olla yksityisen elinkeinonharjoittajan liikeyrityksestä, mutta esimerkiksi myös osakeyhtiön tai muun yhteisön liiketoiminnasta, joka luovutetaan perustettavalle yhtiölle. Katso myös OM:n osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 2003:4, 95 - 96.

[370] HE 89/1996 vp, 61.

[371] HE 89/1996 vp, 61.

4.2.4 Toiminimen muuttaminen osakeyhtiöksi

Yksityinen toiminimi (liike) voidaan muuttaa suoraan osakeyhtiöksi, jolloin jos liikkeenharjoittajasta tulee osakeyhtiön ainoa osakkeenomistaja, muutos voidaan toteuttaa ilman veroseuraamuksia (TVL 24 § kohta 1).[372] Osakeyhtiö syntyy, kun yhtiö on rekisteröity kaupparekisteriin. Toiminimi ei ole itsenäinen yhtiö tai muu oikeushenkilö. Kyseessä on osakeyhtiön *perustaminen nettoapporttina* OYL 2:6 ja 8 § mukaisesti. Tämä merkitsee, että tilintarkastaja on otettava kantaa apporttina sijoitettuun liikkeeseen. Osakeyhtiöön sijoitetaan apporttina toiminimi kokonaisuudessaan, eli sen taseen mukaiset varat ja velat. Omistaja voi tehdä yksityisottoja ennen yhtiön perustamista.[373] Osakeyhtiön muutoshetkellä täytyy varojen arvo olla suuremmat kuin velat vähintään suunnitellun osakepääoman verran. Lisäksi tulisi kaikki muutkin lakimääräykset ottaa huomioon, ettei tule veroseuraamuksia, kuten esimerkiksi seuraavassa KHO:n päätöksestä ilmenee.[374]

KHO 2002:982. Kaksi tavarankuljetusta harjoittanutta kuorma-autoilijaa perustivat osakeyhtiön jatkamaan heidän kummankin erikseen toiminimellä aikaisemmin harjoittamaa toimintaa ja merkitsivät kumpikin puolet yhtiön osakkeista. Kumpikin siirsi elinkeinonharjoittamiseensa kuuluneet varat ja velat osakeyhtiöön kirjanpitoarvoistaan. Tuloverolain 24 §:n 1momentin 1 kohta ei tapaukseen soveltunut, koska tuo säännös edellyttää liikkeen- tai ammatinharjoittajan yksin merkitsevän toimintaa jatkavan osakeyhtiön osakkeet. Saman momentin 6 kohta ei myöskään tullut sovellettavaksi, koska sen ei voida katsoa välittömästi laajentavan kohdissa 1-5 määriteltyjä edellytyksiä, vaan se on itsenäinen, rinnastettavissa tapauksissa sovellettava säännös. Elinkeinonharjoittajan liikeomaisuudenluovutukseen sovellettiin elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 51 b §:n 1 momentin säännöstä. Verovuosi 1997. Tuloverolaki 24 § 1 mom. 1 ja 6 kohta

Koska toiminimellä ei tarvitse olla tilintarkastajaa, on tarkastusta suoritettava laajemmin toimeksiannon yhteydessä, jotta varmistetaan taseen oikeellisuus. Se edellyttää aina fyysistä tarkastusta liikkeessä. Tilintarkastajan tehtävänä on antaa lausunto siitä onko *nettoapportin arvo* (liikkeen koko omaisuuden käypä hinta velkojen vähentämisen jälkeen) riittävä osakepääoman merkintähinnan maksuksi. Koska kyse on *tietyn ajankohdan* arvioidusta hinnasta, se tapahtuu tilintarkastajan arvonmäärityksessä *substanssiarvon* mukaan.

---

[372] Järvenoja 2007, 517 - 518 ja KPMG 2001, 246 - 247. Ammatinharjoittajaa käsitellään samalla tavalla kuin toiminimeä, eli liikkeenharjoittajaa. Sekä yksityinen liikkeenharjoittajan että ammatinharjoittajan on osakeyhtiöksi muutoksen yhteydessä kuitenkin maksettava lakisääteinen varainsiirtovero kiinteistöstä. Sen sijaan arvonlisävero voidaan hoitaa nimensiirtona (KHO 1997/3129).
Andersson & Ikkalan (2005, 527 -530) mukaan jatkuvuusperiaate on tärkeä, jottei muutoksesta aiheutuisi veroseuraamuksia. He kirjoittavat, että yritysmuotoa muutettaessa on luonnollista, että aiemmin toimineen yrityksen koko tai lähes koko liikeomaisuus siirtyy toimintaa jatkavalle yritykselle. Näin säilyy yrityksen identiteetti. Yksityisotot ennen muutosta ovat kuitenkin sallittuja. Kun toiminimi muutetaan osakeyhtiöksi, on yksityisen liikkeenharjoittajan merkittävä kaikki osakkeet. Katso myös Manninen 2001, 161 - 167.

[373] Järvenoja (2007, 509) kirjoittaa, että jos esimerkiksi kiinteistö siirtyisi yritysmuodon muutoksen yhteydessä, varainsiirtovero saattaa aiheuttaa melkoisen rasituksen. Tavallista onkin jättää kiinteistö yhtiön ulkopuolelle ja vuokrata se yhtiölle, jolloin se ei vaaranna liikekykseyden katkeamista, jolla saattaa olla veroseuraamuksia. Oikeus- ja verotuskäytännön perusteella ei kuitenkaan ole selkeästi vedetty rajaa siihen, mitä kaikkea voidaan jättää pois osakeyhtiöstä. Katso myös Järvenojan (2007, 519 - 521) kirjoitusta koskien osakeyhtiön sivuuttamisesta verotuksessa.

[374] Yrityksen identiteetin säilymisestä verotuksessa, katso Myrsky & Linnakangas 2006, 257 - 261 ja Mähönen & Villa 2006b, 409 - 410 ja Rehbinder (1995, 324 - 331) on käsitellyt muun muassa yksityisen elinkeinonharjoittajan yksityisottoja. Katso myös Penttilä 1991, 331 - 332.

4.2.5 Tilintarkastajan vastuu apporttiomaisuuden arvostuksesta ja arviointityön dokumentoinnista

Apporttilausunnossaan tilintarkastaja ottaa siis kantaa

- hallituksen esitykseen,
- johon sisältyy arvio omaisuuden arvosta.[375]

Hallituksen lakiesityksessä[376] todetaan edellä mainittu asia ja sen lisäksi seuraavaa: ”Toisaalta hyväksytty tilintarkastaja voi lausunnossaan katsoa, että omaisuus tulee arvostaa muuta kuin apporttiselvityksessä omaksuttua menetelmää noudattaen.” Tilintarkastaja on hallituksen ohella edelleen vastuussa omaisuuden oikeasta arvostamisesta.

Jos kyseessä on henkilöyhtiön muutos osakeyhtiöksi, jossa arvot kirjataan kirjanpidossa tase-arvoihin, on muutoksen vuoksi arvioitujen korkeampien hintojen mukainen arvo dokumentoitava huolellisesti.[377] Apporttiomaisuuden arvioinnin tavoitteena on todeta, täyttävätkö apporttiomaisuus lain vaatimukset ja vastaako arvo vähintään omaisuudesta annettava vastike (OYL 2:6 §).[378] OYL 2:8,3 §:n mukaan jos osake on maksettu apporttiomaisuudella, yhtiön rekisteri-ilmoitukseen on liitettävä auktorisoidun tilintarkastajan lausunto 6 §:n 2 momentissa *tarkoitetusta selvityksessä* ja siitä, oliko omaisuudella vähintään maksua vastaava *taloudellinen arvo yhtiölle*.[379] Jos vaadittavaa huolellisuutta ei ole noudatettu, on luonnollisena seurauksena kuitenkin hallitukselle ja tilintarkastajalle *vahingonkorvausvastuu*.[380]

---

[375] OYL 2:8, 3 § kohta 2 ja 2:6 §. Katso myös jäljempänä tilintarkastajan vastuun pohdintaa kohdassa 4.3.5. Tilintarkastajan vastuu laadittavasta tilinpäätöksestä.

[376] HE 109/2005 vp, 48.

[377] Koska esimerkiksi henkilöyhtiön muutoksessa osakeyhtiöksi, oma pääoma ei ole taseen mukaisesti välttämättä ainakaan kokonaan tallella, saattaa OYL:n 20 luvun negatiivisen oman pääoman seurauksena kaupparekisteriin ilmoittaminen välittömästi ajankohtainen. Asiaa on pohdittu enemmän *oman pääoman vajauksen* käsittelyn yhteydessä kappaleessa 4.3.

[378] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho (2007a, 82 - 83) kirjoittavat, että sekä hallitus ja toimitusjohtaja että tilintarkastaja joutuvat ottamaan kantaa osakkeista maksetun määrän yhtiöön tulemiseen kokonaisuudessaan. Vakuutus ja todistus koskevat yhtälailla osakepääomaan merkittävää määrää, sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon merkittävää määrää ja mahdollisesti kirjanpitolain nojalla vieraaseen pääomaan merkittävää määrää. Tilintarkastajan ei tulisi tarkistamatta luottaa yksinomaan hallitukseen ilmoitukseen maksusta, mutta hallituksen jäsenten tulisi voida luottaa tilintarkastajan ilmoitukseen.

[379] OYL 2:8, 4 §.

[380] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho (2007a, 84 - 85) kirjoittavat, että tilintarkastajan asema on tässä yhteydessä samantapainen kuin tilintarkastuksessa yleensäkin. He viittaavat KKO 2001:36 päätökseen, jossa tilintarkastajat joutuivat vahingonkorvausvelvollisiksi virheellisestä lausunnosta hallituksen jäsenten kanssa. Tilintarkastajan on varmistauduttava siitä, että apporttiselvityksen perusteet ja sisältö ovat moitteettomia, mikä tarvittaessa edellyttää tilintarkastajan omaa arvonmääritystä. Katso myös HE 109/2005:18, 42, 45 - 46 ja 48.

Käytetyistä markkinahintaan perustuvista arvostusmenetelmistä on annettava menetelmän luotettavuuden arviointiin vaikuttavat tiedot. Näiden tietojen antaminen on välttämätöntä, jos apporttina annettu omaisuus on arvioitu korkeasuhdanteessa vallinneen markkinahinnan mukaan ja hinta on myöhemmin olennaisesti laskenut. Jos hinta on laskenut vasta apporttihetken osakepääoman maksun jälkeen, ei tilintarkastajan lausunto ole virheellinen. Omaisuutta ja arvostusmenetelmiä koskevien selvitysten nojalla tilintarkastajan on myös verrattava omaa näkemystään yrityksen johdon näkemyksiin perustamisen tai osakepääoman korotuksen yhteydessä.

Nämä asiat edellyttävät, että tilintarkastaja yleensäkin määrittää *käyvän hinnan* apporttina sijoitetulle omaisuudelle, oli valittu menetelmä mikä tahansa. Käyvän hinnan määrittäminen toimii myös kirjanpitoarvon määrittämisen perusteena.[381] Lopullisessa kannanotossa tilintarkastajan on siis nytkin arvioitava OYL 2:8 §:n mukaan, vastaako annettu apportti vähintään osakkeista maksettavaa määrää. Tilintarkastajan oli edellisen osakeyhtiölain mukaan myös selvitettävä, oliko arvostusmenetelmää sovellettu asianmukaisesti. Tämä merkitsi esimerkiksi markkinahinnan tai muun arvostusmenetelmän lähtöarvojen ja laskutavan oikeellisuuden arvioimista.[382] Uusien säännöksien mukaan voinee tuskin menetellä toisin.

Jos apporttiomaisuus on irtainta omaisuutta tai kiinteistö, pitäisi hallituksen selvityksessä olla ulkopuolisen asiantuntijan antama lausunto hinnasta. Silloinkin tilintarkastajan on vaikeata antaa lausuntoa pelkästään hallituksen selvityksen perusteella, ellei fyysisesti ole tutustunut apporttiomaisuuteen. Jos taasen kyseessä on esimerkiksi koko yritys tai osakeyhtiön osakkeita tai henkilöyhtiön osuuksia, tilintarkastajan on välttämätöntä dokumentoida ja suorittaa arviointi saatavissa olevien tietojen perusteella tai ainakin todettava niiden puutteellisuus arvioinnissaan jos asia on niin.

Hallituksen lakiesityksissä sekä edellisestä että nykyisestä osakeyhtiölain säännöksestä herättää kysymyksen siitä, mikä on ollut lainsäätäjän tarkoitus tilintarkastajan toimenpiteeksi, jotta se olisi riittävä myös ajatellen tilintarkastajan vastuuta. Kuten edellä on todettu, esityksessä edelliseksi osakeyhtiölaiksi tilintarkastajan oli annet-

[381] Henkilöyhtiön muutoksessa osakeyhtiöksi omaisuuden käyvät arvot voivat myös poiketa tasearvoista. Tasearvoja korkeammat käyvät hinnat otetaan nettoapportissa huomioon vaikka muutos toteutetaan tasearvoihin. Tasearvoja alittavat omaisuuden käyvät hinnat edellyttävät muutoksessa yleensä niiden oikaisua myös kirjanpidossa. Katso myös kappaletta 4.4.
[382] HE 89/1996 vp, 63.

tava selvitys niistä arvostusmenetelmistä, joita omaisuuden arvioinnissa on käytetty kun apporttiomaisuuden hinta oli määritelty. Se saattoi tarkoittaa tietoa sitä, että tietyt osakkeet on arvostettu pörssikurssin tai substanssiarvon mukaan.[383] Ainakin käytännössä tilintarkastajan oli itse syytä vielä dokumentoidusti tehdä arvonmääritys, varmistuakseen hinnan oikeellisuudesta.

Hallituksen lakiesityksessä voimassa olevasta osakeyhtiölaista todetaan, että hyväksytty tilintarkastaja voi lausunnossaan todeta vain lyhyesti hyväksyvänsä hallituksen selvityksen, mutta yhtä hyvin voivan myös todeta arvonmäärityksen vaativan jonkun muun menetelmän käyttöä.[384] Hallituksen lakiesityksessä todetaan edelleen, että OYL 2:8,2 §:n mukaisen tilintarkastajan todistuksen vastaavan edellisen osakeyhtiölain vaatimusta. Jos omaisuus ei ole apporttiomaisuudeksi kelpaavaa tai sen arvo alittaa merkintähinnan, merkitsijä joutuu suorittamaan puuttuvan määrän yhtiölle. Esityksessä todetaan kuitenkin lisäksi, että hallituksen jäsenet ja toimitusjohtaja sekä tilintarkastaja voivat joutua *vahingonkorvausvelvollisiksi,* jos he hyväksyvät apporttiomaisuudella tapahtuvan suorituksen ja antavat 8 §:n 3 ja 4 momentin mukaiset kaupparekisteri-ilmoituksen liitteet jos apporttiomaisuuden hinta ei ole ollut riittävä.[385]

Tilintarkastajan *vahingonkorvausvastuusta* on säädetty UTTL 51 §:ssä 1 momentissa.[386] Säännös koskee yhtiön valitsemaa lakisääteistä tilintarkastajaa.[387] Se edellyttää *tuottamuksellisuutta* ja lisäksi, että vahingon ja tilintarkastajan menettelyn välillä vallitsee *syy-yhteys*. Tilintarkastajalta edellytetään kuitenkin aina erityistä huolellisuutta eli *hyvän tilintarkastustavan* noudattamista.[388]

Osakkeenomistajat valitsevat yleensä yhtiökokouksessa tilintarkastajat. Heidän oikeudellinen asemansa sekä oikeutensa, velvollisuutensa ja vastuunsa ovat kuitenkin riippumattomat siitä, kuka heidät on valinnut, asettanut tai määrännyt. Tilintarkas-

---

[383] HE 89/1996 vp, 62. Penttilä (1991, 321) kirjoittaa arvonmäärityksen varovaisuuden yhteydessä osakeyhtiössä, jossa on useita osakkeenomistajia, että apporttiomaisuutta yhtiöön sijoittajan etu vaatii, että apporttiomaisuutta ei arvosteta liian alhaiseksi. Sijoittaja ei aliarvostuksen johdosta saisi hänelle kuuluvan osuuden yhtiön osakkeista.

[384] HE 109/2005 vp, 48.

[385] HE 109/2005 vp, 44 ja OYL 22:4 §. Tilintarkastajan vastuuta on laajennettu hallituksen esityksessä uudeksi tilintarkastuslaiksi (HE 194/2006 vp) koskemaan myös muuta tilintarkastajan toimintaa kuin lakisääteistä tilintarkastusta. Katso myös Mähönen & Villa 2006b, 277 ja Mähönen & Villa 2006c, 259 -260, 277, 318, 330 sekä 341.

[386] Edellisen tilintarkastuslain (TTL 936/1994) 44 §:n 1 momentti oli samansisältöinen.

[387] Savelan (2006, 144) mukaan tilintarkastajan muuhun toimintaan ei sovelleta TTL:n vastuusäännöksiä, vaan vastuu on tällöin sopimusperusteisesta. Katso myös sivun alaviitettä, joka koskee Ruotsin oikeuskäytäntöä, jonka mukaan tilintarkastaja, joka oli osallistunut neuvonantajana yhtiön uudelleenjärjestelyyn. Ruotsin korkein oikeus määritti hänen vastuunsa tilintarkastajaa koskevien sääntöjen mukaan.

tajat eivät toimi tässä tehtävässään osakkeenomistajien luottamusmiehinä vaan puolueettomana ja objektiivisena kontrollivälineenä, joiden on toiminnassaan otettava huomioon sekä yhtiön että sen kaikkien - ulkopuolistenkin - sidosryhmien edut.[389]

Korvausvastuu edellyttää yleensä myös yhtiöoikeudessa sellaisen *vahingon* syntymistä, joka on yleisen elämänkokemuksen mukaan *syy-yhteydessä* tiettyyn toimintaan (teko tai laiminlyönti), jota voidaan pitää *moitittavana* (tahallisuus, huolimattomuus). Mikäli usea henkilö on vastuussa samasta vahingosta, heidän vastuunsa *suhteessa vahingon kärsijään* on solidaarista eli *yhteisvastuuta* (jokainen vastaa koko vahingosta). Heidän *keskinäisissä suhteissaan*, lopullisessa vastuun jakautumisessa, otetaan huomioon toistenkin vastuusubjektien osuus syntyneeseen vahinkoon, kunkin korvausvelvollisen syyllisyys ja muut seikat (*kokonaisarviointi*). [390]

Merkityksellinen eroavaisuus yhtiöoikeudelliseen johtoon kuuluvan henkilön ja tilintarkastajan korvausvastuuseen aiheutuu siitä, että tilintarkastaja ei hoida yhtiön asioita - johda yhtiötä - vaan valvoo (yhtiöoikeudellisen) johdon toimintaa. Tämän takia syy-yhteys tilintarkastajan toiminnan ja vahingon välillä määräytyy eri tavalla kuin yhtiön johdon korvausvastuuta arvosteltaessa. Tilintarkastajan tuottamus ilmenee tahallisuutena tai huolimattomuutena valvontatehtävässä. Hän on korvausvelvollinen siitä vahingosta, joka johtuu tästä *moitittavalla tavalla suoritetusta valvonnasta*. Osakeyhtiölainsäädännön määräämään yhtiön toimielinten työnjakoon perustuvan tulkinnan mukaan tilintarkastaja vastaa siten siitä *lisävahingosta,* joka pääsee syntymään hänen huolimattoman tarkastustoiminnan takia.[391]

Tilintarkastajan vahingonkorvausvelvollisuudesta kolmanteen nähden, jossa suuret kansainväliset tilintarkastustoimistot olivat joutuneet maksamaan USA:ssa 1984 - 1987 ja Englannissa miljoonia dollareita/puntia korvauksina.[392] Yhdysvalloissa kat-

---

[388] Aho & Vänskä 1995, 211 - 300. Kirjoittajat analysoivat tai viittaavat KKO:n ratkaisuihin ja TILA:n sekä VALA:n valvontapäätöksiin.
[389] Toiviainen 1994a, 882.
[390] Toiviainen 1994b, 1026 ja 1033. Katso myös kirjoituksessa käsiteltyjä oikeustapauksia.
[391] Toiviainen 1994b, 1037. Katso myös Toiviainen 1995, 261 - 291, jotka käsittelevät muun muassa rangaistusvastuuta, tilintarkastajan eroamista ja erottamista. Katso myös Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 328 - 471, jossa on laajasti käsitelty tilintarkastajan vahingonkorvausvastuuta ja rikosoikeudellista vastuuta ja kurinpidollisia seuraamuksia.
[392] Mäntysaari 1996, 175 - 195 ja 1998, 760 - 788 ja 1999, 66 - 92. Saksan kattoarvo on vahvistettu ennen kuin Euroopan unioni siirtyi talous- ja rahaliiton (EMUn = European Monetary Union) kolmanteen vaiheeseen 1. tammikuuta 1999. Tämä tarkoitti yhteisen rahan, euron, käyttöönottoa yhdessätoista unionin jäsenvaltiossa (Suomi, Saksa, Itävalta, Alankomaat, Belgia, Luxemburg, Irlanti, Ranska, Italia, Espanja ja Portugali). Vuoden 1999 alusta lähtien euroa on voinut käyttää tilirahana, ja vuoden 2002 alussa laskettiin liikkeelle euromääräiset setelit ja kolikot. Vuoden 2001 alussa Kreikka liittyi euroalueen kahdenneksitoista jäsenvaltioksi.

sotaan, että tilintarkastajan vastuu kolmanteen nähden saattaa vaarantaa koko tilintarkastusalan tulevaisuuden.[393] Saksassa korvausvastuun ylärajaksi oli asetettu 500.000 DM.[394] Tilintarkastajan vastuu kolmanteen nähden on herättänyt huolestumista myös Pohjoismaissa. Tilintarkastajan korvausvastuun edellytyksenä on Suomessa tilintarkastuslain, osakeyhtiölain taikka yhtiöjärjestyksen rikkominen. Tilintarkastuslain mukaan tilintarkastajan on noudatettava tehtäviä suoritettaessaan *hyvää tilintarkastustapaa.*[395]

Tilintarkastajan tuottamus arvioidaan objektiivisella mittapuulla.[396] Tilintarkastajalta vaaditaan sitä huolellisuutta ja osaamista, jota voidaan kohtuudella vaatia kyseisen luonteisessa ja kokoisessa yhtiössä. Tilintarkastajan vastuu syntyy jo lievästä tuottamuksesta. Tilintarkastajan on noudatettava erityistä huolellisuutta varmistuessaan siitä, että osakepääoma on asianmukaisesti maksettu ja yhtiön hallussa kun kyseessä on apporttina tapahtuva maksu.[397] Myös apportin siirtyminen yhtiölle tulee varmistaa. Hallituksen jäsenten ja tilintarkastajan käytännön vahingonkorvausvelvollisuus saattaa kohdentua ensisijaisesti eri *henkilöiden arvioituun maksukykyyn*.[398] Ainakin voidaan todeta, että tilintarkastaja on hallituksen ohella edelleen vastuussa apporttiomaisuuden oikeasta arvostamisesta. Vastuu on siis solidaarinen. Hallituksen vakuutuksen ja tilintarkastajan todistuksen tai lausunnon virheellisyyksiin voi liittyä seurauksena vahingonkorvausvastuu.[399] Tilintarkastajan vastuusta edellisen tilintarkastuslain (TTL (936/1994) 44 §:n 1 momentin) mukaan voidaan todeta, että säännöksen sanamuoto rajaa tilintarkastajan vastuuta yksinomaan ”yhteisöä tai säätiötä” kohtaan.[400] Lisäksi säännös tarkoittaa, että henkilö on valittu tähän tarkastuskohteeseen tilintarkastajaksi.

Arvioinnille asetettava vaatimukset vaihtelevat sen mukaan, mikä on arvioitavan kohteen merkitys vastaanottavalle yhtiölle ja sen velkojille. Arvioinnin kustannusten tulisi olla suhteessa kohteen ja vastikkeen arvoon. Kun koko liike sijoitetaan

---

[393] Mäntysaari 1996, 176.
[394] Mäntysaari 1996, 178.
[395] Kurssivointi tässä.
[396] Savela 2006, 152 - 155.
[397] Savela 2006, 180 - 182.
[398] Hallituksen jäsenet voivat olla varattomia, mutta tilintarkastaja on maksukykyinen tai hänellä on riittävä vastuuvakuutus. Kaikkien vastuu säilyy edelleen, joten ensisijaiselle maksajalla on regressioikeus muita kohtaan.
[399] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007a, 85. Kirjoittajat viittaavat KKO:n päätökseen, jossa hallituksen jäsenet ja tilintarkastajat tuomittiin korvaamaan yhtiöltä saamatta jäänyt määrä, kun apporttiomaisuutta rasitti sivullisen panttioikeus (KKO 2001:36). Katso myös Mähönen & Villa 2006b, 251.
[400] Kaisanlahti & Timonen 2006, 56 - 70. Viitatun edellisen tilintarkastuslainsäännöksen pykälän ja voimassa oleva UTTL (459 / 2007) 51 § 1 momentti on samansisältöinen. Katso myös Savela 2006, 142.

apporttina, on olennaista liikkeen arvo vastaanottavan yhtiön kannalta. Siksi liikkeen arvioinnin tulisi vertailutietona muistuttaa yrityskaupan yhteydessä tehtävää hinta-arviota. Koska kyseessä on tietyn ajankohdan hinta-arvio, on tässäkin tapauksessa käytettävä substanssiarvomenetelmää. Pohjana käytettäviin tilinpäätöstietoihin on myös tehtävä asianmukaiset oikaisut.[401]

Tilintarkastajan tehtävänä on myös varmistaa, että apportin *kirjanpidollinen käsittely* on oikea. Nimellisarvottomassa järjestelmässä osakkeilla ja osakepääomalla, joka on yhtiön taseessa velkojien hyväksi sidottua pääomaa, ei ole yhteyttä keskenään.[402] Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä yhtiön osakkeille nimellisarvo, joka on silloin kaikille osakkeille sama. Osakeyhtiön perustamissopimuksessa on mainittava merkintähinta ja sen maksamisesta apporttina, jossa on lisäksi oltava selvitys, missä yksilöidään apporttiomaisuus ja sillä suoritettava maksu.[403]

Tilintarkastajan *työpapereissa* on selkeästi vielä dokumentoitava yhtiölle tuleva *omaisuus:*

- apportin taloudellista arvoa arvioidaan vastaanottavan yhtiön näkökulmasta;
- siirtyvä omaisuus on vapaasti vastaanottavan yhtiön käytettävissä. Pantatun kiinteistön tai kiinnitetyn omaisuuden osalta on erityisen huolellisesti arvioitava apporttiomaisuuden käyttömahdollisuus;
- apporttiomaisuus on olemassa (on todettava fyysisesti) ja vastaanottava yhtiö saa siihen omistusoikeuden;
- apporttiomaisuus on riittävän yksityiskohtaisesti eritelty;
- omaisuuden arvioinnissa käytetyistä arvostusmenetelmistä ja niitä käyttämällä saaduista tuloksista (tarvittaessa käytettävä ulkopuolista asiantuntijaa);
- omaisuudesta annettavasta *vastikkeesta*;
- arvio siitä, *vastaako omaisuuden arvo vähintään omaisuudesta annettavaa vastiketta* ja, jos vastike on yhtiön osakkeita, osakkeista maksettava määrää.

Apporttiomaisuus on arvioitava uuden yhtiön kohdalla *välittömästi ennen perustettavaa yhtiökokousta*. Omaisuuden arvon arvio perustuu siis aina vastaanottavan yh-

[401] HE 89/1996 vp, 63
[402] Perustelut HE 109/2005 vp, 53 ja 20 - 22. Katso myös Mähönen & Villa 2006b, 83 ja Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007a, 122 - 127.
[403] OYL 2:6,3 § ja 9:12,2 § sekä HE 109/2005, 45 - 47 ja 109 - 110

tiön mukaan.[404] Arviointihetki on tämän mukaan apporttiomaisuuden arvo yhtiölle omaisuuden luovutushetkellä. Tilintarkastajan työpapereista tulee myös ilmetä jos arvo on pudonnut ennen luovutushetkeä ja varsinkin jos arvo on alle maksettavien osakkeiden määrän. Tilintarkastaja on velvollinen ilmoittamaan tästä asiasta yhtiölle.

Voimassa oleva osakeyhtiölaki[405] sisältää vastaavia säännöksiä kuin edellisessä laissa. Taulukossa 11 on pyritty kuvaamaan suuntaa antavasti, miten tämän tutkimuksen kannanottona tilintarkastaja voisi arvonmäärityksessään päätellä, kun hän vahvistaa apporttiomaisuuden hinnan. Omaisuuden arvo on yhtiön näkökulmasta katsoen vastattava *vähintään* määrää, joka omaisuudella on tarkoitus maksaa.

Yhtiöoikeudelliselta kannalta ei OYL 2:6 §:n ja 2:8 §:n mukaan ole estettä sille, että apporttiomaisuus todelliselta arvoltaan ylittää kyseisen määrän. Tämä korostaa sitä *varovaisuutta*, mitä tilintarkastajan jo aikaisemmin voimassa olevien lakimääräysten mukaan tuli noudattaa. Melko harvoin on voitu tilintarkastajan selvityksessä suosittaa osakepääoman maksua apporttiomaisuudella, omaisuuden arvioituun sataprosenttiseen käypään hintaansa.

Maksettavan määrän ja omaisuuden arvioidun käyvän hinnan välillä olisi tapauksesta riippuen hyvä olla ainakin taulukon 11 osoittaman noin 10 % - 20 %:n ”turvamarginaali”.[406] Taulukon turvamarginaalit perustuvat käytännön kokemukseen ja subjektiivisiin arviointeihin apporttiomaisuuden arvon mahdollisista virhemarginaaleista, ei tutkittuun tietoon. Kun apporttina sijoitetaan esimerkiksi pörssiyhtiön osakkeita, voidaan jopa päätellä, ettei epävarmuutta ole lainkaan ja siksi käyttää suoraan markkinoiden mukaista hintaa (100 %), mutta esimerkiksi kiinteistön

[404] HE 89/1996 vp, 63
[405] HE 109/2005 vp, 45- 48
[406] Penttilä (1991, 321) kirjoittaa osakkeista apporttiomaisuuden sijoituksena alle käyvän arvon, että aliarvostus merkitsee, ettei sijoittaja saa täyttä määrä osakkeita, jonka hänen tulisi saada. Asia on varmasti näin jos hinta on varmasti oikea. Mutta jos käyvän hinnan arvio onkin liian korkea? Toinen asia on vielä, onko apporttina saadut osakkeet hinnoiteltu oikein?

Apportti	Markkina-hinta	Teoreettinen arvo 1. substanssiarvo	Teoreettinen arvo 2. tuottoarvo	Selvityksen laajuus
Liike (koko yhtiö)	90 - 100 %	80 - 90 %	70 - 80 % vahvistuksena	Laaja selvitys
Osa liikkeestä (osa osakkeista)	90 - 100 %	80 - 90 %	70 - 80 % vahvistuksena	Laaja selvitys
Kiinteistö	80 - 90 %	80 - 90 %	70- 90 % vahvistuksena	Suppea selvitys
Irtain omaisuus	70 - 80 %	50 - 70 %	-	Kohteen merkityksen mukaan vastaanottajalle

Taulukko 11. Apportin tilintarkastajan hinta-arvio suhteessa sen arvioituun lausunnon käypään hintaan

”markkinahinnan” epävarmuuden vaativan jo usein hieman marginaalia (10 - 20 %). Muiden kuin pörssiyhtiöiden osakkeiden tai osuuksien käypään hintaan sisältyy usein sen verran epävarmuutta, että tapauksesta riippuen vain harvoin on syytä käytännössä arvostaa ne apporttina 100 prosenttiin. Irtaimen omaisuuden käyvän arvon epävarmuus on useimmiten suurin: mitä vanhempaa irtaimistoa, sitä suurempi turvamarginaali.

Yhtiölle tuleva omaisuus on kuvailtava (luettelo esimerkiksi koneista, konemerkeistä ja mahdollisista tunnistenumeroista) ja erityisesti hinta-arvioon vaikuttavat seikat on tuotava esille ja tarvittaessa kerrottava niihin vaikuttavista tekijöistä. Eri apporttien omaisuuseristä on annettava erilliset selvitykset. Omaisuuden arvoon vaikuttavat seikat on selvityksessä mainittava asianmukaisessa laajuudessa. Esimerkiksi *sesonkituotteista* on aina mainittava tästä tuotteen arvoon vaikuttavasta ominaisuudesta ja *sijoitusomaisuudesta* sen riskipitoisuudesta.[407]

Apporttina maksettava korotus vaatii hintamäärän myös silloin, kun sijoitus apporttina on oman pääoman maksu, jolla ei koroteta osakepääomaa.[408] Jollei nimellisarvoa ole, on kyse kirjanpidollisesta vasta-arvosta. Kirjanpidollinen vasta-arvo voi

[407] HE 109/2005 vp, 62.
[408] OYL 11:3,5 §, Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007, 68 - 74.

olla eri osakkeilla erisuuruinen. Se voi myös olla nolla siinä tapauksessa, että annetaan maksuttomia osakkeita.[409] Eräs lisäongelma tilintarkastajan kannanotossa on se, mikä on *vastaanottavan yhtiön osakkeiden arvo*, joka annetaan apportinsijoittajalle vastineeksi? Tätä puolta ei tavallisesti tuoda esiin, vaan oletetaan apportinsijoittajan huolehtivan siitä. Asiaa ei tässä tutkimuksessa pohdita enempää. Tilintarkastajan on oman etunsa vuoksi myös nähtävä sijoitettava apporttiomaisuus ja tehtävä omia arviointeja sekä mahdollisesti tarvittavia laskelmia omaa lausuntoa varten silloinkin, kun on käytetty muita ulkopuolisia asiantuntijoita.

4.3 Yhtiön omaisuuden arvostus taseen mukaisen oman pääoman vajauksessa

4.3.1 Joitakin ongelmakohtia

OYL:n 20 luku koskee osakeyhtiön purkamista. Edellisen osakeyhtiölain 13:2 §:n pakkoselvitystilasääntely on korvattu pääoman vähentymiseen liittyvillä tiedonantosäännöksillä.[410] Saneerausvelvollisuutta ei enää ole. Sitä vastoin yhtiön on välittömästi rekisteröitävä kaupparekisteriin tieto siitä, jos yhtiön oma pääoma on kokonaan menetetty. *Selvitystilaa* ei enää jaeta *pakkoselvitystilaan* ja *vapaehtoiseen* selvitystilaan. Yhtiökokouksen päätös selvitystilaan asettamisesta [411] ja yhtiön purkamista edellyttää, että yhtiöllä on riittävästi varoja sen hoitamiseen. Tilintarkastaja tekee tarkastustyötään kuten toimivassa yhtiössä.[412] Ongelmia saattaa syntyä tilanteessa, jossa oma pääoma on OYL 20:23 §:n mukaan alle puolet osakepääomasta. Hallituksen laatimaa ajankohdan tilinpäätöstä ei tarvitse tilintarkastaa, vaikka yhtiökokous käsitteleekin asiaa.[413] Ongelmatilanteita voi syntyä jo yhtiön tilikauden aikaisessa toiminnassa, jos tosiasiallisesti oman pääoman vähyys edellyttäisi hallitukselta toimenpiteitä, mutta niihin ei jostain syystä ryhdytä.

Yhtiön maksukykyisyyden seuranta lienee kaikissa tapauksissa tilintarkastajankin velvollisuus. Se edellyttää käytännössä usein enemmän tilintarkastusta. Ongelmak-

[409] OYL 3:5 §.
[410] HE 109/2005 vp, 181 - 182.
[411] OYL 20:3 §.
[412] OYL 29:13 § ja HE 109/2005, 186. Näin tapahtui myös EOYL:n 13 luvun mukaisesti.

si näyttää myös tulevan, miten *omaa pääomaa* tulisi laskea. Aikaisemmin laadittavan *selvitystilataseen* oman pääoman laskelmassa saatiin varat arvioida käypään hintaan.[414] Nyt vastaava laskentatapa edellyttänee IFRS -standardien käyttämistä kuten myös yhtiön normaalitilanteen tilinpäätöksissä.[415] Tässä osassa käsitellään seuraavaksi ensin lyhyesti *selvitystila-asiaa* ja sen jälkeen tilanteita, jossa *oma pääoma* on taseen mukaan *negatiivinen* tai *alle puolet osakepääomasta* sekä *tilintarkastajan vastuuta* yhtiön laadittavasta tilinpäätöksestä.

4.3.2 Selvitystila

Tilintarkastaja oli edellisen osakeyhtiölain mukaan velvollinen tarkastamaan oman pääoman ”todellisen arvon” pakkoselvitystilataseen mukaan.[416] Yhtiön selvitystilasta on nyt säädetty OYL 20 luvussa. Osakeyhtiölaissa ei siis enää jaeta selvitystilapäätöksiä pakkoselvitystilaan ja vapaehtoiseen selvitystilaan, joka oli edeltävässä laissa (EOYL 13luku).[417] OYL 20 luvun 1 §:n 1 momentissa todetaan, että yhtiön purkaminen tapahtuu noudattaen selvitysmenettelystä annettuja säännöksiä. Selvitysmenettely koskee nyt vain tapauksia, jossa yhtiön varat ovat suuremmat kuin sen velat.[418] Yhtiökokous päättää OYL 20:3 §:n mukaan edelleen yhtiön asettamisesta selvitystilaan, paitsi saman lain 20:4 §:n tapauksissa, jolloin se tapahtuu rekisteriviranomaisen toimesta.[419] Tilintarkastaja on selvitystilan eri vaiheessa mukana lakisääteisenä tilintarkastajana, eikä pakkoselvitystilaa näin ollen enää ole eikä samalla tavalla kuin aikaisemmin tapahdu yhtiön oman pääoman arvon arviointia.

Selvitystilaksi nimitetään sitä tilaa, jossa osakeyhtiö on normaalin toimintansa ja mahdollisen purkamisensa välisenä aikana. Kun yhtiö lakkaa olemasta selvitystilamenettelyn seurauksena, on kyse toiminnasta, josta seuraa yhtiön *purkaminen.* Vapaaehtoiseksi selvitystilaksi kutsuttiin aikaisemmin tilannetta, jossa yhtiökokous

---

[413] Katso myös HE 109/2005, 189. Hallituksen lakiesityksen (HE 103/2007 vp, 57) mukaan yhtiökokouskäsittely koskisi OYL 20:23 §:n muutoksen jälkeen vain julkisia osakeyhtiöitä.
[414] EOYL 13:2 §. Katso kuitenkin HE 103/2007 koskien osakeyhtiölain 20:23 §:n muutosta.
[415] KPL 7a -luku, HE 126/2004, 7 - 8 ja 26 - 27 sekä Jänkälä & Kaisanlahti 2005, 105 - 107. Hallituksen esityksessä (HE 103/2007 vp, 57 - 59) esitetään muutoksia OYL 20:23 §:ään, joka merkinnee käytännössä, että EOYL 13:2 §:n laskentakäytäntö voisi uudelleen tulla käyttöön. Eduskunta ei tätä kirjoitettaessa ole vielä hyväksynyt lakimuutoksen.
[416] Nuolimaa 2005, 63 - 65.
[417] Pakkoselvitystilavelvollisuuden katsottiin poikkeavan insolvenssioikeuden yleislinjasta, joka korostaa taseaseman sijasta maksukyvyttömyyden arviointia (HE 109/2005 vp, 29).
[418] HE 109/2005 vp, 184 ja Mähönen & Villa 2006 c, 405 - 406.
[419] HE 109/2005vp, 182.

päätti osakeyhtiön asettamista selvitystilaan, ilman EOYL 13:2 §:n tai yhtiöjärjestyksen velvoitetta.[420]

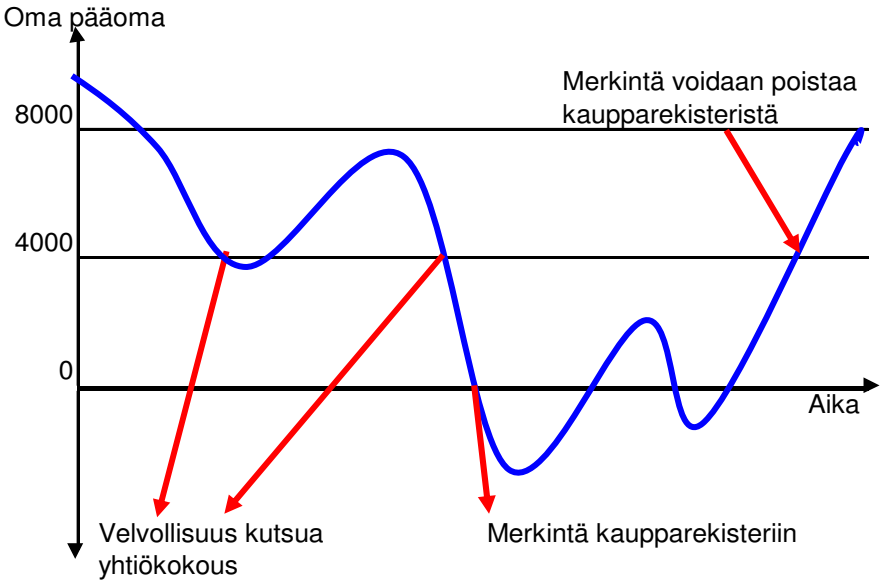
Ruotsin niin edellisen osakeyhtiölain,[421] kuin nyt voimassa olevan lain mukaan,[422] on vielä samantapainen määräys kuin mitä Suomen vastaavassa pykälässä oli edellisessä osakeyhtiölaissa. Jos oma pääoma on alle puolet rekisteröidystä osakepääomasta, on hallitus velvollinen kutsumaan koolle yhtiökokous käsittelemään selvitystila-asiaa (pakkoselvitystila)[423] Ruotsin uudessa osakeyhtiölaissa[424] ”styrelsen skall genast upprätta och låta bolagets revisor granska en *kontrollbalansräkning*.” Tämä selvitystilatase tulee laatia voimassa olevan kirjanpitolain mukaan.[425] Tilintarkastajan tarkastuksesta on FAR:in suositus ”Granskning av kontrollbalansräkning.”[426] Taseen omaisuuserät saadaan uudelleen arvostaa korkeampaan arvoon ja velat alempaan arvoon, jos se on arvostusperiaatteiden ja hyvän kirjanpitotavan mukaista.[427]

4.3.3 Liputusvelvollisuus

Voi syntyä tilanteita, joissa tilintarkastajan on otettava kantaa yhtiön oman pääoman riittävyyteen osakeyhtiölain säännösten mukaan. Kun oma pääoma on negatiivinen, on siitä tehtävä ilmoitus kaupparekisteriin. Tätä voidaan sanoa *liputusvelvollisuudeksi*.[428] Kuvan 11 mukaisesti rekisterimerkintä voidaan poistaa ilmoituk-

[420] Kyläkallio & Iirola & Kylläkallio 2002, 922–923 ja Schultén 2004, 374. Ruotsin ”frivillig likvidation” katso esimerkiksi Rodhe 2000, 278.
[421] ABL 1975:1385.
[422] ABL 2005:551, 25:10 - 17 §.
[423] Rodhe 2000, 278.
[424] ABL 25:13 §.
[425] ÅRL 1995: 1554 25:14 §.
[426] FAR 2002, 1191 - 1194.
[427] Tilintarkastajan tarkastama selvitystilatase laaditaan ”till verkligt värde”, joka merkitsee muun muassa, että omaisuuserät saadaan ottaa nettomyyntihintaan (nettoförsäljningsvärdet).
[428] OYL 20:23,2 ja KPMG 2006, 92.

sella, kun oma pääoma on rekisteri-ilmoitukseen liitetyn *tilintarkastajan*



Kuva 11. Osakeyhtiölain oman pääoman vaatimia toimenpiteitä [429]

tarkastaman taseen mukaan yli puolet osakepääomasta. Mahdollinen pääomalaina saadaan ottaa mukaan oman pääoman laskelmaan.[430] Kuvassa 11 on pyritty kertomaan osakeyhtiölain mukaiset yhtiön johdon velvoitteet, jos oman pääoman määrä laskee alle sallittujen rajojen ja milloin on mahdollista todeta asian olevan taas kunnossa. Nuolten osoittamat ajankohdat voisivat myös osoittaa, milloin tilintarkastajan olisi syytä tehdä tarkastuskäyntejä yritykseen.

4.3.4 Yhtiön varojen vähentyminen

Osakeyhtiön hallituksella on siis uuden osakeyhtiölain mukaan edelleen omaaloitteisesti velvollisuus koko ajan seurata yhtiön oman pääoman määrää. Laadittavaa tilinpäätöstä oman pääoman määrän ollessa alle puolet osakepääomasta ei kuitenkaan tarvitsisi tilintarkastaa.[431] Jos oma pääoma on negatiivinen, siitä on tehtävä

[429] Soini 2006, 8. Hallituksen osakeyhtiölain muutosesityksen (HE 103/2007, 57 - 59) mukaan yhtiökokouskäsittelyvaatimus koskisi vain julkisia osakeyhtiöitä tilanteessa, kun oma pääoma on alle puolet osakepääomasta. Ne osakeyhtiöt, joiden ei lainkaan tarvitse valita tilintarkastajaa, tulisi tilintarkastajan sijaan muulla tavalla todistaa omasta pääomasta. Koska mitään lisäohjetta ei tässä vaiheessa ole annettu, todistuksen asiasta antanee yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja.
[430] Mähönen & Villa 2006c, 423.
[431] OYL 20:23 § ja HE 109/2005 vp, 189. Hallituksen osakeyhtiölain muutosesityksessä (HE 103/2007 vp, 57) todetaan, että velvollisuus yhtiökokouksen toimittamiseen rajattaisiin vain julkisiin osakeyhtiöihin. Yksityisissä yhtiöissä vastaava velvollisuus voisi perustua sisäiseen päätökseen taikka poikkeustapauksissa 1:8 §:ssä säädettyyn yleiseen huolellisuusvelvollisuuteen.

ilmoitus kaupparekisteriin, joka voidaan sieltä poistaa, kun tilintarkastajan tarkastama *tase* sen osoittaa.[432]

Edellisessä osakeyhtiölaissa todettiin sama asia, mutta kuitenkin eri tavalla. Jos hallitus havaitsi tai sillä oli muuten syytä olettaa, esimerkiksi sisäisen raportoinnin perusteella, että yhtiön oma pääoma oli alle puolet kaupparekisterissä ilmoitetusta osakepääomasta (kurssivointi tässä), ”hallituksen on viipymättä *laadittava tase yhtiön taloudellisen tilan selvittämiseksi*.”(EOYL 13:2 §) Jos yhtiön oma pääoma taseen mukaan oli alle puolet osakepääomasta, hallituksen oli annettava tämä *tase (selvitystilatase)* tilintarkastajan tarkastettavaksi ja kutsuttava yhtiökokous koolle käsittelemään asiaa.[433]

Erona aikaisempaan on siinä, että nyt on laadittava *koko tilinpäätös*, vaikka keskellä tilikautta. Koska osakeyhtiölaki velvoittaa, että tilinpäätös on laadittava siten kuin kirjanpitolaki sitä edellyttää, ei pelkästään sellainen tase riitä, josta ilmenisi oman pääoman määrä. Tilintarkastajan ei kuitenkaan tässä vaiheessa tarvitsisi tarkastaa mitään. On merkille pantavaa, ettei lain mukaan yhtiön oman tilintarkastajan oleteta olevan välttämättä mukana millään tavalla. Jos yhtiökokous sittemmin päättää yhtiön asettamista selvitystilaan, on selvitysmiesten *tarvittaessa laadittava tilinpäätös,* siltä selvitystilaa edeltäneeltä ajalta, jolta tilinpäätöstä ei vielä ole esitetty yhtiökokouksessa. Jos tilinpäätös nyt tehdään selvitystilaa edeltäneeltä ajalta, on se myös tarkastettava. (OYL 20:11§)[434]Jos yhtiön oman pääoma arvioidaan olevan alle puolet osakepääomasta, osakeyhtiölaissa ei siis enää puhuta vain taseesta, vaan nyt on laadittava *tilinpäätös ja toimintakertomus.*[435] Koska tilintarkastus on lain mukaan mahdollinen, tilintarkastajan on syytä varautua tähän.

Selvitystilataseessa EOYL 13:3 §:n mukaan omaisuuserät tuli arvostaa *todennäköiseen luovutushintaan*, erilliskulut vähennettynä ja käyttöomaisuudesta, jonka arvo jatkuvasti vähenee, oli tehtävä tarpeelliset poistot. Omaisuudesta vähennettiin velat.

---

[432] HE 109/2005 vp, 190. Hallituksen osakeyhtiölain muutosesityksessä ei tosin puhuta vain taseesta vaan ”tilintarkastetusta tilinpäätöksestä”, joka on huomattavasti enemmän kuin pelkästään tase. OYL 20:23 §:n mukaan kyseessä on ”tilintarkastajien tarkastaman taseen mukaan” oma pääoma on yli puolet osakepääomasta. Pääomalainalla on HE:n esityksen (s. 190) mukaan tässä tilanteessa pitkälti samanlainen merkitys kuin edellisessä osakeyhtiölain tarkoittamassa pakkoselvitystilassa.

[433] *Ruotsin* osakeyhtiölaissa (1975:1385) 13:2 §:n todetaan hieman samalla tavalla pakkoselvitystilasta, jolloin on laadittava *selvitystilatase* (kontrollbalansräkning), joka osoittaa oman pääoman määrän (Rodhe 2000, 279).

[434] Katso myös HE 109/2005, 185 - 186 ja HE 103/2007 vp, 57 - 59 koskien nykyisen osakeyhtiölain muutosta asiassa.

[435] OYL 20:23 §. KPL 3:1§:n mukaan tilikaudelta on laadittava tilinpäätös, eli vain tilikausittain on siten laadittava tilinpäätös. Koska osakeyhtiölaki on kirjanpitolakiin nähden erityislaki, sen määräykset menevät edelle. Näin ollen on laadittava täydellinen tilinpäätös.

Kyseessä oli siten *substanssiarvoon* perustuva teoreettinen laskelma, jonka laatimisessa yhtiön johdon tuli käyttää apunaan eritysasiantuntijoita tarpeen mukaan, esimerkiksi kiinteistövälittäjää ja kauppakamarin hyväksyttyä tavarantarkastajaa. Selvitystilataseen laatimisesta vastasi yhtiön hallitus, kuten myös tavanomaisesta tilinpäätöksen laatimisesta. [436]

OYL 8 luvun 3 §:n mukaan tilinpäätös ja toimintakertomus on laadittava kirjanpitolain ja tämän luvun säännösten mukaisesti. Kirjanpitolain mukaan etupäässä pörssiyhtiöiden tulee laatia konsernitilinpäätöksensä IFRS-standardeja noudattaen. Joitakin poikkeuksia lukuun ottamatta, yritysten erillistilinpäätökset ja muiden kuin pörssissä noteerattujen kirjanpitovelvollisten konsernitilinpäätökset IFRS-standardien mukaan ovat vapaaehtoisia.[437] Ainoana edellytyksenä on, että yhtiöllä on KHT tai HTM tilintarkastaja (KPL 7a:3 §). Kun pörssiyhtiö laatii konsernitilinpäätöksensä, on IFRS-standardeja vietävä käytännössä emo- ja tytäryhtiöiden erillistilinpäätöksien tasolle, jotta konsernitilinpäätöstä ylipäätänsä voidaan laatia konsernissa standardien mukaan. Osakeyhtiölain säännös oman pääoman määrästä koskee erillistilinpäätöksiä, joita ei välttämättä tarvitse julkistaa IFRS-standardien mukaisina. IFRS-standardien käyttöpakko koskee pääsäännön mukaan vain konsernitilinpäätöksiä. Oman pääoman määrän arvioimiseen pörssiyhtiöissä voitaneen kuitenkin käyttää IFRS -standardien oikaisemia tietoja, koska ne ovat virallisenkin konsernitilinpäätöksen perustana.

Miten tulisi menetellä muissa osakeyhtiöissä, joissa ei tarvitse laatia tilinpäätöstä IFRS -standardien mukaan? Miten tulisi tilinpäätöksen taseen varat arvostaa ja ainakin se tase, jonka tilintarkastaja tarkastaa negatiivisen oman pääoman kasvaessa yli puolet osakepääomasta? Näihin kysymyksiin ei riitä vastaukseksi, että tässä tilanteessa laaditaan tilinpäätökset kirjanpitolain mukaan. Kaikilla yrityksillä on oikeus laatia tilinpäätöksensä IFRS -standardien mukaan, mutta kaikilla eivät resurssit riitä laatimiseen.[438] Hallituksen esityksessä korostetaan, että lain mukainen *selvitysmenettely* on tarkoitettu nyt vain tilanteisiin, joissa *yhtiön varat ylittävät sen velat* myös *realisaatioarvoilla* laskettuna. Selvitysmenettelyn (OYL 20:7 §) tarkoituksena on yhtiön varallisuusaseman selvittäminen, tarpeellisen omaisuusmäärän

[436] Hallituksen esityksen 12.10.2007 mukaan (HE 103/2007 vp, 57 - 59) muutetaan 20:23 §:n sisältöä siten, että se vastaa EOYL 13:3 §:n sisältöä. Lainmuutos on tarkoitus astua voimaan 15.12.2007. Katso myös Keski-Pukkila 2007, 18 -19.
[437] HE 126/2004 vp 1.
[438] Osakeyhtiölakia on Hallituksen lakiesityksen (HE 103/2007 vp, 57 - 59) mukaan tarkoitus muuttaa varojen arvostus siten, että se tapahtuisi siten kuin EOYL:n 13:3 § mukaan tehtiin. Tätä kirjoitettaessa ei Eduskunta ole vielä hyväksynyt lainmuutosta.

muuttaminen rahaksi, velkojen maksaminen sekä ylijäämän suorittaminen osakkeenomistajille tai joillekin muulle taholle, jos niin on päätetty. Yhtiön toiminta on siis tarkoitus lopettaa. Jos liiketoimintaa on syytä jatkaa parhaan *likvidointituloksen* saamiseksi, on tämä mahdollista. Yhtiökokous voi myös päättää selvitystilan lopettamisesta ja esimerkiksi sulautumisesta toiseen yhtiöön. Jos tässä tilanteessa velat ylittävät yhtiön varat, yhtiö on asetettava konkurssiin.[439] Yhtiön likvidoinnin toteutusajatus ei sovellu going concern -periaatteeseen. Tilintarkastaja on koko selvitysmenettelyn ajan mukana tarkastamassa yhtiötä, joten vastuuasiat liittyvät normaaliin tilintarkastukseen, jossa otetaan huomioon selvitystila-asiat.

Kun OYL 20 luvun 23 §:n mukaan taasen yhtiön *taseen mukainen oma pääoma* on alle puolet osakepääomasta ja jopa silloin kun se on *negatiivinen*, ei muuta vielä tarvitse seurata kuin se, että negatiivisesta omasta pääomasta on ilmoitettava rekisteriviranomaisille. Hallituksen esityksessä viitataan EOYL 13:2 §:n pakkoselvitystilasäädöksiin, ja että säännösten vastainen menettely ratkaistaan ”tämän lain vahingonkorvausta koskevien periaatteiden mukaan.”[440] Yhtiön rekisteri-ilmoituksen tarkoituksena on *julkistaa* erityisesti yhtiön velkojille ja muille sidosryhmille *yhtiön taloudellinen tilanne* ja siten saada tälle asialle painoarvoa.[441] Voidaan siis edelleen olettaa, että mikäli yhtiö kykenee hoitamaan sitoumuksensa, noudatetaan *toiminnan jatkuvuuden periaatetta* (going concern).

4.3.5 Tilintarkastajan vastuu laadittavasta tilinpäätöksestä

Tilintarkastajaa ja hallituksen jäsentä koskevat samat vastuun periaatteet.[442] Tilintarkastuslain [443] mukaan tilintarkastaja on velvollinen korvaamaan vahingon, jonka hän on toimiessaan aiheuttanut *tahallisesti tai huolimattomuudesta* [444] yhtiölle. Ti-

[439] HE 109/2005 vp, 184.
[440] HE 109/2005 vp, 189.
[441] HE 109/2005 vp, 190.
[442] Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio 2002, 834 - 841. Katso myös tilintarkastajan vastuun pohdintaa edellä apporttiomaisuuden kohdassa 4.2.5.
[443] UTTL 51 § 1. momentti ja TTL 44 § 1 momentti ovat samansisältöisiä.
[444] OYL 22:1 §:n 1 momentin mukaan säännös koskee muun muassa hallituksen jäsenen vahingonkorvausvelvollisuutta yhtiötä kohtaan, joka on tapahtunut 1:8 §:n huolellisuusvelvoitteen vastaisesti, joko tahallaan tai *huolimattomuudesta.* EOYL 15:1 §:n hallituksen jäsenen osalta puhuttiin *tuottamuksesta*. *Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio* (2002, 834) mukaan oli katsottava, että sananmuoto merkitsivät samaa. Johdon vahingonkorvausvelvollisuus 22:1 §:n mukaan vastaa pääosin EOYL 15:1 §:n säännöstä.

lintarkastaja on käytännössä suhteellisen harvoin yksinään vastuussa. Tavallisesti tilintarkastajan vastuun edellytysten täyttyessä voidaan osoittaa joku tai joitakin muita yhtiön piirissä toimivia, jotka myös ovat vastuussa saman vahingon korvaamisesta. Tämä koskee ennen kaikkea hallituksen jäseniä ja toimitusjohtajaa. Tilintarkastajan vastuu syntyy yleensä sen vuoksi, että ei hän ole olosuhteet huomioon ottaen suorittanut tarkastustehtäväänsä hyvän tilintarkastustavan mukaisesti tai muuten velvollisuutensa täyttäen. Vaikka hän olisikin menetellyt oikein, hän on laiminlyönyt saattaa tekemänsä havainnot yhtiön johdon ja/tai yhtiökokouksen tietoon.

Vastuu voi normaalin tilintarkastuksen yhteydessä käytännössä seurata ennen kaikkea siitä, että tilintarkastaja laiminlyö kiinnittää huomiota sellaiseen seikkaan, jonka olisi pitänyt käydä ilmi hyvän tilintarkastustavan mukaisessa laajuudessa tapahtuneen tarkastuksen yhteydessä ja josta olisi pitänyt raportoida.[445] Tuntuisi aika oudolta, jos yhtiön tilintarkastaja vasta tilintarkastuskertomuksessa tilikauden päättymisen jälkeen raportoisi virheellisestä tilikauden aikaisesta hallituksen tilinpäätösraportista. Tätä tilintarkastamatonta raporttia, joka olisi laadittu sen tähden, että oma pääoma oli alle puolet osakepääomasta, olisi jo silloin käsitelty yhtiökokouksessa.[446]

Periaatteessa olisi ajateltavissa vastuun kannalta olevan edullista, jos tilintarkastaja raportoi vähäisetkin epäilykset välttääkseen vastuuta. Se voisi kuitenkin haitata yhtiön toimintaa, koska se saattaisi tuoda julkisuuteen seikkoja, jotka yhtiön osakkaiden ja velkojienkin kannalta katsottuna olisi parempi salata. Suomessa voimassa olevassa oikeudessa tilintarkastaja voi joutua vastuuseen *tietojen liiallisesta raportoinnista* tai *perusteettomasta ylivarovaisuudesta*.[447]

Osakeyhtiölaista ja HE:n perusteluista ei ilmene, miten tilintarkastajan tulisi toimia. Johdonmukaista olisi, että yhtiön tilintarkastaja aina tarkastaisi kaikki laaditut tilinpäätösraportit, myös silloin kuin oma pääoma näyttää jääneen alle puoleen osake

[445] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007b, 553 ja 407 - 408. Uuden tilintarkastuslain (TTL 459/2007) mukaan ei lain tarkoittamissa pienissä osakeyhtiöissä tarvitsisi olla enää lainkaan tilintarkastajaa. Tällaisissa yhtiöissä varojenkin jakaminen olisi mahdollista ilman tilintarkastettua tilinpäätöstä.
[446] Hallituksen OYL:n muutosehdotuksessa (HE 103/2007 vp, 57 - 59) ehdotetaan, että vain julkisen yhtiön yhtiökokous käsittelisi asiaa.
[447] Savela 2006,154.

pääomasta. On vaikeata ymmärtää muuta. Hyvän tilintarkastustavan mukainen toiminta velvoittaa tilintarkastajaa toimimaan näin. Yhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan luulisi oman etunsakin vuoksi vaativan tätä. Tilintarkastajan ohjenuorana on noudattaa *hyvää tilintarkastustapaa.*[448]

Kaisanlahti & Timonen[449] kirjoittavat yleisesti tilintarkastajan vastuusta seuraavaa:

> Vahingonkorvausvastuun syntymisen yleisenä edellytyksenä on, että on aiheuttanut korvauskelpoinen vahinko, joka on ollut ennalta-arvattavassa syy-yhteydessä vahingonaiheuttajan toimintaan, ja että on olemassa jokin oikeusperuste, jonka vuoksi vahinko kuuluu jonkun toisen kuin vahingonkärsijän vastattavaksi. Tällainen oikeusperuste on pääsääntöisesti tuottamus- tai ankaran vastuun synnyttävä tosiseikasto.

Vahingonkorvausoikeudessa erotetaan tavanomaisesti sopimusperusteinen vastuu *sopimuksenulkoisesta* eli *deliktivastuusta.*[450] Deliktivastuuta sääntelee yleislakina vahingonkorvauslaki (VahL 412/1974). Vahingonkorvauslaki yleislakina kattaa koko vahingonkorvausalan, mutta erityislakina tilintarkastuslain mahdollinen erityissäännös syrjäyttää vahingonkorvauslain yleissäännöksen. Erityssäännöksiä sovellettaessa on kuitenkin otettava huomioon vahingonkorvauslaista ilmenevät yleiset korvausoikeudelliset periaatteet. Eri korvaussäännöstöt ovat näin rinnakkaisia järjestelmiä eivätkä välttämättä sulje pois toisiansa.[451]

Yleisesti ottaen voidaan erottaa toisistaan *moraalinen vastuu, tulosvastuu, rikosvastuu, korvausvastuu ja kurinpidollinen vastuu.* Tässä yhteydessä on syytä käsitellä vain korvausvastuuta.[452] UTTL 51 §:n 1 momentin mukaan tilintarkastajan korvausvastuu on rajoitettu varsinaiseen lakisääteiseen tilintarkastukseen.[453] Vastuun syntyminen edellyttää, että ensinnäkin on syntynyt konkreettinen vahinko. Toiseksi

---

[448] Kaisanlahti & Timonen (2006, 130) kirjoittavat, että kysymystä hyvän tilintarkastustavan noudattamisesta pitää arvioida objektiivisesti ja sillä tarkoitetaan velvollisuutta toimia tilintarkastustehtävissä huolellisen ammattihenkilön yleisesti noudattaman tilintarkastuskäytännön mukaisesti. Dokumentointivelvollisuus puuttuu tilintarkastuslaista, mutta sisältyy Keskuskauppakamarin vahvistamiin tilintarkastajasääntöihin että tilintarkastusta koskeviin standardeihin.

[449] Kaisanlahti & Timonen (2006,15). Kirjoittajat ovat Kauppa- ja teollisuusministeriön toimeksiantona laatineet selvityksen tilintarkastajan vahingonkorvausvastuun kehitystarpeista. Raportti annettiin 15.11.2006. He käsittelevät (s.15 - 20) tilintarkastajan vastuuta, jossa he selvittävät ensin vastuumuotoja (sopimusvastuu ja deliktivastuu) ja vastuuperusteita (tuottamusvastuu ja ankara vastuu) ja edelleen (s. 21 -52) tilintarkastajan asemaa ja tehtäviä korvausvastuun rajaajana. Kirjoittajat käsittelevät yksityiskohtaisemmin (s. 53 - 126) tilintarkastajan vahingonkorvausvastuuta voimassa olevassa oikeudessa ja lopuksi (s. 127 - 138) ehdotuksia, miten säännöksiä tilintarkastajan korvausvastuusta tulisi uudistaa, muun muassa kansainvälisten tilintarkastusstandardien tarkempi käyttö.

[450] Kaisanlahti & Timonen 2006, 15 - 16.

[451] Horsmanheimo & Steiner (2002, 376) kirjoittavat, että jos kysymys on tilintarkastajan aiheuttamasta vahingosta, johon ei voida soveltaa TTL 44 §:ää. Tämä sen vuoksi, ettei kysymys ole TTL:n 1 §:n 1 momentissa tarkoitetun tehtävän hoitamisesta, vaan jostain muusta tehtävästä. Tällöin on yleensä sovellettava vahingonkorvauslakia, ellei muuta korvausperustetta ole.

[452] Horsmanheimo & Steiner 2002, 373 - 416. Kirjoittajat toteavat, että tilintarkastajan vastuu voi realisoitua vain, jos hänen toiminnassaan on jokin virhe, puute tai laiminlyönti. Lisäksi vastuun realisoituminen edellyttää jonkinasteista moitittavuutta. Vain sopimusvastuun ja niin sanotun ankaran vastuun alueella vastuu realisoituu ilman vahingonaiheuttajan toimintaan liittyvää moitittavuutta. Moitittavuus vahingonkorvausvastuun alueella on tuottamusvastuuta.

[453] Edellisen lain (TTL 936/1994) 44 § oli samansisältöinen.

korvausvelvollisuus syntyy ainoastaan vahingosta, kun hän on toiminut yhteisön tilintarkastajana, eli hänet on valittu yhteisön tilintarkastajaksi. Vahingon täytyy siis olla tässä tapauksessa osa varsinaista tilintarkastusta. Vastuun kannalta on edelleen olennaista, että tilintarkastaja raportoi havainnoistaan ja päätelmistään.[454]

Tilintarkastajan *muusta vastuusta* kuin TTL 44 § 1 momentin[455] mukaan perustuvat *sopimukseen*.[456] Sopimus voi olla kirjallinen tai suullinen. Sopimus voi myös olla niin sanottu hiljainen sopimus, joka syntyy kahden tai useamman sopijapuolen seurauksena ilman nimenomaisia sopimusneuvotteluja. Tilintarkastajan vastuusta neuvonantajana liittyvänä sopimuksena on ratkaistu KKO 1999:80 päätöksessä.[457] Tilintarkastajan on neuvonannossa velvollinen valvomaan toimeksiantajan etuja myös tavalla, joka merkitsee tehtävän perusteiden täsmentämistä. Korvausvastuu syntyi tässä KKO:n oikeusjutussa, kun tilintarkastustoimisto ei kyennyt täyttämään näyttövelvollisuutta siitä, että neuvon virheellisyys ei johtunut tilintarkastustoimiston tuottamuksesta.

Kun tarkastellaan yritysjohdon jäsenen ja tilintarkastajan keskinäistä vastuuta on todettava, että hallituksen ja tilintarkastajan kesken vastuuta jaettaessa tilanne on usein se, että hallitus on varsinainen tekijä ja tilintarkastaja on laiminlyönyt vain valvontavastuunsa.[458] Hallituksen vastuu on yleensä ensisijainen suhteessa tilintarkastajan vastuuseen. Usein tilintarkastajilla on kuitenkin kirjapitoalan ammattiihmisinä parempi kyky löytää kirjanpidon virheellisyyksiä kuin hallituksen jäsenillä. Tällöin tilanne voi muodostua sellaiseksi, että tilintarkastajan vastuu on suurempi kuin hallituksen jäsenten. Tilintarkastajan tuottamus arvioidaan objektiivisella mittapuulla.[459] Tilintarkastajalta vaaditaan sitä huolellisuutta ja osaamista, mitä kohtuudella voidaan vaatia.

Koska tilintarkastajaan saatetaan soveltaa jopa ankarampaa vastuuta kuin hallituksen jäseneen ja toimitusjohtajaan,[460] johtaa edellä esitetyt tulkinnat siihen, että tilintarkastajan on

---

[454] Katso Horsmanheimo & Steiner 2002, 379. Katso myös kirjoittajien analysoimia KKO:n päätöksiä (s.379 - 389).
[455] UTTL 51 §. Katso myös Horsmanheimo & Kaisanlahti & Steiner 2007, 27 - 36 ja 328 - 471.
[456] Horsmanheimo & Steiner 2002, 393.
[457] Katso Horsmanheimo & Steiner 2002, 392 - 394. Kirjoittajat ovat analysoineet KKO:n päätöstä ja todenneet muun muassa, ettei neuvonantopalveluksissa riitä, että vastaa ainoastaan esitettyihin kysymyksiin. Tilintarkastustoimiston tulisi kiinnittää huomiota myös muihin asiankuuluviin tietoihin.
[458] Savela 1999,206. Katso vielä teoksessa viitattuun oikeustapaukseen KKO 1992:98.
[459] Savela 1999, 114.
[460] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007a, 407 korostavat, että erityisesti suuret kansainvälisiin ketjuihin liittyneet tilintarkastustoimistot, niin sanotut ”big four” -toimistot (ovat myös Suomessa PriceWahterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young ja Deloitte Touche Tomatsu), ovat suuren vastuunkantokykynsä takia suosittuja vahingonkorvausvaatimusten kohtei-

ainakin niissä yhtiöissä, joihin hänet on valittu lakisääteiseksi tilintarkastajaksi, tarkastettava hyvän tilintarkastustavan edellyttämässä laajuudessa kaikki *olennaiset asiat*. Näihin olennaisin asioihin kuuluvat varmasti kaikki oman pääoman vajauksesta johtuvat hallituksen toimenpiteet ja tilinpäätösraportit. Olennaiset havainnot puutteista ja virheistä perusteluineen on dokumentoitava ja raportoitava sekä tilikauden aikana että tarvittaessa tilintarkastuskertomuksessa muistutuksena.

4.3.6 Tasetesti

Tasetesti liittyy osakeyhtiön varojen jakamiseen sen osakkeenomistajille.[461] OYL 13:3 §:n mukaan jakaminen tapahtuu viimeisen vahvistetun tilinpäätöksen perusteella. Tällöin on selvitettävä, onko jakokelpoisia varoja ja voidaanko jako suorittaa tämän perusteella.[462] Tilikauden päättymisen jälkeen tapahtunut vapaan oman pääoman väheneminen tulee ottaa huomioon.[463] Oman pääoman vähäisyyden uhatessa saattaa olla syytä, että sekä hallitus että tilintarkastaja tarkistavat asian. Tämä asia voidaan katsoa kuuluvan johdon tavanomaisiin huolellisuusvelvollisuuksiin.

Yhtiön huolellisuusvelvollisuudesta on säädetty OYL:n 1:8 §:ssä, jonka mukaan yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Huolellisuusvelvollisuus tarkoittaa,[464] että johdon jäsenen on toimittava siten kuin huolellinen henkilö toimisi vastaavissa olosuhteissa. Liiketoiminnan päätöksiä on usein tehtävä epävarmuuden vallitessa. Riskin ottaminen kuuluu yritystoimintaan. Riittävänä huolellisuutena[465] voidaan yleensä pitää sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto. Sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat.[466]

---

ta. Jos hallituksen jäsenten ja tilintarkastajan vastuuta ratkaistaisiin oikeuden päätöksissä myös Suomessa sen mukaan, miten on annettu ymmärtää tapahtuvan USA:ssa, joka perustuu siihen millainen maksukyky jollain on, ollaan pahasti menossa väärään suuntaan. Katso myös Horsmanheimo & Steiner (2002, 375) USA:n rangaistusluontoisesta vahingonkorvausjärjestelmästä. Savela (1999, 155) kirjoittaa myös tästä ankarasta vastuusta, mutta hän toteaa, ettei se ainakaan vastaa Suomessa voimassa olevaa oikeutta.

[461] Mähönen & Villa (2006b, 34 - 37) toteavat, että testi on kaksiosainen: ensin on OYL 13:5 §:n *tasetestin* mukaan tarkistettava, onko yleensä jaettavaa ja sen jälkeen mahdollisesti vähennettävä OYL 13:2 §:n *maksukykyisyystestin* perusteella. Katso myös HE 109/2005 vp, 125. On syytä korostaa, että varojenjakosäännöt koskevat kaikkea varojenjakoa osakkeenomistajille. Velkoja voi maksaa, joten maksukyky ei koske esimerkiksi pääomalainan takaisinmaksua (Mähönen & Villa 2006b, 35). Esimerkiksi omien osakkeiden hankkimisesta ja lunastamisesta Mähönen & Villa 2006b, 141.

[462] Tasetesti OYL 13:5 §. Katso myös esimerkiksi Mähönen & Villa 2006c, 72.

[463] HE 109/2005 vp, 126.

[464] HE 109/2005 vp 40 - 41. Kaarenoja & Suontausta 2007, 254 - 255. Katso myös Mähönen & Villa 2006b, 4, 33, 211, 290, 300 - 3003, 305, 325, 328,349, ja 356.

[465] HE 109/2005 vp, 41.

[466] Katso myös Mähönen & Villa 2006a, 112 - 114.

Tasetesti olisi syytä tehdä sellaisessa tilanteessa, kun laaditun tilinpäätöksen mukaan hallitus esittää voitonjakoa, jossa kuitenkin esimerkiksi tilikauden päättymisen jälkeen on tapahtunut asioita, jotka vähentävät olennaisesti omaa pääomaa ja voitonjaossa olevia varoja. Jos jakokelpoista omaa pääoma ei ole, yhtiö ei voi jakaa osakkeenomistajilleen varoja ilman velkojien suostumusta. Vaikka yhtiöllä olisi taseen mukaan vapaata omaa pääomaa osingonjakoon, on hallituksen seurattava tilannetta, jos on tapahtunut tai tapahtumassa asioita, jotka saattavat vaarantaa yhtiön maksukykyä.

Luopuminen edellisen osakeyhtiölain vaatimasta pakkoselvitystilan menettelystä (EOYL 13:2 §) merkitsee sitä, että osakeyhtiö voi jatkaa toimintaansa, vaikka sen oma pääoma olisi jopa negatiivinen. Olennaista on, että velkojien tietoon saatetaan tilanne oman pääoman negatiivisyydestä ja että yhtiö kykenee hoitamaan normaalin toiminnan mukaisesti velvoitteensa. Velkojien suojasta on säädetty OYL 14:2 §:ssä. OYL 8:6 §:n lähipiirilainojen myöntämisen yhteydessä on myös tarkistettava yhtiön maksukykyisyyttä, ettei se vaarannu toimenpiteen johdosta.[467] Samanlainen maksukykyisyyden valvonta tapahtuu esimerkiksi pääomalainan takaisinmaksun yhteydessä.[468]

Yhtiön hallituksen on syytä laatia tasetesti ja tilintarkastajan sen tarkastaa, jos varoja on tarkoitus jakaa tilanteessa, jossa esiintyy epävarmuutta oman pääoman riittävyydestä (taulukko 12):[469]

+ Taseen osoittama vapaa oma pääoma
- Tilinpäätöksen laatimisen jälkeinen vapaan oman pääoman vähennys
- Sidotun oman pääoman erien (arvostusrahastot) negatiivisuus
- Ennen 31.12.2004 aktivoidut perustamis- ja tutkimusmenot
- Yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävä määrä
= Tasetestin mukaan jakokelpoinen määrä

Taulukko 12. Tasetesti [470]

Taulukossa 12 esitetty tasetesti perustuu tilintarkastettuun ja yhtiökokouksen vahvistettuun tai vahvistettavaksi esitettävään tilinpäätöksen mukaiseen taseen osoittaman jakokelpoisen vapaan oman pääoman määrään. Tiedossa olevat tilinpää-

[467] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007b, 20 - 22.
[468] OYL 12:1 §, Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007b, 594.
[469] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007a, 445 ja Mähönen & Villa 2006b, 34 - 37.
[470] KPMG 2006, 56 - 57 ja Mähönen & Villa 2006b, 310 ja 323 - 335. Ruotsin ÅRL (1995:1554) 15:14 §:n mukaan jaetaan oma pääoma niin ikään sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan. Sidottua omaa pääomaa on ”aktiekapital, överkursfond, uppskrivningsfond och reservfond.” Loput ovat vapaata omaa pääomaa.

tösajankohdan jälkeen tapahtuneet vapaan oman pääoman vähennykset vaikuttavat laskelmassa. Tasetestissä vapaan oman pääoman määrän väheneminen otetaan huomioon, muttei sen lisäys, koska se edellyttäisi laadittavaa (tilintarkastettua) ja vahvistettua välitilinpäätöstä. On syytä huomata, että ennen nyt voimassa olevan kirjanpitolain[471] aikana aktivoidut perustamis- ja tutkimusmenot on otettava vähennyksenä huomioon. Yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät erät on myös vähennettävä. Mahdollisten sidotun oman pääoman realisoimattomien arvostusrahastojen negatiivisuus tulee huomioida, koska se realisoitaessa vähentäisi vapaata omaa pääomaa.

4.3.7 Maksukykyisyystesti

Maksukyisyystesti tarkoittaa, että arvioidaan yhtiön taloudellista asemaa kaiken tiedossa olevan informaation perusteella.[472] Voimassa olevan oikeuden on katsottu pitävän sisällään sen, että yhtiön hallitus ei voi esittää jaettavaksi enempää varoja kuin on *yhtiön maksukyvyn* kannalta perusteltua.[473] Maksukyistestin esittäminen on huomattavasti vaikeampaa kuin tasetestin. Tilinpäätös- ja välitilinpäätösinformaatio ovat ensisijaisina lähteinä, mutta ainakin yhtä tärkeä on yrityksen sisäinen informaatio sekä tilikauden jälkeiset tapahtumat, jos ne antavat aihetta olettaa tilanteen muuttuneen.[474]

Maksukykyisyyden arvioinnin on katsottu kuuluvan hallituksen yleisen huolellisuusvelvollisuuden alaan.[475] Varoja ei saa jakaa, jos yhtiössä[476]

- tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai
- tiedetään tai pitäisi tietää, että jako aiheuttaa maksukyvyttömyyden.

Olennaista arvioinnissa on se, mitä päätöstä tehtäessä *tiedettiin tai olisi pitänyt tietää* eikä se, mitä tiedetään päätöksenteon jälkeen ilmi tulleen tiedon valossa. Pel-

---

[471] KPL 1336/1997.
[472] Mähönen & Villa 2006b, 318 ja Nuolimaa 2005, 65 - 67.
[473] HE 109/2005, 125. *Kaarenoja & Suontausta* (2007, 244 - 245) kirjoittavat, että koska maksukyvyttömyyskäsitteen sisältö hallituksen esityksessä jäi määrittelemättä, jää maksukyvyttömyyden sisällön täsmentyminen OYL:n tarkoittamassa merkityksessä oikeuskäytännön varaan. Käytännössä osakeyhtiöoikeudellinen maksukyvyttömyyden sisältö todennäköisesti täsmentyy konkurssi- ja yrityssaneeraustilanteissa.
[474] HE 109/2005 vp, 125 ja AML 2:5 §.
[475] Hallituksen tehtävistä ja vastuusta, katso esimerkiksi Toivonen 1988, 214 - 307 ja Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio 2002, 610 - 624 sekä Mähönen & Villa 2006a, 107 - 118 ja 2006c, 137 - 165.
[476] HE 109/2005 vp, 24 - 25 ja 125 - 130. Katso myös Mähönen & Villa 2006a, 79 - 143 ja 2006c, 85 ja 345.

kästään se, että yhtiöstä tulee maksukyvytön suhteellisen lyhyen ajan kuluttua varojen jakamisesta, ei vielä kerro säännöksen rikkomisesta.[477]

Tilintarkastajalla ei enää ole nimenomaista velvollisuutta lausua *tilintarkastuskertomuksessa* voitonjakoehdotuksesta.[478] Siten hallituksen osakeyhtiölain esityksen perusteluiden mukaan[479] tilintarkastaja joutuu ottamaan kantaa voitonjakoehdotukseen vain silloin, kun *jako ilmeisesti on lain vastainen*. Hallituksen esityksessä todetaan, että maksukyvyn ylittävä jako ei ilmeisesti ole ollut laitonta varojenjakoa, johon liittyy varojen palautusvelvollisuus ja kriminalisointi, vaan seuraamuksena on ollut ainoastaan mahdollisen *vahingon korvaaminen*. Tämä tulkinta johtaa kuitenkin ilmeisesti siihen, että tilintarkastajan on myös edelleen velvollinen seuraamaan yhtiön maksukykyisyyttä ja tähän liittyvää yhtiön hallituksen toimintaa.[480]

Tilintarkastaja voi lisäksi esittää hallitukselle, hallintoneuvostolle, toimitusjohtajalle tai muulle vastuuvelvolliselle huomautuksia *tilintarkastuspöytäkirjassa* sellaisista seikoista, joita ei esitetä tilintarkastuskertomuksessa.[481] Pöytäkirjan on annettava toimielimelle, jonka tehtävänä on huolehtia yhteisön tai säätiön hallinnosta ja toiminnan ansainmukaisesta järjestämisestä. Tämän on käsiteltävä pöytäkirja viipymättä ja säilytettävä se luotettavalla tavalla.

OYL 13:2 §:n maksukykyisyystestin tehtävänä on varmistaa, ettei yhtiön voittovarojen jakaminen osakkeenomistajille vaaranna yhtiön muiden intressitahojen kanssa tehtyjen sopimusten mukaisten velvoitteiden hoitamista.[482] Yhtiön on pystyttävä suoriutumaan sopimuksen mukaisista velvoitteistaan oikeamääräisesti ja -aikaisesti. On syytä tehdä ero osingonjaon ja *sijoitetun vapaan oman pääoman rahastosta* (SVOP) tapahtuvan varojenjaon välillä.[483] Hallituksen ehdotuksesta yhtiökokoukselle tulee ilmetä mistä on kyse. Tilintarkastajan kannalta tällä erolla ei ole varsinaista merkitystä, koska varojenjakoa koskevat OYL 13:2, 3 ja 5 §:n säännökset.

---

[477] HE 109/2005 vp, 125.

[478] UTTL 15 §. HE 194/2006 vp, 22 - 23 todetaan, että tilintarkastajan lausunnoista luopuminen ei tarkoita hallinnon tarkastuksen merkityksen tai tilintarkastajalta edellytettävän tilintarkastustyön vähenemistä. Kyse on vain tilintarkastuskertomuksen sisällöstä ja siinä esitettävistä tiedoista. Tilintarkastajan tulisi arvioida poistettavien lausuntojen (tilinpäätöksen vahvistamisesta ja vastuuvapaudesta sekä voitonjaosta) käsittämiä seikkoja muussa yhteydessä tilintarkastuskertomusta laatiessaan. Katso myös KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2007c.

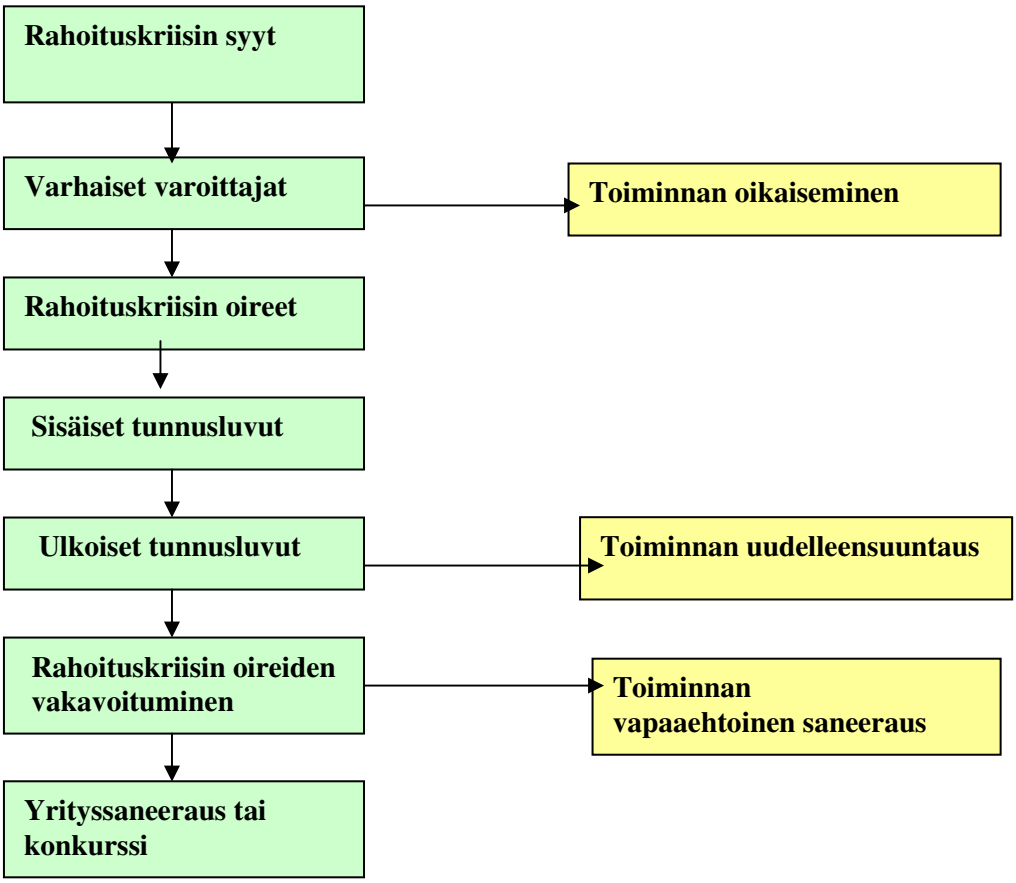
[479] HE 109/2005 vp, 125 ja Mähönen & Villa 2006 c, 85.

[480] Tilintarkastajan on UTTL 15 §:n 3. momentin mukaan huomautettava tilintarkastuskertomuksessa, jos esimerkiksi yhteisön hallitus on syyllistynyt tekoon tai laiminlyöntiin, josta saattaa seurata vahingonkorvausvelvollisuutta.

[481] UTTL § 18 on samansisältöinen kuin edellisen TTL § 20. Tilintarkastajan on hyvä muistaa, ettei tilintarkastuspöytäkirja kuitenkaan ole samalla tavalla julkinen asiakirja kuin tilintarkastuskertomus. Katso Mähönen & Villa 2006c, 269.

[482] Mähönen & Villa 2006c, 266.

[483] Mähönen & Villa 2006c, 266.



Kuva 12. Yrityksen rahoituskriisin ennustaminen [484]

OYL 13:1 §:n mukaan voitonjaossa jaettavat varat ovat osinkoa. Muun vapaan oman pääoman jakaminen on varojen jakamista. Osakeyhtiön SVOP- rahastoon voidaan esimerkiksi kirjata suoraan pääomansijoituksia. SVOP -rahaston jakamista osakkeenomistajille rajoittanee vielä toistaiseksi jaon epäselvä verotuskohtelu.[485]

Kuvassa 12 on esitetty yrityksen eri maksukyvyttömyyden kehityksen vaiheita sen edetessä käytännössä konkurssiin asti. Yrityksen maksukyvyttömyydestä voidaan todeta sen yleensä alkavan talouden heikentymisenä, jolloin syntyy maksukyvyttömyyden esiaste, maksujen kasaantuminen, joka jatkuessaan aiheuttaa maksukyvyttömyyden.[486] Silloin kuin yrityksen johdon toimenpiteet eivät ole auttaneet, yritys on haettava joko yrityssaneeraukseen tai konkurssiin.

[484] Laitinen Erkki K & Teija 2004a, 21. Katso myös HE 26/2003 vp, 36 - 37.
[485] Järvenoja 2007, 430 - 431
[486] Laitinen Erkki K & Teija 2004, 53.

Konkurssilainsäädännössä määritellään *maksukyvyttömyys* konkurssin edellytyksenä. Konkurssiin voidaan asettaa velallinen, joka on maksukyvytön. Maksukyvyttömyydellä tarkoitetaan sitä, että velallinen on muuten kuin tilapäisesti kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä.[487] Yrityksen saneerauksesta annetussa laissa tarkoitetaan *maksukyvyttömyydellä* sitä, että velallinen muuten kuin tilapäisesti on kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä ja *uhkaavalla maksukyvyttömyydellä* sitä, että velallinen on vaarassa tulla maksukyvyttömäksi.[488]

Maksukyvyttömyyttä on usein vaikeata havaita yhtäkkiä, koska se kehittyy pidemmän ajanjakson kuluessa. Tulorahoituksen tyrehtyminen saattaa olla ensimmäisiä oireita.[489] *Varhaiset varoittajat* näkyvät usein tulorahoituksen ehtymisenä. Rahoituskriisin jatkuessa ja vakavoituessa, lisääntyy usein myös konkurssiuhka.[490]

Maksukykyä arvioitaessa voidaan käyttää hyväksi niitä argumentteja, joita on käytetty muissa säännöissä - erityisesti *insolvenssioikeudessa* - maksukykyä ja ylivelkaisuutta arvioitaessa. Tulkinnassa on kuitenkin otettava huomioon, että maksukyvyttömyydellä ei tarkoiteta kaikissa säännöksissä samaa asiaa. Osakeyhtiöoikeudellinen tarkastelu lähtee toimivan yhtiön näkökulmasta (going concern). Insolvenssioikeudessa yrityksen tilan arvioinnissa maksukyvyttömyyden painopiste on toiminnan loputtua tai ainakin lähellä toiminnan loppumista (likvidaatio).[491]

*KPMG:*n [492] asiantuntijoiden mukaan myös *konsernin maksukykyisyydellä* voi olla merkitystä. Vaikka konsernin maksukykyisyys ei ole muodollinen kriteeri varojenjaossa eikä tasetestiä tehdä konsernitilinpäätöksen perusteella, konsernin taloudellisella asemalla voi olla merkitystä arvioitaessa varojenjaon lainmukaisuutta ja emoyhtiön maksukykytestiä.

Vuorovaikutus yrityksen johdon, muun henkilökunnan ja tilintarkastajan välillä on aina ensiarvoisen tärkeää. Koska tilintarkastaja ei voi kustannussyistä käydä yrityk-

---

[487] KonkL 2:1 §. Maksukyvyttömyys määritellään kuitenkin toiminnan loputtua tai hyvin lähellä sitä. Katso tästä lähemmin Kaarenoja & Suontausta 2007, 246.
[488] YSL 3 § (28.12.2001/1510). Katso tarkemmin esimerkiksi HE 182/1992:62 - 63.
[489] Laitinen Erkki K & Teija 2005, 38 - 43 ja 2004a, 53 - 58. Rahoituskriisin varhaisista varoittajista (2004a) katso s. 183 - 218 ja myöhäisistä varoittajista s. 219 - 271.
[490] Laitinen Erkki K & Teija 2004a, 58 ja käytännön ennustamisesta 273 - 363. Teija Laitinen (1993, 78 - 79) vertasi 38 konkurssiin mennyttä yritystä 38 toimintaan jatkaneihin yrityksiin, jonka informaation avulla konkurssin ennustettavuutta mitattiin. ”In summary, empirical results supported the research hypothesis that there are no statistically significant differences in failure misclassification rates between income concepts studied. The use of logit analysis in failure prediction led to about the same prediction accuracy regardless of the depreciation method selected. Similarly, the misclassification rates of human judgment in failure prediction did not depend on the depreciation method.”(s. 120)
[491] Kaarenoja & Suontausta 2007, 246. Katso lähemmin maksukyvyn arviointitilanteista yrityssaneerauksessa ja konkurssissa ja oikeuskäytännössä (s. 247 - 248) ja maksukyvyn mittaamisesta ja arvioimisesta (s. 250 - 253) sekä juridisen että liiketaloudellisen maksukyvyttömyyden vertailusta (s. 253 - 254).
[492] KPMG 2006, 57.

sessä kovin usein, on yhtiön johdon aktiivinen yhteydenpito ja avoin keskusteluyhteys tilintarkastajaan muina aikoina tärkeä. Toiminnan uudelleen suuntaamiset ja saneeraukset voivat parantaa tilannetta, joissa asioissa tilintarkastajan näkemyksiä melko usein kysellään. Jos yrityksen tervehdyttämisessä nähdään mahdollisuuksia, on osana sitä *yrityksen saneeraus*.[493] Yrityksen konkurssissa ei tilintarkastajaa ole ainakaan toistaiseksi tarvittu.

Sekä yrityksen johto että tilintarkastaja voivat myös seurata yrityksen tilannetta ulkoisten *tasetietojen* ja niiden mukaan laskettujen *tunnuslukujen* avulla. Tämä voisi tapahtua tilikauden aikana tehtyjen kuukausiraporttien ja välitilinpäätösten avulla. Sen lisäksi *sisäisten raporttien* seurantamahdollisuus antaa tilintarkastajalle samat mahdollisuudet kuin mitä yrityksen johdolla on käytettävissä.[494] Tilintarkastaja voi seurata maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tunnuslukuja, jotka kertovat jälkikäteen esimerkiksi tulorahoituksen riittävyydestä, oman ja vieraan pääoman suhteesta ja lainanhoitokyvyistä. Sisäiset tiedot ovat hyvin ja tehokkaasti hoidetussa yrityksessä paremmat varoittajat, sillä ne ilmaisevat varhaisemmin kuin ulkoiset tunnusluvut mahdollisista ongelmista. Kuitenkin tilinpäätöstietoihin perustuva järjestelmä voi antaa selviä viitteitä ongelmista yrityksen johdolle ja tilintarkastajalle, jopa useita vuosia ennen varsinaista kriisiä.[495] Ulkoisia tunnuslukuja ovat esimerkiksi seuraavat: [496]

- *maksuvalmius*
  - current ratio
  - tulorahoituksen riittävyys (going concern):
    kassajäämä I / myyntitulot
    kassajäämä II / myyntitulot
  - likvidointinäkökulma:
    quick ratio (rahoitusomaisuus / lyhytaikainen vieras pääoma)

[493] Laitinen Erkki K & Teija 2004a, 62 ja Mähönen & Villa 2006b, 431 sekä Laitinen 2007.

[494] Laitinen 1994b, 50 - 53, Laitinen Erkki K & Teija (2004a, 56 - 57) jakavat maksukyvyn seurannan periaatteellisen lähestymistavan *staattiseen* ja *dynaamiseen* osaan. Tyypillisesti seurataan staattisessa mittauksissa maksukykyä lyhytaikaista omaisuutta ja velkaa. Maksukyvyttömyyden lähestyessä velan määrä suhteessa omaisuuteen kasvaa. Jos koko omaisuus ja kaikki velat otetaan huomioon, tarkastellaan asiaa pitemmältä ajalta. Silloinkin velkojen osuus kasvaa omaisuuteen nähden. Dynaaminen lähestymistapa lähtee yrityksen going concern periaatteesta, jolloin tulevaisuudessa saatavan tulorahoituksen suuruutta arvioidaan maksuvelvoitteiden hoidossa. Sekä staattista että dynaamista seurantaa tapahtuu samoja tunnuslukuja käyttäen. Kirjoittajat ovat teoksessaan käsitelleet havainnollisesti rahoituskriisin aikaisempia tutkimuksia (s. 71 - 113), rahoituskriisin ennustamismenetelmiä (s. 115 - 182), rahoituskriisin varhaisia varottajia (s. 183 -218), tilinpäätöstunnuslukuja kriisinmyöhäisiä varottajia (s. 219 - 271) ja rahoituskriisin ennustamista käytännössä (s. 273 -363). Katso myös Kaarenoja & Suontausta 2007, 250 - 254.

[495] Laitinen Erkki K & Teija 2004a, 22.

[496] Laitinen 1994b, 53 - 80, Laitinen Erkki K & Teija 2004a, 242 -262, Laitinen 2003, Laitinen 2002, 47 - 71, Laitinen 1998, Laitinen 1986, 52 - 53 ja Kettunen & Mäkinen & Neilimo 1980, 105 - 111 sekä Mähönen & Villa 2006b, 318 - 322. Ruotsin osakeyhtiölain varovaisuussäännön tulkinnasta lähemmin esimerkiksi Mähönen & Villa 2006b, 320 ja Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007, 445 sekä Laitinen & Luotonen 1996, 45 - 116 ja Leppiniemi Jarmo & Raili 1997.

- vakavaraisuus
  - oma pääoma / koko pääoma (velkaantumisaste)
  - liikeriski (going concern):
    kassajäämä II / vieras pääoma

- lainojen hoitokate:
  - tulorahoitus / (rahoituskulut + pitkäaikaisten lainojen lyhennykset)

Maksukykyisyystestissä kyse on siis tarve nähdä koko yrityksen valmiudesta hoitaa velvoitteensa. Niissä yhtiöissä, joissa laaditaan KPL 3:1.3 §:*n mukaiset rahoituslaskelmat* [497] saadaan lisäselvyyttä, mikä yhtiön tilanne on tietyllä hetkellä. Kaikki edellä olevat seurantatiedot ovat kuitenkin historiatietoja. Yrityksen johdon edellytetään kuitenkin laativan ainakin lähitulevaisuuden arviot, miten toimintaa kehitetään ja tehostetaan. Budjetit seuraavalle tilivuodelle ja muutamalle vuodelle eteenpäin esittävät, mitkä ne toimenpiteet ovat, jotka saattavat vaikeuksissa olevan yrityksen oman pääoman kuntoon. Tiivis ja tarkka seuranta maksukyvyn turvaamiseksi myös tulevaisuudessa on hallituksen ja toimitusjohtajan avaintehtäviä. Tilintarkastaja osallistuu harkintansa mukaan seurantaan hyvän tilintarkastustavan edellyttämässä laajuudessa.

Yhtiön hallitus on siis velvollinen seuraamaan tilannetta ja tekemään *tasetestin* (OYL 13:5 §) ja *maksukykyisyystestin* (OYL 13:2 §).[498] Vaikka kyseiset testit liittyvät lain mukaan etupäässä voitonjakoon, lähipiirilainoihin ja pääomalainoihin, on varsinkin maksukykyisyyden seuranta niin merkittävä asia, että tilintarkastajan on seurattava hyvin tarkasti, milloin yritys on joutumassa rahoituskriisiin.[499] Oman pääoman vähäisen määrän yhteydessä edellytetään myös, että yhtiön maksukyky on kunnossa.

4.3.8 Arvostussäännöistä

Lainlaatija ei ollut alun perin ottanut kantaa siihen, onko taseen omaisuuserät mahdollista edelleen aina arvostaa niin sanottuihin *käypiin arvoihin (hintoihin),* jos ne ovat korkeammat kuin kirjanpitoarvot. Toisaalta osakeyhtiölain viittaus kirjanpitolain määräyksiin tilinpäätöksen laadinnassa tarkoittanee juuri tätä. Tämä tulkinta

[497] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2005c ja 2007a.
[498] Kaarenoja & Suontausta (2007, 255 - 256) toteavat, että esimerkiksi epävarmoissa varojenjakotilanteissa hallituksen tulisi huolellisesti selvittää nykytila: arvioida staattinen ja dynaaminen maksukyky. Päätös varojenjakoesityksestä ja sen perusteet tulisi dokumentoida hallituksen pöytäkirjoihin tai pöytäkirjan liitteisiin. Kirjoittajien mielestä keskeisenä toiminnan jatkuvuuden ja maksukyvyn arviointiperusteena ovat tulevaisuutta koskevat kassavirtaennusteet.
[499] Nuolimaa 2005, 65 - 67.

merkitsee sitä, että yhtiö voi siirtyä laatimaan tilinpäätöksensä käypien arvojen mukaisesti, eli IFRS -standardien mukaisesti.[500] Tämä taasen vaatii auktorisoidun tilintarkastajan kannanottoa.[501] Jollei IFRS-standardien mukaista tilinpäätöksen tasetta laadita, voisiko käyvät arvot olla vain laskennallisia, kuten aikaisemmin selvitystilatasetta laadittaessa? Se näyttäisi jatkossa tulevan kysymykseen edellisen osakeyhtiönlain tarkoittamalla tavalla, jos hallituksen esitys muutoksesta osakeyhtiölakiin hyväksytään.[502]

Edellä olevaan liittyen voi todeta, että uusi osakeyhtiölaki suojaa aikaisempaa paremmin velkojien informaatiotarvetta, koska ilmoitus kaupparekisteriin on tapahduttava, jos taseen oma pääoma on negatiivinen. Yhtiön toiminta voi jatkua, kunhan se hoitaa sitoumuksensa eli yhtiö on *maksukykyinen* (yhtiön *likviditeetti* on kunnossa). Käytännössä taseen oma pääoma voi olla merkittävästi alle käypien hintojen, koska esimerkiksi osa käyttöomaisuudesta (tavaramerkit ja muu aineeton omaisuus kuten liikearvo) voi jopa olla kirjanpidon ulkopuolella, alkuperäiseen hankintahintaan tai poistettu kokonaan (esimerkiksi rakennukset), käyvän hinnan ollessa merkittävästi korkeampi. Jos laadittava tilinpäätös jatkossakin ei tuo esiin käypiä hintoja, se voi merkitä jonkun huonon vuoden jälkeen julkistettavassa taseessa, että oma pääoman on ”liputuskunnossa”. Tämä saattaa vaikeuttaa yhtiön normaalin toiminnan jatkumisen. Myös tilintarkastajan on normaalissa lakisääteisen tilintarkastuksen yhteydessä otettava kantaa tilintarkastuskertomuksessa uhkaavasta maksukyvyttömyydestä hallituksen ehdotetun voitonjaon kannanotossaan (TTL 19.1 §:n 4 kohta).[503] Erillisissä tätä asiaa koskevissa toimeksiannoissa tilintarkastaja voi olla mukana yrityksen laatiessa käypien hintojen mukaisen IFRS -standardeja noudattavan tilinpäätöksensä. Se jää kuitenkin epävirallisiksi, jollei siirrytä tässä vaiheessa laatimaan tilinpäätökset standardien mukaan. *Maksuky-*

[500] IFRS tilinpäätöksestä katso esimerkiksi KHT -yhdistys - Föreningen CGR ry (2004 a) ja Jänkälä & Kaisanlahti 2005, 22 - 23, 42 - 61 ja 105 - 107. Katso kevennetystä IFRS - normistosta PK -yrityksille esimerkiksi KPMG 2007, 42 - 46.

[501] Uudessa tilintarkastuslaissa (UTTL 459/2007 ja HE 194/2006 vp) poistui nimike hyväksytty tilintarkastaja ja tilalla tuli pelkästään tilintarkastaja, koska maallikkotilitarkastajia ei enää pääsääntöisesti ole. Talousvaliokunnassa ei hyväksytty hallituksen lakiesitystä sellaisenaan, vaan esimerkiksi yhdistysten tilintarkastusta pidettiin tarpeellisena, johon pitäisi voida valita myös maallikkotilintarkastaja. Tältä osin noudatetaan aikaisemmin voimassa ollutta tilintarkastuslakia (TTL 936/1994).

[502] HE 103/2007 vp, 57 - 59. Nyt voimassa oleva OYL 20:23 § ja HE 109/2005 vp 189 - 190 ei mahdollistaisi vanhan laskentatavan käyttöä. Mikäli hallitus ei toimi siten kuin säännös edellyttää, johtaa säännösten vastainen menettely seuraamuksiin OYL:n vahingonkorvausta koskevien periaatteiden mukaisesti. Syy-yhteyttä edellytetään johdon lainvastaisen menettelyn ja aiheutuneen vahingon välillä.

[503] Ylivelkaisuutta ja maksukyvyttömyyttä osakeyhtiölain kannalta on käsitellyt muun muassa Mähönen & Villa (2006 b), 284 - 294. Kirjoittajat toteavat (sivulla 285), että oikeuskäytännössä ylivelkaisuuden on katsottu osoittavan maksukyvyttömyyden KKO 1997:128.

kyisyystesti tarkoittaa tässäkin taloudellisen aseman heikkenemisen punnintaa.[504] Liitetieto tilinpäätökseen oman pääoman tilasta käypien hintojen mukaan voisi olla eräs mahdollinen tapa kertoa asiasta. Sen virallistaminen vaatisi muutosta osakeyhtiölakiin hallituksen esittämällä tavalla.[505]

Ruotsin ABL 13:2 pykälä on samanlainen kuin Suomen EOYL 13:2 (kurssivointi tässä):

”Man skall inom ´linjen´ tillägga en post, som utvisar den ökning av tillgångarnas sammanlagda värde som skulle följa, om de redovisades till försäljningsvärdet med avdrag för försäljningskostnaderna. Man får med andra ord förbättra ställningen genom att *öka tillgångarnas bokvärden*. Beträffande sådana anläggningstillgångar, som undergår fortlöpande värdeminskning, kan man dock gå utöver försäljningsvärdet, om anskaffningsvärdet minskat med erforderliga avskrivningar och nedskrivningar ger ett högre värde = *kontrollbalansräkning*.” [506]

Selvitystilalaskelman laatiminen erillisenä laskelmana, jonka tilintarkastaja dokumentoidusti tarkasti, sisälsi lakitekstin mukaan omaa pääomaa lisäävät erät (EOYL 13: 2 §).[507] Lain mukaan laskelman, tai ainakin oman pääoman korjatun määrän, tuli esittää taseen liitteessä. Lähtökohtana oli arviointi, joka lähti *going concern* -*periaatteesta*. Tase-erän arvo arvioitiin siitä näkökulmasta, mikä sen arvo yritykselle tässä toiminnassa oli. Esimerkiksi *käyttöomaisuuden* arvona pidettiin arvioitua *käypää hintaa*.

Laskentaperiaatetta on esitetty taulukossa 13. *Vaihto-omaisuuden* realisoimatonta katetta ei saanut kuin poikkeustapauksissa ottaa huomioon, koska kirjanpitoteoriamme (meno-tulo -teorian) mukaan myynnistä syntyneillä katteilla tuli kattaa kiinteät kulut. *Aktivoidut muut pitkävaikutteiset menot* tulivat tasearvojen mukaan, vaikka niillä ei olisi ollut erillistä myyntiarvoa. Kun todennäköistä myyntihintaa arvioi, luovutuksesta johtuvat erillismenot tuli ottaa huomioon. Mahdollisista kertyneistä ylipoistoista ja muista vapaaehtoisista varauksista tuli ottaa huomioon verovelka vähennyksenä.

---

[504] Mähönen & Villa 2006 b, 309. HE 109/2005 vp, 125 kirjoittavat, että varoja ei myöskään saa jakaa, jos varoja jaettaessa tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön. Sama koskee jos varojen jakaminen aiheuttaa maksukyvyttömyyden. Uuden tilintarkastuslain (UTTL 15 § ja HE 194/2006 vp, 23) mukaan tilintarkastaja ei enää ota kantaa tilintarkastuskertomuksessaan tuloslaskelman ja taseen vahvistamiseen eikä voitonjakoesitykseen muulloin kuin, milloin se olisi laiton. Pääomalainan koron ja pääoman takaisinmaksua tämä säännös ei koske. Sen sijaan se edellyttää OYL 12:1 §:n mukaan, että vapaat omat pääomat ja pääomalainat ylittävät tappioiden määrän. Katso myös Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007a, 589 koskien pääomalainan maksua.

[505] Katso HE 103/2007 vp.

[506] Rodhe 2000, 279 - 280.

[507] Suomela 1993, 14 - 23.

Taseen oma pääoma		-1000
Yhtiön omistaman kiinteistön käypä hinta	10000	
./. kirjanpitoarvo	-500	
Realisoimaton arvonnousu	9500	9500
Oikaistu oma pääoma		8500

Taulukko 13. Esimerkki selvitystilalaskelman korjauserästä (EOYL 13:2)[508]

Tilintarkastajan kannalta oli tärkeätä, että perusteet arvioiduille luovutushinnoille erillismenot vähentäen oli dokumentoitu ja tarvittavat ulkopuoliset arviolausunnot hankittu. Käytännössä kiinteistöjen kohdalla arvio luovutushinnasta tuli olla kiinteistövälittäjän arviotodistus sekä muun arvion kohdalla esimerkiksi kauppakamarien tavarantarkastajien lausunnot tai ulkopuolisen muun asiantuntijan arvioimat hinnat, jotka olivat työpaperien liitteenä.

Tilintarkastajan kannalta IFRS:n mukaiset tasearvot noudattaisivat melko lailla samoja periaatteita. Merkittävänä erona ja ongelmana tulee vastaan IFRS - arvojen alentaminen, jos käyvät arvot ovat laskeneet. Käytännössä tulisi kuitenkin uusienkin vaatimusten mukaan going concern -periaatetta noudattaen omaisuus voida uudelleen arvostaa, mikä sen arvo yritykselle on tässä toiminnassa *(käyttöarvo).* Jos samanlainen yleinen lama-aika tulee kuin mitä oli 1990-luvulla, ei IFRS:n avoimesta tilinpäätösinformaatiosta liene muuta etua kuin se, että se kertoo kaupparekisteritietojen mukaan hyvin monen julkisen yhtiön oman pääoman riittävyyden olevan koetuksella.[509]

Tilintarkastajan kannalta katsottuna on vielä oman pääoman vähäisyyden arvioinneissa kyseessä laskelmat, jotka ovat taseen s*ubstanssiarvoja tietyllä hetkellä*, jossa tulevaisuuden arvioidut tuotot eivät voi olla mukana. Kassavirtojen tai muun tuottoarvon mukaista laskelmaa ei siten voisi käyttää muulla tavalla kuin vertailutietoina. Maksukykyisyyden kehitys edellyttää myös tilintarkastajan jatkuvaa huomiota ja tarkastusta. Kärjistäen voisi todeta, että uusi osakeyhtiölaki mitä ilmeisimmin pakottaa osakeyhtiöitä oman pääoman arvon laskemisessa siirtymään IFRS - standardien käyttöön, jollei hallituksen esittämää muutosesitystä hyväksytä. Se toki

[508] Suomela1993, 14 (hieman muunneltuna). Katso myös Sarvilinna 1989, 60 - 68. Jos Eduskunta hyväksyy OYL 20:23 §:n muutosesityksen (HE 103/2007 vp, 57 - 59), lasketaan jatkossakin osakeyhtiön oma pääoma käypiin hintoihin.
[509] Laitinen (1994, 10) on tutkinut 750 suomalaisen yrityksen antamia tietoja 1990-luvun alun laman kourissa taistelevien yritysten sopeutumiskeinoja.

on sallittua ja tilintarkastajat osaavat tänä päivänä ohjeistaa IFRS:n mukaista tilinpäätöstä. Muulla tavalla ei julkisesti voitane enää lain mukaan tuoda esiin taseen mukaisen oman pääoman piilossa olevat arvot.[510] Yhtiön johdon on kaikissa tapauksissa aina ryhdyttävä toimenpiteisiin positiivisen tuloksen aikaansaamiseksi. Se tarkoittaa yrityksen toiminnan saneerausta, vapaaehtoista akordia ja muita toimenpiteitä toiminnan tehostamiseksi. [511]

4.4 Henkilöyhtiön muuttaminen osakeyhtiöksi

4.4.1 Yritysjärjestelyt henkilöyhtiöissä

Yritysjärjestelyt ovat henkilöyhtiöissä varsin harvinaisia.[512] Jos henkilöyhtiön tarkoituksena on toteuttaa direktiiviperustainen yritysjärjestely, yhtiö muutetaan yleensä ensin osakeyhtiöksi ja vasta tämän jälkeen toteutetaan suunniteltu järjestely. Yritysmuodon muutos on ajankohtainen useista eri syistä. Tällaisia syitä ovat esimerkiksi yrityksen kasvu ja omistajan- sekä sukupolvenvaihdokset. Muutosta suunniteltaessa on keskeisten liiketoiminnallisten ja -taloudellisten kysymysten ohella selvitettävä sekä vero- että yhtiölainsäädännön vaatimukset.[513]

Tässä osassa käsitellään yhtiömuodon muutoksen *lain asettamia vaatimuksia* ja tilintarkastajan *oman pääoman arvon* toteamisen seikkoja. Tilintarkastajan *vastuu* on tässä samanlainen kuin edellä 4.2.5 apportin ja 4.3.5 oman pääoman vajauksen yhteydessä todetut.

4.4.2 Muutoksen lain mukaisista perusteista

Tilintarkastajan kannalta keskeiset lait, joiden määräyksiä tulee ottaa huomioon, ovat AKYL(389/1988) ja OYL (624/2006). Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön (henkilöyhtiön) muuttaminen osakeyhtiöksi on säädetty AKYL:n 8 luvussa. Yri-

---

[510] Osakeyhtiölain muutosesitys (HE 103/2007 vp, 57 - 59) merkitsee, että oman pääoman laskemiskäytäntö palaisi edellisen osakeyhtiölain mukaiseksi. Katso myös Keski-Pukkila 2007, 18 - 19. Arvonkorotus on KPL 5:17 §:n mukaan mahdollinen maa- tai vesialueen tai arvopaperin kohdalla, jos lain vaatimukset täyttyvät. Katso esimerkiksi Wiklund, 1993.

[511] Edelleen on oman pääoman vaje hoidettavissa kuntoon esimerkiksi osakepääomaa alentamalla, omaa pääomaa lisäämällä (nythän voi myös suoraan siirtää korotus vapaaseen omaan pääomaan) tai pääomalainalla (vaikka pääomalaina luetaankin vieraaksi pääomaksi taseessa, oman pääoman laskelmissa sen saa huomioida kuten ennen). Pääomalainasta lisää katso lisää Mähönen & Villa 2006 b, 183 - 194 ja HE 109/2005 vp, 122.

[512] Järvenoja 2007, 453. Katso lähemmin Järvenojan teoksesta henkilöyhtiön sulautumisesta, jakautumisesta, liiketoimintasiirrosta ja purkamisesta ja verotuksesta s. 453 - 492.

[513] Järvenoja 2007, 493. Tarkemmin Järvenojan teoksesta yritysmuodon muutoksista s. 493 - 596.

tysmuodon muutoksessa *identiteetti* säilyy lähtökohtaisesti, eli kyse on niin sanotusta yleisseuraannosta.[514] *Tasejatkuvuus* toteutetaan AKYL:n ja TVL:n 24 §:n sääntöjen mukaan.[515]

Järvenojan [516] mukaan jatkuvuusperiaatteeseen kuluvat *luonne-, arvo- ja toiminta-jatkuvuudet.* Luonnejatkuvuus tarkoittaa sitä, että varat säilyttävät luonteensa laadullisesti entisenlaisena. Arvojatkuvuus edellyttää, että varat ja velat siirtyvät uuteen yritysmuotoon kirjanpidollisesti ja verotuksellisesti samoilla arvoilla. Toimintajatkuvuus edellyttää, että yrityksen luonteen on säilyttävä samanlaisena kuin aikaisemmassa yritysmuodossa. Identtisyyden tunnusmerkit ovat osittain samansisältöisiä kuin jatkuvuusperiaatteen osa-alueet.[517]

AKYL 8:3 ja 4 §:n mukaan on päätös muutoksesta tehtävä siinä järjestyksessä kuin yhtiösopimusta muutetaan. Kyseessä ei ole uuden yhtiön perustamisesta. Yhtiömuodon muuttamista koskevan päätöksen yhteydessä on hyväksyttävä osakeyhtiölain mukaisesti laadittu yhtiöjärjestys (21.7.2006/626).[518] Yhtiömuodon muuttamista koskevasta päätöksestä on laadittava asiakirja, johon on otettava tai liitettävä yhtiöjärjestys ja jossa on mainittava kaikki osakkeenomistajat sekä kullekin tulevat osakkeet. Muutosasiakirja on päivättävä ja avoimessa yhtiössä yhtiömiesten sekä kommandiittiyhtiössä vastuunalaisten yhtiömiesten allekirjoitettava (21.7.2006/626). Oma ongelma saattaa vielä olla, miten osakkeiden jakaminen tapahtuu yhtiömiesten kesken.[519]

Osakeyhtiön osakepääomaan ja siitä asiakirjassa annettavaan selvitykseen sovelletaan osakeyhtiölain 2 luvun 6 §:n säädöksiä. Jos avoin yhtiö tai kommandiittiyhtiö muutetaan julkiseksi osakeyhtiöksi, sovelletaan lisäksi, mitä osakeyhtiölain 19 lu-

---

[514] HE 109/2005 vp, 178. TVL 24 §:n ja EVL 51c § säännösperustasta, katso Järvenoja 2007, 494 - 497.

[515] Järvenoja 2007, 498 - 503, KPMG 2001, 243 - 248 ja Mähönen & Villa 2006b, 471 - 473. Tasejatkuvuudesta ja identiteetin säilymisestä, katso esimerkiksi Vehniä 1998, 176 - 199. Katso identiteetin säilymisestä yritysmuodon muutoksissa verotuksen kannalta Andersson & Ikkala 2005, 527 - 537 ja Myrsky & Linnakangas 2006, 264 - 266 sekä Mähönen & Villa 2006b, 486 - 488 ja siinä viitatut päätökset (KHO 7.5.1973:1865, KHO 30.7.1999:1927, KHO 23.9.1981:4394 ja KVL 1985:819).

[516] Järvenoja 2007, 498.

[517] Järvenoja (2007, 499) kirjoittaa myös identtisyyden säilymisestä, että liiketoiminnan tulee jatkua laadullisesti samanlaisena, liiketoimintakokonaisuus säilyttävä samanlaisena taseen ja tuloslaskelman mukaisina, tulonhankintaomaisuus tulee säilyä lähes sellaisenaan ja omistajissa ei saa tapahtua suuria muutoksia. Katso myös jatkuvuuden tai identtisyyden katkeamisen seuraamuksista verotuksessa s. 501 - 503.

[518] Katso esimerkiksi Toivonen (2002, 423 - 429), joka on kirjoittanut henkilöyhtiön omistuksesta, joka on merkittävä asia, sillä sen mukaan omistusosuudet osakeyhtiöksi tapahtuu ja kunkin osakkaan osakepääoman maksu. Linnakangas 2005, 79 - 85, on käsitellyt yhtiömiesosuuksien hankintamenoa luovutusvoittoverotuksessa KHO 2004:78 päätöksen perusteella. Katso myös Nuolimaa 2005, 67 - 69 sekä Villa 2006, 183 - 185.

[519] Järvenoja (2007, 560 - 564) kirjoittaa asiasta, että määritettäessä osakeosuuksia on muistettava, että henkilöyhtiössä yhtiömiesten todellinen omistusosuus yhtiövarallisuudesta vaihtelee jatkuvasti yhtiön nettovarallisuuden mukaan. Katso myös Wiklund 1993b, 26. Virheellisestä omistuksen jakamisesta saattaa olla veroseurauksia.

vun 1 §:n 2 momentissa säädetään (21.7.2006/626). Yhtiö muuttuu osakeyhtiöksi, kun yhtiömuodon muuttaminen muutosilmoituksena merkitään kaupparekisteriin.[520]

Jos henkilöyhtiö muutetaan osakeyhtiöksi kesken tilikauden, on laadittava ”välitilinpäätös” verottajaa varten, eli silloin kun muutos osakeyhtiöksi on merkitty kaupparekisteriin.[521] Tämän välitilinpäätöksen raportin ei tarvitse olla muotovaatimuksiltaan mutta kylläkin asiasisällöltään kirjanpitolain tilinpäätössääntöjen mukainen,[522] eikä sitä tarvitse tilintarkastaa. Jos tilintarkastaja tarkastaa välitilinpäätösraportinraportin, hän antaa siitä erillisen tarkastusraportin, joka ei ole tilintarkastuslain tarkoittama tilintarkastuskertomus.[523] Henkilöyhtiön muuttamiseksi osakeyhtiöksi yhteydessä osakepääomaan sovelletaan apporttiomaisuuden säännöksiä, eli silloin toteutetaan substanssiarvolaskelman mukainen arvio.[524]

4.4.3 Oman pääoman arvon toteaminen

Henkilöyhtiön varsinaisen tilikauden tilinpäätöksen perusteella tai, jos aikaa on kulunut yli kolme kuukautta virallisen tilinpäätöksen ajankohdasta, on käytännössä laadittava välitilinpäätös oman pääoman arvon selvittämiseksi. Omaisuuden käyvän hinnan tulee olla niin suuri, että se kattaa kaavailun osakepääoman ja saman hetken velat, jotta osakepääoma tulee maksetuksi.

Kun yksityisotot kohdistuvat vain omaan pääomaan, ei siitä aiheudu myöskään verotuksellisia seuraamuksia niin kauan kuin yhtiö on henkilöyhtiö. Oma pääoma voi myös olla taseessa negatiivinen, kunhan käypien arvojen mukaista omaa pääomaa on riittävästi osakeyhtiöksi muutoksen ajankohtana, joko piilevänä esimerkiksi

---

[520] Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007b, 416 - 418 ja 2007a, 68 - 74 sekä Wilhelmsson & Jääskinen 1989, 313 - 314 ja 2001.

[521] TVL 24.5 § mukaan henkilöyhtiön verovuosi päättyy siihen hetkeen, kun muutos on merkitty kaupparekisteriin. Osakeyhtiön tilinkausi on kirjanpitolain mukainen tilikausi, josta laaditaan osakeyhtiönä virallinen tilinpäätös. Jos esimerkiksi henkilöyhtiön tilikausi on ollut kalenterivuosi ja muutos osakeyhtiöksi merkitään kaupparekisteriin 31.5, on verottajaa varten laadittava välitilinpäätös toukokuun 31 päivän mukaan ja henkilöyhtiön veroilmoitus. Osakeyhtiön veroilmoitus koskee loppuosaa tilikautta (1.6. – 31.12). Osakeyhtiön tasekirjaan tulee koko tilikauden 1.1. – 31.12. tilinpäätös.

[522] KPL 1336/1997 ja KPA 1339/1997 ja tilinpäätöstä koskevat muutokset 1304/2004 ja 1313/2004. Katso myös KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2005b sekä Leppiniemi 2006, 67 - 252.

[523] TTL § 19 mukaan tilintarkastajan on annettava kultakin tilikaudelta tilintarkastuskertomus. Välitilinpäätös laadittuna tilikauden aikana, ei ole yhtiön koko tilikauden ajalta. Katso myös Aho & Vänskä 1995,106 ja Koskinen 1999, 31 - 33 sekä KHT -yhdistys - Föreningen CGR ry 2004c, 79.

[524] OYL 2:6 §.

käyttöomaisuuden arvona tai tuloksen kautta tulleena, kuten seuraavassa KHO:n päätöksessä todetaan.[525]

KHO 2004:**1437:** Kommandiittiyhtiö muutettiin osakeyhtiöksi 5.1.2001 kaupparekisteriin tehdyllä merkinnällä. Kommandiittiyhtiön viimeinen tilikausi oli 1.6.2000 - 4.1.2001 ja osakeyhtiön ensimmäinen tilikausi 5.1.2001 - 31.5.2001. Kommandiittiyhtiön vastuunalaiset yhtiömiehet A ja B tulivat osakeyhtiön osakkaiksi kumpikin 50 prosentin omistusosuudella. Kommandiittiyhtiön oma pääoma oli viimeisen tilikauden alussa 1.6.2000 166 585 markkaa negatiivinen ja viimeisen tilikauden päättyessä 4.1.2001 76 132 markkaa negatiivinen. Kommandiittiyhtiön viimeisen tilikauden voitto oli 370 015 markkaa ja yhtiömiesten yksityisotot viimeisellä tilikaudella 276 762 markkaa. Koska kommandiittiyhtiön viimeisen tilikauden voitto oli suurempi kuin yhtiömiesten tämän tilikauden aikana tekemät yksityisotot yhteensä ja kun oman pääoman negatiivisuus yritysmuodon muutostilanteessa johtui yhtiömiesten aikaisempina tilikausina tekemistä voitto-osuuksien ja yksityissijoitusten ylittävistä yksityisotoista, ei ottaen huomioon verotusmenettelystä annetun lain 28 §:n säännöksen, ollut kysymys peitellystä osingonjaosta.

Kommandiittiyhtiön omaisuuden käypä arvo oli perustana seuraavassa KKO:n päätöksessä, jonka oma pääoma oli negatiivinen. Vaikka asia koski puolisoiden avioerossa ositusta varten laadittavasta arviosta yhtiön arvosta, oli päätökselle mielenkiintoa myös tätä tutkimusta ajatellen.

KKO 2007:59: A oli kommandiittiyhtiö X Ky:n vastuunalainen yhtiömies. Pesänjakaja oli A:n ja hänen puolisonsa B:n välistä ositusta toimittaessaan arvioinut, ettei X Ky:n A:n yhtiöosuudella ollut arvoa, koska yhtiön arvo tilinpäätöksen 30.6.2000 perusteella arvioituna oli negatiivinen. Pesänjakaja otti osituslaskelmassa A:n velkana huomioon ositusperusteen syntyajankohdan mukaisen A Ky:n oman pääoman negatiivisen määrän 730.257,84 markkaa, koska oman pääoman negatiivisuus oli johtunut yhtiömiehen yksityisotoista eikä yhtiön toiminnan tappiollisuudesta. A oli ositusperusteen syntyajankohdan jälkeen maksanut kommandiittiyhtiön lainoja ainakin taseesta ilmenneen oman pääoman negatiivisen määrän verran. Ulkopuolinen asiantuntija määritti yhtiön merkittävimmän omaisuuden eli autojen ja koneiden käyvän arvon.

Tässä Korkeimman oikeuden ennakkopäätöksessä A:n katettavaksi veloiksi katsottiin se määrä yhtiön veloista, josta A:n arvioitiin todennäköisesti joutuvan vastaamaan. Kun yhtiöllä ei ollut tuottoarvoa, katettavien velkojen määrää ei arvioitu yhtiön negatiivisen oman pääoman pohjalta, vaan vertaamalla yhtiön käypään arvoon arvioituja varoja yhtiön velkoihin.

Korkeimman oikeuden tuomion perusteluista ovat kiinnostavia muun muassa seuraavat kohdat, joita tarkastellaan tässä hieman lähemmin:

- Vaikka asiaa ei erikseen selvitetä, yhtiö oli luultavasti lopettanut toimintansa, koska sanottiin, ettei tuottoarvoa ollut. Asiantuntijan arviolaskelmassa tämä oli sanottu vain näin ja KKO totesi, ettei B ollut moittinut ositusta tältä osin.

- Ellei yhtiösopimuksesta muuta johdu, kommandiittiyhtiön vastuunalainen yhtiömies voi tehdä yksityisottoja yli oman pääoman määrän.

---

[525] Vehniä 2000, 181 - 189, on käsitellyt muun muassa taseen negatiivista omaa pääomaa, jos muutosajankohdan todellinen varallisuus riittää osakepääoman katteeksi.
Norjassa kommandiittiyhtiöillä on oltava tietty oma pääoma "..[k]ommandittselskap skal ha ett bestemt selskapskapital fordelt på en eller flere komplementarandeler og en eller flere kommanditandeler. Minst to femdeler av selskapskapitalen skal vaere bunden selskapskapital som skal innbetales til selskapet og som deltakerne ikke kan disponere over." (Gulden 1991, 309)

- KKO:n mukaan yhtiöoikeudessa pidetään lähtökohtana, että yhtiömies on velvollinen palauttamaan yhtiölle ne yksityisotot, jotka ylittävät voittovarat ja muut oman pääoman erät. Koska vastuunalainen yhtiömies on henkilökohtaisesti vastuussa yhtiön veloista, palautusvelvollisuudesta voidaan sopia yhtiömiesten kesken. Näin ollen palautusvelvollisuudella on merkitystä yleensä vain vastuunalaisten yhtiömiesten kesken.

- KKO totesi edelleen perusteluissaan, että kirjanpidossa oleva negatiivinen oma pääoma osoittaa yhtiön voittovarat ja muut oman pääoman erät ylittävien yhtiömiesten yksityisottojen määrää. Negatiivinen oma pääoma ei kuitenkaan osoita sitä, ovatko yhtiön velat sen varoja suuremmat eikä sitä, missä määrin yhtiömies voi joutua lopullisesti yhtiön veloista vastuuseen yhtiön velkojille. Se, kuinka paljon yhtiön veloista jää lopullisesti yhtiömiehen vastattavaksi, on arvioitava vertaamalla yhtiön varoja ja velkoja.

- Koska A oli maksanut osituksen aikana yhtiön velkaa muuten kuin yhtiön purkamisen yhteydessä, velanmaksulla ei ollut välitöntä merkitystä arvioitaessa missä määrin A on vastuussa yhtiön veloista.

- KKO totesi tuomiossa että,
  - tässä tapauksessa A:n yhtiöosuuden arvo ja vastuu yhtiön veloista on määritettävä 30.6.2000 päättyneen tilikauden tilinpäätöksen pohjalta.
  – A:n yhtiöosuudella ei ollut osituksessa huomioon otettavaa varallisuusarvoa, eli sen arvo oli osituslaskelmassa nolla markkaa.
  – tehdyn ulkopuolisen asiantuntijan arvioraportin mukaan KKO vahvisti yhtiön varojen määräksi 535.391,07 markkaa ja velkojen 917.682,91 markkaa, joten A oli lopullisesti vastuussa 382.291,84 markan veloista.

Tämän tutkimuksen kannalta oli KKO:n tuomion kannalta mielenkiintoista se, että negatiivinen oma pääoma oli täysin laillisesti syntynyt vaikka yksityisotot ylittivät voittovarat ja muun oman pääoman ja että yhtiön *käyvät arvot* (eivät tasearvot) olivat lopullisessa laskelmassa oikaistussa taseessa (*oikaistu substanssiarvolaskelma*). Asia ratkaistiin siten samojen periaatteiden mukaan kuin henkilöyhtiön muutoksessa laskettu oman pääoman määrää.

Osakkeiden hankintamenoksi ei voida verotuksessa katsoa osakepääomaksi kirjattua määrää, jos taseen mukainen oma pääoma on negatiivinen.[526] Jos näin tapahtuisi, osa henkilöyhtiön varallisuudesta arvostettaisiin muodonmuutoksessa käypään hintaan eikä jatkuvuusperiaatteen mukaan poistamattomaan hankintamenoon. Henkilöyhtiön taseen negatiivinen oma pääoma perustuu yhtiöoikeudelliseen muutoksen moitteettomuuteen.[527] Henkilöyhtiön taseen oman pääoman määrän ei muutos-

[526] Järvenoja 2007, 591 - 592 on käsitellyt asiaa verotuksen näkökulmasta. TVL 46.4 §:n mukaan oman pääoman negatiivisuus voidaan lisätä vain yhtiöosuuden luovutusverotuksessa luovutusvoittoon.
Osakepääoman kirjaaminen ei sinänsä ole ongelma: osakepääoma on positiivinen luku, joka lisää muun oman pääoman negatiivisyyttä. Jos oman pääoman määrä on tosiasiallisesti käypien hintojen mukaan positiivinen ja riittävä, on muutos myös osakeyhtiölain mukainen. Ongelmaksi jää, miten käsitellä näkyvästi taseessa ”piilossa” olevia omaisuuden arvoja. IFRS -standardien mukaisen tilinpäätöksen laatiminen mahdollistaisi asian. Katso myös Wiklund, 1993b, 24 - 27.
[527] Järvenoja 2007, 569 ja 591.

hetkellä tarvitse olla positiivinen. Riittävää on, että yhtiön netto-omaisuus käyvin hinnoin laskettuna on vähintään osakepääoman suuruinen.[528]

Koska kyse on tietyn hetken oman pääoman arvosta, soveltuu oikaistu substanssiarvolaskelma parhaiten tilintarkastajan arviointiin.[529] Laskelmalla on osoitettava määritysajankohdan käypien hintojen mukaisen oman pääoman määrän riittävyys. Tuottoarvolaskelmat, tunnusluvut ja muut mahdolliset laskelmat, jotka painottavat yhtiön tulevaisuuden tapahtumia, ovat ainakin osaksi realisoimattomia ja siksi ne soveltuvat huonosti arviointimenetelmäksi. Ne voivat tuolloin olla hyvinä vertailutietoina tukemassa tilintarkastajan määrityksiä.

Olennaista on, että tilintarkastaja perustellusti dokumentoi,

- mitä arviointi on käsittänyt,
- mitä menetelmiä hän on käyttänyt ja
- mihin hän on päätynyt?

Tilintarkastajan tulee fyysisesti käydä tutustumassa yhtiöön ja tarkastaa ainakin keskeinen omaisuus. Jos yhtiöllä on eri lakisääteiset tilintarkastajat, yhtiön omien tilintarkastajien mahdollisesti antamat raportit tulee myös saada käyttöön. Jo käymällä yrityksessä näkee, millaisesta yrityksestä ja yrityskulttuurista on kyse ja miten asioita yleensä hoidetaan. Mitä huonompi järjestys ja asioiden leväperäinen hoito näyttäisi olevan, sitä suuremmalla varovaisuudella on suhtauduttava saatuihin tietoihin.

Tilintarkastajan on syytä varmistaa käyttöomaisuuden käypiä hintoja tasearvoihin nähden. Varsinkin kiinteistön, mutta myös esimerkiksi koneiden ja kalustojen osalta, on hankittava ulkopuolisen asiantuntijan arvio hinnoista, ainakin silloin kun niiden osuus on merkittävä.[530]

---

[528] Verotuksessa yhtiön muodonmuutoksessa osakkeiden hankintamenon voidaan katsoa olevan joko nolla tai kirjanpidon negatiivisen oman pääoman määrän (Järvenoja 2007, 591).

[529] Järvenoja (2007, 560) toteaakin, että henkilöyhtiön yhtiöosuuksien arvostaminen perustuu käytännössä yhtiön luonteen mukaisesti yleensä yhtiön substanssiarvoon. Substanssiarvoa laskettaessa yhtiövarallisuus arvostetaan todennäköiseen luovutushintaan, jolloin realisoimattomat arvonnousut vaikuttavat yhtiön arvoon. Osuudet perustuvat tällöin yhtiömiesten osuuksiin yhtiövarallisuudesta. Tärkeätä on edelleen Järvenojan toteamus, että varallisuusoikeudet ovat osakeyhtiön osakkeen keskeinen osa ja siksi on luontevaa, että osakeosuudet perustuvat myös yhtiömiesten osuuteen osakeyhtiön varallisuudesta.

[530] Kiinteistövälittäjät, kauppakamarien tavarantarkastajat ja koneiden ja kalustojen myyjät, maahantuojat sekä autojen myyjät ovat sopivia asiantuntijoita, joilta voi pyytää kirjallisen arvioinnin. Tärkeätä on silloin varmistaa etukäteen, mihin tarkoitukseen lausunto tulee, ja vielä, että kyseessä on käypä hinta-arvio.

Dokumentointi päätyy tarkastushavaintojen ja saatujen lausuntojen arvioinnin perusteella edellä taulukossa 14 tehtyyn yhteenvetoon. Työpapereissa todetaan oikaistu oma pääoma ja otetaan selkeästi kantaa siihen, onko omaa pääomaa riittävästi kattamaan suunniteltu osakepääoma. Se voi merkitä, että taseen näytetty oma pääoma on negatiivinen, mutta oikaisujen jälkeen käypään hintaan arvioituna oman pääoman määrä varovaisestikin arvioiden riittää kattamaan suunnitellun osakepääoman.

Lopullisessa arvioinnissa oman pääoman määrästä, joka tulee olla taseessa yritysmuodon muutoksen jälkeen saatujen tarkastushavaintojen ja lausuntojen mukaan, tulisi sisältää usein vähintään noin 5 - 10 %:n ”turvamarginaalin”. Tämä arvio turvamarginaalista perustuu käytännön kokemukseen siitä varovaisuudesta, mitä tilintarkastajan on syytä noudattaa. Mitä enemmän yhtiöllä on vanhaa irtainta omaisuutta, sitä suurempi turvamarginaali, jollei ole erityisiä syitä tehdä toisin.

Kaikki arviot ja perustelut on selkeästi dokumentoitava. Mikäli taseen oma pääoma on ennen muutosta negatiivinen, mutta oikaistun laskelman mukaan riittävän positiivinen, ei yksityisottoja voisi tehdä enemmän kuin mitä - ”turvamarginaali” mukaan lukien - lasketun oman pääoman määrä sitä sallii.

Tilintarkastajan työpapereiden yhteenvetolaskelma voisi olla seuraavanlainen:

Taseen mukainen oma pääoma	xxxxx
Vastaavaa	
- Kiinteistön kirjanpidon ja käyvän hinnan erotus	+/- xxx
- Koneiden ja kaluston kirjanpidon ja käyvän hinnan erotus	+/- xxx
- Vaihto-omaisuusvaraston kirjanpidon ja hankintamenon epäkuranttiusvähennykset	- xxx
- Sijoitusten kirjanpidon ja käypien hintojen erotus	+/- xxx
- Saatavien varmuus (epävarmat vanhat saatavat, luottotappioriski)	- xxx
Vastattavaa	
- Velat (esimerkiksi verovelka kertyneistä ylipoistoista ja muista varauksista)	- xxx
Taseen ulkopuoliset asiat	
- Riita- ja oikeudenkäyntiasiat, josta saattaa seurata kuluja; muut vastuuvelvoitteet	- xxx
Oikaistu oma pääoma	xxxxx

Taulukko 14. Oikaistu oma pääoma

Henkilöyhtiön oma pääoma muutetaan osakeyhtiön omaksi pääomaksi, kun muutos osakeyhtiöksi on merkitty kaupparekisteriin. Esimerkiksi kommandiittiyhtiön oman pääoman rakenne voisi olla seuraavanlainen ennen muutosta (taulukko 15):[531]

Oma pääoma	
Arvonkorotusrahasto	xxxx
Äänettömät yhtiömiehet	xxxx
Vastuunalaiset yhtiömiehet	xxxx
Edellisen tilikauden voitto (tappio)	xxxx
Tilikauden voitto (tappio)	xxxx

Taulukko 15. Kommandiittiyhtiön oma pääoma

Osakeyhtiölain 8:1 §:n mukaan osakeyhtiön oma pääomaa jakaantuu *sidottuun* ja *vapaaseen* omaan pääomaan. *Osakepääoma* sekä kirjanpitolain mukainen *arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto* ja *uudelleenarvostusrahasto* ovat sidottua omaa pääomaa. Lisäksi OYLvpL 13 §:n mukaan edellisen osakeyhtiölain aikana kertyneet *ylikurssi- ja vararahastot* ovat sidottua omaa pääomaa. Muut erät ovat vapaata omaa pääomaa.[532]

Oman pääoman taseen erät siirtyvät sen määräisinä, mitä ne ovat olleet ennen muutosta. Siirto tapahtuu myös silloin kuin oma pääoma on negatiivinen. Muutoksena tulee osakepääoma positiivisena eränä, joka lisää muun oman pääoman negatiivisyyttä. Ehdoton edellytys osakeyhtiöksi muutokselle on, että henkilöyhtiön omaisuuden käypä hinta on tosiasiallisesti vähintään osakepääoman määräinen.

Edellä esitetty kommandiittiyhtiön oma pääoma voisi osakeyhtiöksi rekisteröimisen jälkeen olla seuraavanlainen (taulukko 16):

Oma pääoma	
(Sidottu)	
Osakepääoma	xxxx
Arvonkorotusrahasto	xxxx
(Vapaa)	
Vastuunalaiset yhtiömiehet	xxxx
Edellisen tilikauden voitto (tappio)	xxxx
Tilikauden voitto (tappio)	xxxx

Taulukko 16. Oma pääoma osakeyhtiöksi muutoksen tultua rekisteröityä.

[531] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry 2000, 29 ja Wiklund 1989a sekä 1989b.
[532] Katso myös Airaksinen & Pulkkinen & Rasinaho 2007a, 431 - 435 ja Villa & Mähönen 2006b, 290 - 291.

Osakepääomaksi riittää OYL 1:3 §:n mukainen minimimäärä 2.500 euroa. Jos yhtiömiehet ovat niin päättäneet perustamiskirjassa ja yhtiöjärjestyksessä, yli menevä osa äänettömien yhtiömiesten pääomapanoksesta voidaan ottaa vapaaseen omaan pääomaan. Arvonkorotusrahasto on aina sidottua omaa pääomaa osakeyhtiössä. Jos omaisuuden arvoissa on ”käypien arvojen” mukaan enemmän kuin mitä kirjanpitoarvot osoittavat, näitä ”piilossa” olevia eriä ei voida tässä ottaa esille (esimerkiksi toimintaan liittyvä itse luotu liikearvo kirjanpidon jatkuvuusperiaatteen mukaan, TVL § 24). Niiden esille ottaminen vaatisi, että osakeyhtiö siirtyisi kokonaan noudattamaan IFRS-standardeja tilinpäätöksessään. Jos hallituksen osakeyhtiölain muutosehdotus (HE 103/2007 vp, 57 - 59) hyväksytään, on mahdollista esittää oma pääoma liitetietona tai toimintakertomuksessa käypiin hintoihin.

4.5 Hinnan määrittäminen vähemmistöosakkeiden lunastuksissa

4.5.1 Välitysmenettely

Välitysmenettelyä käytetään yleisesti elinkeinoelämän riitakysymyksissä.[533] Laki välimiesmenettelystä (VML 967/1992) ja siihen myöhemmin tehdyt muutokset säätelevät välimiesmenettelyä.

VML 2 § asettaa välimiesmenettelykelpoisuudelle seuraavat edellytykset:[534]

- Kyseessä on yksityisoikeudellinen asia
- Kyseessä on oltava riitakysymys
- Asiassa voidaan tehdä sovinto osapuolten välillä
- Asia koskee jo olemassa olevaa riitaa tai sopimuksessa ilmaistusta oikeussuhteesta vastaisuudessa aiheutuvia riitoja, ellei laissa ole toisin säädetty.

VML lähtee siitä periaatteesta, että välimiesmenettely edellyttää asianosaisten välistä sopimusta siitä, että riitakysymys on sellaisissa menettelyissä ratkaistava. Vä-

[533] Ovaska 2007, 2. Katso myös Keskuskauppakamarin 2007 suositusta.
[534] Katso lähemmin Ovaska 2007, 31 - 39. Katso myös HE 109/2005 vp, 208 - 209 ja Mähönen & Villa 2006c, 386 - 402.

limiesten määrää ei ole laissa rajoitettu. Varsin usein käytetään myös yhtä välimiestä. Jos ei ole muuta sovittu, välimiehiä on VML 7 §:n mukaisesti kolme.[535]

Lunastushinnan sääntely ja sen perustelut korostavat tapauskohtaista arviointia, on luonnollista, että myös lunastushintaa koskevat asianosaisten käsitykset ja vaatimukset vaihtelevat tapauskohtaisesti. Vuonna 2000 tehtyjen välitystuomioiden mukaan markkinahinta on yleisemmin sovellettu hinnoitteluperiaate, mutta yhtenäistä käytäntöä ei ole ollut. Substanssiarvoon on tukeuduttu useammin kuin tuottoarvolaskelmiin. Myös molempien yhdistelmiä on käytetty. Substanssiarvo on eräänlainen vähimmäishinta.[536]

Tässä yhteydessä käsitellään jatkossa pakkolunastuksen arvonmäärityksen *lain mukaisia perusteita*, jonka jälkeen tarkastellaan lähemmin *kuutta välitystuomiota*, lähinnä käytettyjen arvonmääritysmenetelmien ja hinnoittelun perusteluiden kannalta.

4.5.2 Arvonmäärityksen lain mukaisista perusteista

Tilintarkastaja on usein mukana osakkeiden pakkolunastuksissa eri osapuolten lausunnon antajina ja osakkeiden hinnan arvioijana. Tilintarkastajan on hintalausunnon antajana syytä perehtyä tältä osin ainakin osakeyhtiölain, välimiesmenettelylain ja julkisen yhtiön tapauksessa arvopaperimarkkinalain säännöksiin. Aikaisemmista välitystuomioistuinten päätöksistä on myös hyötyä.

Arvopaperimarkkinalaissa on säädetty *lunastustarjousvelvollisuudesta,* joka koskee osakkeenomistajaa, jonka omistusosuus kasvaa 30 ja 50 prosenttiin yhtiön tuottamasta äänimäärästä.[537] Aikaisemmin voimassa ollut arvopaperimarkkinalain mukainen raja oli 2/3 osa äänimäärästä, joka merkitsi että joissakin pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksissä oli nykyisen lain tapaisia alempia lunastuksen rajoja.[538]

---

[535] Katso esimerkiksi Ovaska 2007, 47 ja 101.
[536] Timonen 2001, 354 - 356.
[537] AML 6:10, jota noudatetaan lain voimaantulon 1.7.2006 jälkeisiin ostotarjouksiin voimaantulosäännösten mukaan. Katso myös HE 6/2006 vp, 32, 43 ja 45 sekä Mähönen & Villa 2006b, 491 - 496.
[538] AML 6:14 §. Kairinen 2001 (25 - 71) on analysoinut pörssiosakkeen lunastushinnan määrittämisestä 10 välimiesoikeuden päätöksen mukaan vuosilta 1998 - 2000. Kirjoittaja toteaa, että kaupparekisteritietojen nojalla kaikki välitystuomioistuinten ratkaissut koskevat OYL:n mukaista lunastusta ja pelkästään AML:n mukaista lunastushintaa koskevia ratkaisuja ei ole ollut (s. 30).

Aikaisempi osakeyhtiölaki edellytti, että osakkeenomistajalla, jolla on yli 9/10 yhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä, *oli oikeus lunastukseen.*[539] Uudessa osakeyhtiölaissa on samanlainen raja.[540] Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrittää tiukemmat lunastusvaatimukset, kuin lain vaatima alin 30 prosenttia.[541]

Lunastusajankohta on tärkeä, koska sen jälkeen tapahtuneita muutoksia ei tule ottaa huomioon.[542] Julkisesti noteeratun osakkeen kurssi saattaa vaihdella jopa päivittäin, jolloin varsinkin tulosvaroitukset heilauttavat kursseja. AML:n lunastusvelvollisuus määräytyi sillä hetkellä kun äänivallan rajat ylittävä määrä on hankittu.[543] Osakeyhtiölain 18:2 §:n mukaan lunastajan on viipymättä ilmoitettava lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä.[544]

Lunastushinta on *käypä hinta,*[545] joka riitatapauksissa voidaan joutua määrittämään OYL 18: 3 - 4 ja 7 §:n mukaan välimiesmenettelyn avulla, joka säännös on lähtökohdaltaan samanlainen AML 6:11 §:ssä.[546] Käypää hintaa määritettäessä on otettava huomioon lunastusvelvollisuuden syntymistä edeltävän 12 kuukauden aikana

---

[539] EOYL (734/1978) 14:19 §.

[540] OYL 624/2006 18:1 §. OYL 23:1 §:n mukainen lunastusvelvollisuus, jonka mukaan osakkeenomistaja on toisen osakkeenomistajan kanteesta velvoitettava määräajassa lunastamaan osakkeet, voi tapahtua periaatteessa milloin tahansa kunhan pykälän ehdot täyttyvät. Katso Mähönen & Villa 2006b 513 - 518 ja 547. Lunastushinnaksi on määrättävä ilman vaikutusvallan väärinkäyttöä myös silloin käypä hinta (OYL 23:1 §).

[541] Kairinen 2001, 27 - 29 ja 70 on ottanut muun muassa Nokia Oyj:n yhtiöjärjestyksen määräykset esimerkiksi, jonka mukaan raja-arvot lunastusvelvollisuuden syntyyn ovat 33 1/3 prosentin ja 50 %:n prosentin rajapyykit. Nämä yhtiöjärjestykset ovat siten vanhentuneet. Myös lunastushinta on määritelty painotetuksi keskikurssiksi viimeisen kymmenen (10) pörssipäivän osalta tai viimeisten 12 kuukauden aikana maksettu osakkeiden keskihinta, sen mukaan kumpi näistä on korkeampi. Katso myös Kairinen 2001, 32 - 35 koskien lunastuksia välitystuomiossa. Katso Myös Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio 2002, 331 - 332 ja Mähönen & Villa 2006b, 160 - 169. Viimeksi mainitut kirjoittavat (s.164) myös suostumuslausekkeesta ja ”myrkkypilleristä” (s.167 - 169). Myrkkypillereillä tarkoitetaan yhtiöjärjestykseen otetun määräyksen, jonka mukaan osakkeenomistajalle syntyy velvollisuus tarjoutua ostamaan kaikki osakkeet tämän osakeomistuksen saavuttaessa tai ylitettäessä yhtiöjärjestyksen osoittaman osuuden yhtiön osakkeista tai äänistä. Vertaa Nuolimaa 1984, 294 - 339.

[542] HE 89/1996 vp, 150 - 151. Katso myös Silaskivi 2004, 1050 - 1051.

[543] HE 157/1988 vp, 53 - 54.

[544] Mähönen & Villa (2006b, 527) toteavat, että osakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireille tuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. (OYL 18:7.1). OYL 18:7,1 §:n asettama vaatimus on, että lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireille tuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Lakiin on implementoitu ostotarjousdirektiivin vaatimukset. OYL 18:7,2 § koskee pakollisia ostotarjouksia. Mikäli lunastusta on edeltänyt vapaaehtoinen ostotarjous, on se hinnanmäärityksen lähtökohtana (OYL 18:7,3 §). Katso lähemmin esimerkiksi Rimali 2007, 230 - 301.

[545] Nuolimaa (1984, 253) kirjoittaa, että osakeyhtiölain 22/1895 aikana joka kolmannessa yhtiöjärjestyksissä oli määritelty lunastushinta lunastuslausekkeessa, joka oli myyntihinta, vastikkeettoman siirrossa viimeinen verotusarvo tai kolmannen tarjoama hinta. Hän toteaa edelleen (s. 252) EOYL 734/1978 3:3 § 2 momentin mukaan käytettiin käsitettä käypä hinta. Sillanpää (1994, 130 - 137 ja 283 - 311) kirjoittaa AML ja EOYL:n mukaisista yhtiöjärjestyksen lunastusvelvollisuuksista, jossa vähemmistösuojasäännöksiä on tiukennettu. Katso myös Kaisanlahti 1998, 68 - 96.

[546] EU:n ostotarjousdirektiivistä ja käyvästä hinnasta, katso Mähönen & Villa 2006b, 498 - 513. Kaisanlahti 2003, 39 - 43, on tarkastellut artikkelissaan osakkeen käypää hintaa ja sijoittajien intressien yhdenmukaisuutta. Hän korostaa AML 6:1 §:n yhdenvertaisuusperiaatetta ja viittaa EU:n vastaavanlaiseen parlamentin ja neuvoston direktiiviehdotukseen, joka koskee julkista ostotarjousta. Ne eivät olleet ainakaan vielä vuonna 2003 yhtenevät. Lähtökohtana on korkein kurssihinta mitä tarjouksentekijä on maksanut 6 - 12 kuukauden aikana, kun se meillä on useimmiten 12 kuukauden kurssien mukainen keskihinta. Katso myös Silaskivi 2004, 1051 - 1062. Katso Nuolimaan 1984, 250 - 293 laajaa selvitystä EOYL:n mukaisesta pakkolunastushinnasta ja Sillanpään 1994.

julkisessa kaupankäynnissä *maksettu keskihinta*.[547] Se voi myös olla tätä korkeampi, jos muutoin samaan aikaan maksettu hinta on sitä tai erityiset olosuhteet sen osoittavat. Käypä lunastushinta on määritelty pörssiyhtiöitä koskevaksi, jolloin *markkina-hinta* on ensisijainen.[548] Jos osakkeen käypää hintaa ei voida määrittää pelkästään tehtyjen kauppojen perusteella, on lisätukea haettava teoreettisista arvonmääritystavoista (tuotto- ja substanssiarvolaskelmat).[549] Lunastushinnan määräämisessä ei saa ottaa huomioon sitä, että kyseessä ovat vähemmistöosakkeet.[550] Lunastushinnalle on maksettava *vuotuista korkoa* välimiesmenettelyn vireilletulon jälkeiseltä ajalta korkolain 12 §:ssä tarkoitetun viitekoron mukaisesti.[551] Erimielisyydet on annettava välimiesten ratkaistavaksi.[552]

Välimiesmenettelyn mukaisessa hinnoittelussa, jotka koskevat arvopaperipörssin ulkopuolisia yrityksiä, periaatteellinen lähestymistapa on erilainen. Koska markkinahintanoteerauksia ei ole, on käytettävä muita yleisesti hyväksyttyjä laskentatapoja, jolloin tilintarkastaja voi olla mukana antamassa arvionsa hinnaksi. Tilintarkastajaa voidaan myös valita välimieheksi, jolloin hän tässä ominaisuudessa voi olla mukana määrittämässä hintaa.[553] Julkisten osayhtiöiden välitystuomiot perustuivat tehdyssä tutkimuksessa sekä pörssikursseihin että tuotto- ja substanssiarvoihin.[554] Erityiset olosuhteet saattavat vaikuttaa hintaan niin, että esimerkiksi laskennalliset osakkeen tuotto- ja substanssiarvot poikkeavat markkina-arvosta.[555] Markkina-

---

[547] HE (6/2006 vp, 48) mukaan pidetään 12 kuukauden aikaväliä perusteltuna kurssivaihtelujen liiallisen suuren vaikutuksen välttämiseksi.

[548] af Schulten (2004b, 563) toteaa, että tähänastisen välimieskäytännön perusteella voidaan todeta, että käypänä hintana on yleensä pidetty osakkeen markkinahintaa, milloin se on voitu luotettavalla tavalla määrittää.

[549] Mähönen & Villa (2006b, 530 - 531) kirjoittavat, että välimieskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa on noteeraamattomien yhtiöiden osalta annettu substanssiarvostukselle olennaisempi merkitys kuin tuottoarvostukselle. Tuottoarvolaskelman sopivuutta he kuitenkin pitävät hyvänä, esimerkiksi välimiestuomiossa Karair Oy (1.8.1997, 19) välimiehenä Matti J. Sillanpää.

[550] Mähönen & Villa 2006b, 530 - 531 ja siinä viitatut välimiestuomiot sekä af Schulten 2004b, 563. Katso myös KKO 1993:31.

[551] OYL 18:7.

[552] OYL 18:3.

[553] VML 8 ja 9 §:n mukaan välimiehenä saa olla jokainen täysi-ikäinen henkilö, joka ei ole konkurssissa ja jonka toimintakelpoisuutta ei ole rajoitettu. Välimiehenä saa Suomessa toimia myös muu kuin Suomen kansalainen. Välimiehen tulee tehtävässään olla puolueeton ja riippumaton. VML:n edellytykset ovat vähimmäisvaatimuksia, joten asianosaiset voivat sopia lakia tiukemmista kelpoisuusvaatimuksista. Katso asiasta lähemmin HE 202/1991, 13 sekä Ovaska 2007, 102 - 123.

[554] Kairinen 2001, 25 - 71.

[555] Erityiset olosuhteet huomioon ottaminen voi edelleen tapahtua osakeyhtiölain mukaan, vaikka OYL 18:7 §:ssä ei enää näin määrätä kuten EOYL 16:5 §:ssä (HE 109/2005 vp, 173). Katso myös Mähönen & Villa 2006b, 528.
Kairinen esittää välitystuomioita, joissa on olosuhteet huomioon ottaen poikettu markkinahinnasta:
1. Käypä arvo alle markkinahinnan (16.3.1993, ns. Sophistics Oy-tapaus)
Välitystuomiossa lunastusvelvollisen tarjoama lunastusvastike Sophistics Oy:n osakkeesta oli 1 mk, vaikka tarjouksen esittämistä edeltävänä päivänä osakkeen ostokurssi OTC -listalle oli 12 mk ja myyntikurssi 15 mk. Lunastusvaatimuksen esittämisen jälkeen kurssi laski yhteen markkaan. Vähemmistöosakkaat eivät siihen kuitenkaan nojautuneet lausunnoissaan edeltävään kurssitasoon eikä siihen myöskään välitystuomiossa viitata. Vastaajien osakkeistaan maksamia kauppahintoja välimiesoikeus piti merkityksettöminä. Tuomiossa todettiin, että se seikka, että osakkeesta oli aikaisemmin maksettu huomattavasti sen tämän hetkistä käypää arvoa korkeampi hinta, ei sellaisenaan riitä poikkeamaan OYL:n käyvän arvon periaatteesta. Välimies vahvisti osakkeelle lunastushinnaksi 1 mk.
Tuomio perustunee lähtökohtaisesti tuomioistuimen käyttämään KHT-tilintarkastajan lausuntoon, jonka mukaan yhtiön oma

arvon ensisijaisuus on myös saanut vahvistusta *Ruotsin* korkeimmassa oikeudessa.[556]

Välimiesten on VML 31 §:n mukaan perustettava tuomionsa lakiin. Jos asianosaiset ovat niin sopineet, saavat välimiehet VML 31 §:n 3 momentin mukaan kuitenkin perustaa tuomionsa siihen, minkä he katsovat kohtuulliseksi (ex aequo et bono). Välitystuomion tulee 36 §:n säännöksen mukaan olla annettu kirjallisessa muodossa ja jokaisen välimiehen on se allekirjoitettava. VML ei sisällä säännöstä välitystuomion perustelemisesta. Tästä ei voi suoraan tehdä johtopäätöstä, ettei välimiesoikeus olisi velvollinen laatimaan perusteluja. Suomalaiseen lainkäyttöön kuuluu olennaisesti, että oikeudellinen ratkaisu perustellaan. Siten on hyvän välimieskäytännön perusteella epäilyksettä vaadittava, että välitystuomio on perusteltava.[557]

Kun tässä tutkimuksessa tarkastellaan lähemmin joitakin välitystuomioita, jotka koskevat *arvonmääritystä,* on tavoitteena ollut vain tuoda esille mitä välitystuomiossa on kerrottu *arvostusmenetelmästä* ja miten tuomiota on yleensäkin *perusteltu.* Välitystuomioiden yhtiöiden arvonmäärityksen lähtökohtana on yleensä *markkinahinta*. Ongelma syntyy tilanteessa, kun selvää markkinahintaa ei ole käytettä-

---

pääoma on negatiivinen konsernitilinpäätöksestä laskettuna. Ratkaisuun lienee vaikuttanut myös se, ettei yhtiö ollut enää toiminnassa lunastusmenettelyn aikana. Katso tarkemmin Kairinen 2001, 60 - 61 ja siinä olevat lähdeviittaukset.
2. Käypä arvo yli markkinahinnan (11.4.2000, Aspo Oyj v. ESL Shipping Oy:n muut osakkeenomistajat, välimiehenä Pekka Timonen)
Tässä tapauksessa Aspo Oyj vetosi siihen, että sen ja sen tytäryhtiön ESL Shipping Oy:n osakkeen käypä arvo voitaisiin määrittää emoyhtiö Aspo Oyj:n markkina-arvon perusteella. Välimiesoikeus kuitenkin katsoi, että markkina-arvo ja pörssikurssi kuvaavat ensisijaisesti markkinoiden odotuksia yhtiön tuloksentekokyvyn ja osakkeen arvonnousun suhteen, eikä niiden pohjalta voitaisi siten johtaa noteeratun yhtiön omaa substanssiarvoa eikä etenkään sen tytäryhtiön substanssi- tai muuta käypää arvoa. Siksi Aspo Oyj:n markkina-arvo oli merkityksetön ESL Shipping Oyj:n osakkeen käypää arvoa määrättäessä.
Erilaiset arvonmääritystavat johtivat tapauksessa ristiriitaisiin tuloksiin. Kauppojen perusteella käypä hinta olisi ollut enintään 115 mk. Osakkeiden tuottoarvo oli 105 mk ja substanssiarvo 132 mk. Kauppojen hintatasoa ei otettu huomioon sen vuoksi, että Aspo Oyj:llä oli ollut lunastuksen oikeuttava enemmistö koko sinä aikana, jolloin kaupat oli tehty ja Aspo Oyj oli ollut kaikissa kaupoissa ostajana. Välimiesoikeus katsoi, että näissä olosuhteissa kauppojen hintatasoa ei voida pitää samalla tavoin ensisijaisena kuin useiden anonyymien osapuolten väliseen pörssikauppaan perustuvaa osakkeen markkinahintaa. Välimiesoikeus katsoi olevan perusteltua poiketa kauppahinnasta, kun substanssi- ja tuottolaskelmien mukainen käypä hinta oli siitä poikkeava, ja vahvisti lunastushinnaksi osakkeen substanssiarvon mukaisen hinnan 132 mk. Katso lähemmin Kairinen 2001,61 - 62.
3. Muita poikkeavia perusteluita
a) 17.6.1988 Asko Oy v. Oy Latextil Ab (ent. Oy Finlayson Ab) muut osakkeenomistajat, välimiehenä Pauli Koski: Välimiesoikeus katsoi kohtuulliseksi antaa osakkeen markkina-arvolle kolminkertaisen painoarvon laskettaessa markkinahinnan, substanssiarvon ja tuottoarvon keskiarvoa, jolloin lunastushinnaksi saatiin 489 mk. Katso lähemmin Kairinen 2001,62 - 63.
b) 19.4.2000 Nordic Baltic Holding Ab v. Merita Oyj:n muut osakkeenomistajat, välimiehinä Risto Nuolimaa, Reijo Ruuhela ja Pekka Timonen: Tapauksessa välimiesoikeus arvioi markkinahinnan oikeellisuutta osakkeiden vaihdon määrän, niihin kohdistuvien tuotto- ja kasvuodotusten sekä P/E-luvun perusteella. Tällä tarkastelulla se tuli siihen tulokseen, että yhtiön osakkeen hinta oli muodostunut vapaassa vaihdossa ilman, että lunastaja olisi määräävässä asemassa toimillaan keinotekoisesti vaikuttanut hintaan omaksi eduksi. Katso lähemmin Kairinen 2001, 58 - 59.
c) Osakkeiden erilajisuuden huomioon ottaminen: Tunturipyörä Oy:n A-osakkeet (noteerattuja) ja K-osakkeet (eivät). A ja K osakkeille eri lunastushinnat (Turun hovioikeus 26.1.1999 S 98/492) ja välitystuomio Vattenfall Itäverkko Oy v. Revon Sähkö Oy:n A-osakkeiden muut osakkeenomistajat, välimiehinä Matti S. Kurkela, Manne Ariraksinen ja Kalervo Virtanen. Katso Kairinen 2001, 63 - 68 ja siinä olevat lähdeviittaukset.
[556] HE 6/2006 vp, 27. Katso lähemmin Kairinen 2001, 37, jossa viitattu niin kutsuttuun Balkentapaukseen, NJA 1996, 293 ja muihin kirjoittajan tekemiin viittauksiin.
[557] Ovaska 2007, 228 - 231.

vissä. Eräässä vähemmistöosakkeiden lunastustapauksessa on KKO:n ratkaisussa päättänyt, että lunastushinta määräytyy tehtyjen kauppojen perusteella, eli näin katsottiin syntyneen markkinahinta osakkeille.

> **KKO:1993:31. Osakekauppojen perusteella osakkeille oli muodostunut käypä hinta. Sulautuvan osakeyhtiön vähemmistöosakkeiden lunastushinta vahvistettiin näiden kauppojen perusteella. OYL 14 luku 3 § ja OYL 16 luku 5 §.**
>
> **Välitystuomio 13.10.1987**
> Osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:ssä säädetyn emoyhtiön lunastusoikeuden osalta oli välitystuomioissa katsottu, ettei osakkeiden suhteellisella määrällä saanut olla vaikutusta lunastushintaan. Jos suhteellisella osakemäärällä olisi vaikutusta lunastushintaan, osakkeenomistajan oikeusasema osakeyhtiölain 14 luvun 8 §:ssä säädetyssä tapauksessa muodostuisi täysin turvattomaksi. Samoin oli asia nyt tarkasteltavana olevaa osakeyhtiölain 14 luvun 3 §:n mukaista lunastushintaa määrättäessä. Osakekohtainen lunastushinta oli määritettävä samaksi riippumatta siitä, oliko sulautumista vastustaneella henkilöllä lähes kolmasosa yhtiön osakkeista vai esimerkiksi alle yksi prosentti yhtiön osakkeista.
>
> Kun lunastettavan yhtiön osakkeilla oli 31.12.1985 ja kesäkuussa 1986 tehdyissä kaupoissa maksetut kauppahinnat jaettiin luovutettujen osakkeiden lukumäärällä, päädyttiin seuraaviin hintoihin: 31.12.1985 225 osaketta 27 667 markkaa kappaleelta, 13.6.1986 225 osaketta 28 111 markkaa kappaleelta ja 19.6.1986 25 osaketta 27 800 markkaa kappaleelta. Kun näiden luovutusten yhteenlasketut kauppahinnat 13 245 000 markkaa jaettiin yhteensä luovutettujen osakkeiden määrällä eli luvulla 475, päädyttiin 27 884 markan osakekohtaiseen hintaan.
>
> Näillä perusteilla välimies oli määrännyt vähemmistön osakkeista maksettavaksi, lunastusvaatimuksen tekemishetken 10.9.1986 mukaan määräytyväksi osakkeiden lunastushinnaksi 27 884 markkaa kappaleelta eli koko lunastushinnaksi 50 osakkeelta 1 394 200 markkaa. Lunastushinnalle oli maksettava 16 prosentin vuotuinen korko 13.10.1987 lukien.
>
> **Oulun Raastuvanoikeuden päätös 23.1.1989**
> Raastuvanoikeus, jossa asianosaiset ovat vaatineet korvausta oikeudenkäyntikuluista, Superlinjat Oy korkoineen, on katsonut, ettei ollut aihetta välitystuomion muuttamiseen, ja hylännyt kanteen. Kantaja velvoitettiin korvaamaan vähemmistöosakkaan oikeudenkäyntikulut raastuvanoikeudessa 49 131 markalla 16 prosentin korkoineen 23.1.1989 lukien
>
> **Rovaniemen HO**
> Raastuvanoikeuden tuomioon ei muutosta.
>
> **KKO 17.3.1993**
> Hovioikeuden tuomioon ei muutosta.

Muiden Pohjoismaiden oikeuskäsittelyssä on hyvin paljon samankaltaisuuksia kuin Suomen ratkaisuissa.

Norjan osakeyhtiölaki perustuu kaikkien osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen hinnoittelussa. Pakkolunastuksia oli vuosien 1976 - 2003 välisenä aikana ollut Norjassa yhteensä 63, joita oli analysoitu.[558] Arvostusmenetelmänä oli käytetty oikeuksien päätöksissä *substanssiarvoa* päämenetelmänä ja vähiten vähemmistön vaatimuksissa, joissa artikkelin mukaan jopa 40 % jutuissa ei ole lainkaan esitetty mi-

[558] Boeren & Krosvik 2005, 122 - 152

tään laskelmia. Markkina-arvo on kuitenkin ensisijainen hintaperuste.[559] *Markkina-arvoa* (osakekurssien mukaan) oli eniten käyttänyt lunastaja laskelmissaan. Oikeuden päätösten perustana osakekurssit ovat päämenetelmänä olleet pakkolunastuksissa noin 42 % tapauksista.

Ruotsin vähemmistön osakkeiden hinnan lähtökohtana pakkolunastustapauksissa on niin ikään pidetty markkinahintaa.[560] Välimiesoikeuden tapauksissa oli eri osapuolet käyttänyt hinnoitteluissaan eri tavalla laskettuja *markkinahintoja* (pörssikursseja ja keskimääräisiä kurssihintoja) ja *teoreettisia laskelmia* (substanssi- ja tuottoarvolaskelmia). Niin sanotussa Balken - oikeusjutussa, joka läpikävi eri oikeusasteet 10 vuoden aikana, Korkeimman oikeuden lopullisessa päätöksessä todettiin *todellisen hinnan (verkligt värde)* osakkeille olevan sen lunastushinta. Todellisella hinnalla tuli ymmärtää osakkeen, ei yrityksen markkinahintaa.[561] Tuomiossa todettiin, että pakkolunastuksen myynnin lopputulos tulisi niin pitkälle kuin mahdollista antaa saman lopputuloksen kuin jos myynti tapahtuisi osakkeiden vapaaehtoisena myyntinä.

Lunastuksen ajankohdaksi Ruotsin Korkein oikeus totesi olevan ”dagen för påkallande av tvångsinlösen.”[562] Periaatteena oli niin ikään sama hinta niin enemmistö- kuin vähemmistöosakkeille. Pääsääntönä oli siis, että julkisen osakeyhtiön osakkeen hinnaksi tulee lähtökohdaksi julkisen kaupankäynnin perusteella syntynyt hinta, jota voidaan oikaista ottamalla huomioon teoreettisia arvolaskelmia.[563] Tapahtumat hinnan määräytymisajankohdan jälkeen ei saanut vaikuttaa, koska vähemmistöosakas ei voinut vaikuttaa enemmistön tekemiin päätöksiin.[564] Kuitenkin niin, että tietoa jota saadaan vasta myöhemmin, sallitaan vaikuttavan arvostukseen, jota kuitenkin pitää käyttää kriittisesti.

---

[559] ”At minoritetseierne skal ha sin proprsjonale andel av selskapets underliggende verdi ved tvangsinnloesning, betyr ikke at aksjekursen runt dette tidpunktet er irrelevant for verdsettelsen. Tvert imot vil en oekonom hevde at dersom kursdannelsen skjer i et marked naer frikonkurranse likevekt, så er kursen på selskapets aksjer det beste anslaget på underliggende verdi av eiernes eiendeler i selskapet.” Boeren & Krosvik 2005, 132.

[560] Jennergren 1996 - 97, 59 - 91. Tutkimuksen kohteena on niin sanottu Balken - oikeusjuttu, mutta myös 24 aikaisempaa välimiesoikeuden päätöstä, joita on analysoitu ja verrattu Balken - jutun päätöksiin. Balken - juttua käsiteltiin Ruotsissa eri oikeusasteissa 10 vuotta. Artikkeli käsittelee markkinahintoja ja teoreettisia arvoja (marknadspriser och teoretiska värden) pakkolunastusjutuissa ennen ja jälkeen Balken - oikeusjuttua. Artikkelissa käsiteltiin pelkästään lunastushinnan määrittämistä.

[561] Jennergren 1996 - 97, 73 ”Enligt gällande rätt är det aktiernas (alltså inte företagets) *verkliga värde* som ska ersättas vid tvångsinlösen av minoritetsaktier .”

[562] Jennergren 1996 - 97, 75

[563] Jennergren 1996 - 97, 82. Vertailua teoreettisesti laskettuihin hintoihin tehtiin hovioikeudessa, muttei enää Korkeimmassa oikeudessa.

[564] Jennergren 1996 - 97, 83. ”Värderingen ska inte inkludera synergivinster, som bara moderbolaget kan skapa.

4.5.3 Arvonmääritys joissakin välitystuomioistuinten tuomioissa

Välitystuomioistuinten ratkaisuissa arvonmäärityksen tekijänä voi olla yhtiön oma tai ulkopuolinen muu tilintarkastaja, joka siten avustaa välimiehiä tai on yhtenä välitystuomioistuimen jäsenenä. Tämä on tilanne silloin kun on syntynyt erimielisyyttä hinnasta ja kyseessä on osakeyhtiö, joka ei ole pörssiyhtiö tai yhtiö, joka on muu julkinen osakeyhtiö. Kyseessä voi siis myös olla julkinen osakeyhtiö niissä tapauksissa, jolloin luotettavaa markkinahintaa ei ole.

Seuraavassa tarkastellaan kuuden välitystuomioistuinten tuomioita vuosilta 1997 - 2006 lähinnä vain niissä esitettyjen arvonmääritysmenetelmien ja niiden perusteluita silmällä pitäen. Välitystuomiot esitetään aikajärjestyksessä.[565]

4.5.2.1 Karair Oy

Välituomio välitystuomio 1.8.1997, ***Finnair Oy v. Karair Oy****:n muut osakkeenomistajat, välimiehenä Matti J. Sillanpää.*

Emoyhtiö Finnair Oy oli 1993 saanut omistukseensa 96,4 % Karair Oy:n osakkeista ja 97,6 % osakkeiden äänimäärästä ja oli tarjoutunut lehti-ilmoitusten ja osakerekisterin osoitetietojen lähettämän kirjeen perusteella lunastamaan EOYL:n 14:8 §:n ja 9 §:n mukaan jäljellä ulkona olevat hintaan 180 markkaa kappaleelta. Lunastamatta jäi vielä tämän jälkeen 1.727 osaketta (2,7 %). Emoyhtiö järjesti vakuuden tarjotun hinnan mukaan ja toteutti fuusion.[566] Kantaja, joka omisti yhden osakkeen, vaati 14.6.1996 päivätyssä kirjelmässään välimiesoikeutta vahvistamaan hinnaksi 800 markkaa osakkeelta.[567]

Lunastusajankohdaksi vahvistettiin välimiesten asettamista koskevan hakemuksen mukaan, eli helmikuun alkupuolelle 1996.[568] *Lunastushinnaksi* tulisi osakkeen *käypä hinta*, jota täsmennettiin osakeyhtiölain säännöksellä, jonka mukaan osakkeiden

---

[565] Katso myös Kairinen 2001, 25 - 71 ja siinä analysoituja 10 välitystuomioistuinten ratkaisuja vuosilta 1998 - 2000, jotka eivät ole samat kuin tässä tutkimuksessa läpikäydyt.

[566] Välimiesoikeuden tuomiosta (34 sivua) on poimittu joitakin tämän tutkimuksen kannalta olennaisia asioita.

[567] Välitystuomio 1.8.1997, 4 - 5.

[568] Välimiesoikeus totesi, ettei (voimassa olevasta) osakeyhtiölaista eikä lain esitöistä ilmennyt, minkä ajankohdan mukaan käypä arvo tulisi määrätä. Finnair oli vaatinut arvonmäärityksen ajankohdaksi heidän lunastusvaatimuksen esittämää ajankohtaa ja sitä ennen laaditun välitilinpäätöksen 31.3.1993 mukaan. Välimiesoikeus totesi, että tämä olisi ollut oikea arvonmäärityksen ajankohta, jos Finnair olisi saattanut lunastusvaatimuksensa normaalilla tavalla loppuun, eli jos se olisi lunastusajan jälkeen käynnistänyt välimiesmenettelyn kaikkien vähemmistöosakkeiden lunastamiseksi. Näin ei tapahtunut. Välimiesoikeus vahvisti Karair Oy:n arvonmäärityksen kannalta helmikuun alkupuoliskon 1996, koska välimiesten asettamista koskevan hakemuksen esittämispäivä oli 12.2.1996. Katso myös tuomion s. 17 viittaukset vastaavan Ruotsin korkeimman oikeuden samansuuntaiseen ratkaisuun, NJA 1992:885 sekä HE 27/1977 vp, 116 ja HE 109/2005 vp, 173 ja Mähönen & Villa 2006b, 527 - 528.

lunastushintaa määrätessään välimiesten on otettava huomioon *kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat*. Näin tarkasti eri asioita ei enää tarvitse ottaa huomioon.[569]

Liiketoimintaa jatkuvasti harjoittavan yrityksen käyvän hinnan teoreettisena arvostusmenetelmällä tulisi käyttää *tuottoarvolaskelmamenetelmää:*

> Toimivan yrityksen arvon määrittelyssä ei ole olemassa yksiselitteistä ja yhtä ainoaa oikeaa menetelmää. Arvon määritys ja siinä käytetyt menetelmät ovat aina tapauskohtaisia. Liiketoimintaa jatkuvasti ja suunnitelmallisesti harjoittavan, voittoon pyrkivän ja sitä myös tosiasiassa tuottavan yrityksen kohdalla yrityksen arvo ja sitä kautta osakkeen käypä hinta määritellään pääsääntöisesti tuottoarvon perusteella. Muita arvonmääritysmenetelmiä, kuten substanssiarvon laskeminen, käytetään ainoastaan, jos arvonmäärityksen kohteena olevaan yritykseen liittyvät erityiset syyt tätä edellyttävät, ja lisäksi tuottoarvon määrittelyssä näitä muita menetelmiä voidaan käyttää täydentävinä ja tarkistavina tekijöinä.(s.19)

Jos osakkeella ei ole selkeää markkinahintaa eikä tuottoarvonkaan laskeminen ole mahdollista, on käytettävä *substanssiarvolaskelmamenetelmää:*

> Karairin osakkeen lunastushinta on määriteltävä laskennallisesti lähinnä yhtiön substanssiarvon ja siihen tehtävien oikaisujen pohjalta, koska osakkeella ei ole selkeää markkina-arvoa, eikä tuottoarvonkaan laskeminen ole mahdollista, koska yhtiön itsenäinen toiminta on lopetettu puoli vuotta arvonmääritysajankohdan jälkeen. (s. 19)

Tunnuslukuun perustuvassa vertailussa käytettiin ulkopuolisen asiantuntijan arviota. Finnair käytti lunastushintana Karairin kevään 1993 substanssiarvoon perustuvaa hintaa 180 markkaa osakkeelta. Yhtiö kykeni kuitenkin puoli vuotta lunastusvaatimuksen jälkeen antamaan emoyhtiölleen 260 markan osakekohtaisen konserniavustuksen.

> Tuottoarvo olisi ollut moninkertainen yhtiön tarjoamaan hintaan nähden. P/E-luvut laskettiin ulkopuolisen asiantuntijan laatimien laskelmien mukaisiin arvoihin, jotka olivat tasesubstanssin osalta 168 markka osakkeelta, kassavirran perusteella laskettuun osakkeen nykyarvoon 406 markkaa osakkeelta ja estimoituun hinta-arvioon 454 markkaa, 568 markkaa tai 681 markka, riippuen siitä mikä asiantuntijan harkitsema hinta/voittosuhdetta valitsi. Päädyttiin 8, 10 tai 12 P/E lukuihin. Hinta-arvio tilinpäätöksen 1993 -94 toteutuneen tuloksen perusteella olisi P/E-luvulla 10 päätynyt 3.000 markkaan ja 1994 -95 710 markkaan osakkeelta. (s. 20)

Välimies totesi, ettei hän hyväksy kummankaan osapuolen esittämiä laskelmia, vaan suoritti arvonmäärityksen itsenäisesti (s. 20). Arvio perustui korjattuun substanssiarvoon (taulukko 17), jolloin lähtökohtana olivat Karairin tilinpäätökset 31.3.1995 ja 31.3.1996. Missä määrin enemmistöosakkaan määräysvallan käyttäminen oli vaikuttanut yhtiön arvoon, oli ongelmallista selvittää. Osa kannattavuu-

[569] OYL 16:5§ 2 momentti. Katso myös kommentit OYL:n nyt voimassa olevia 18 luvun säännöksistä Mähönen & Villa

den heikkenemiseen liittyi tappiolliseen liiketoimintaan, osa taasen johtui emoyhtiön toimintapolitiikan muutoksista, josta fuusion valmistelut olivat yhtenä mukana. Konserniavustukset emoyhtiölle olivat suurimmat tuloksensiirrot.

Omat varat	
Osakepääoma	950 625 mk
Vapaa oma pääoma 31.3.1995	1 844 603 mk
Osingonjako	-1 837 875 mk
Yhteensä	957 353 mk
Oikaisut	
Konserniavustukset	
-1992-93	13 708 855 mk
-1993-94	16 650 000 mk
-1994-95	5 500 000 mk
- saatu konserniavustus 1995-96	-6 290 000 mk
-konserniavustuksen korot	4 792 400 mk
Lentokoneen ja Sampo-osakkeiden käyvän arvon ja kirjanpitoarvon erotus	2 942 000 mk
Eläkesäätiön vastuuvajaus	-571 993 mk
Liikearvo	8 414 480 mk
Yhteensä	45 145 742 mk
Oikaistu substanssiarvo 31.12.1995	46 103 095 mk
Oikaistu substanssiarvo/osake (osakkeita 63 375 kpl)	727 mk

Välimies vahvisti Karairin osakkeen käyvän arvon helmikuussa 1996 olevan 727 markkaa.

Taulukko 17. Välimiesoikeuden tuomion substanssiarvolaskelma (Karair Oy) [570]

Välimiesoikeudenkäynnissä vakiintuneesti käytetyn hinnanlisäyksen määrä on laskettu kohtuullisesti katsotun korkokannan perusteella. Arvonmääritysajankohdasta alkaen siihen asti kunnes välitystuomio tuli lainvoimaiseksi, hyvitettiin osakkeenomistajia Suomen Pankin kulloinkin voimassaolevan peruskoron mukaisen koron ja sen jälkeen normaalin viivästyskoron mukaisesti. Arvonmäärityspäiväksi vahvistettiin 12.2.2006, jolloin välimiesten asettamista tarkoittava hakemus oli saapunut Keskuskauppakamarin välityslautakunnalle. [571]

Lähtökohtatiedot on tuomiossa esitetty selkeästi. Tuomiosta löytyy myös tietoa siitä, että molemmat osapuolet olivat esittäneet sekä substanssi- että tuottoarvolaskelmia. Välimies ei kuitenkaan hyväksynyt osapuolten esittämiä laskelmia. Hylkäämisen perusteluista ei kuitenkaan ilmene tarkemmin missä osapuolten laskelmat ovat puutteellisia tai virheellisiä. Tuomiossa on esitetty korjattu substanssiarvolaskelma, jonka mukaan osakkeen hinta on määrätty.

2006b, 513 - 543.

[570] Välitystuomio s. 27.

[571] Välitystuomio s. 29.

Taulukossa 17 on poimittu välimiesoikeuden tuomiosta esitetty substanssiarvolaskelma. Lähtökohtana on ollut tase, jota on oikaistu nähtävästi harkinnan mukaan osapuolten esittämillä oikaisuilla. Tuomiossa ei kaikilta osin ole selkeästi perusteltu tehtyjä valintoja, mutta se osoittaa hyvin välimiesoikeuden päätöksen sisällön ja lopputuloksen. On selvää, että oikaisuerät kuten konserniavustukset ja eläkesäätiön vastuuvajaus tulevat suoraan tilinpäätöksistä. Sen sijaan esimerkiksi suuri liikearvon oikaisu olisi vaatinut tarkempaa perustelua.

4.5.2.2 Hakaniemen Lääkäriasema

Välitystuomio 30.12.1998, ***Sairaalaosakeyhtiö Mehiläinen v. Hakaniemen lääkärisasema Oy****:n vähemmistöosakkaat, välimiehenä Eero Routamo.*

Sairaalaosakeyhtiö Mehiläinen oli 28.10.1997 saapuneella hakemuksella pyytänyt Keskuskauppakamaria määräämään välimiehen ratkaisemaan lunastusoikeutta ja -hintaa koskevat kysymykset.[572] Lunastaja oli esittänyt vaatimuksenaan välimiesoikeuden vahvistettavaksi hinnaksi 460 mk/osake. Vähemmistöosakkeenomistajien vaatimukset hinnaksi olivat 5 000 mk/osake ja 30 000 mk/osake. Lunastusoikeus todettiin olevan OYL:n 14 luvun 19 §:n ja 21 §:n mukaan riidattomaksi, koska lunastaja omisti 91,2 % Hakanimen lääkäriasema Oy:n osaketta.

Aineistoa oli asiassa välimiehen tuomion mukaan noin 3000 sivua ja kahdeksan henkilöä oli kuultu asiassa. Välitystuomiodokumentti käsittää kahdeksan sivua ja yhden liitteen. Perusteluista poimittiin seuraavaa: (s.5-6)

1) Korkein lunastusvaatimus 30 000 markkaa on 65 kertaa lunastustarjouksen 460 markkaa/osake määrä;

2) Todistajalausuntojen mukaan lääkäritoimen harjoittaminen osakeyhtiömuotoisessa lääkärikeskuksessa poikkeaa tavattomasti normaalista osakeyhtiöön liittyvästä menettelystä sijoittaa yhtiöön riskipääomaa arvonnousun tai osinkotuoton toivossa;

3) Kiistatonta on, että osakeyhtiön kuuluessa konserniin, saa emoyhtiö määräämisvaltansa nojalla valita tytäryhtiön hallituksen ja päättää sekä tytäryhtiön että koko konsernin liiketaloudellisesta strategiasta;

4) Todistajat, kuultavat ja vastaajat ovat esittäneet varsin erilaisia näkemyksiä lääkärikeskuksen osakkeiden käyvästä hinnasta, josta esimerkkeinä

   - osakkeille ei ole oikeastaan markkinoita lainkaan;
   - Hakaniemen 3 osaketta on vuonna 1997 myyty 5 000 mk:lla;

[572] Välitystuomiosta (9 sivua) on poimittu joitakin tämän tutkimuksen kannalta olennaisia asioita

- osakepääomaa korotettaessa osakaslääkärit eivät ole halunneet merkitä 1 000 markan hintaan osakkeita;
- laboratorioiden ylihinnoista, käyttöomaisuuden liikapoistoista tai hallintokulujen väärästä jakamisesta konserniyhtiöiden kesken ei ole luotettavasti esitetty;
- jos lunastushinnaksi asetettaisiin 30 000 markkaa, koko yhtiön arvo olisi kokonaisosakemäärällä 3462 kpl 103 860 000 markkaa, kun liikevaihto on ollut vuosittain noin 70 miljoonaa markkaa. Tilinpäätösten ja tehtyjen osakekauppojen perusteella tämä arvo todettiin olevan selkeästi liian korkea.
- konserniyhtiöille lainatusta rahamäärästä 20 000 markkaa saatu korkohyvitys ei ole ollut kohtuullinen (tuottoarvoa laskiessaan lunastaja on itse esittänyt kohtuulliseksi tuottotavoitteeksi 15 prosenttia);
- Hakaniemellä on selkeästi liikearvoa, koska se on suuri, tunnettu lääkärikeskus ja sen sijaintipaikat Helsingin Hakaniemessä ja Forumissa ovat toiminnan kannalta varsin hyviä;
- esitetty ristiriitainen aineisto johtaa siihen, että välimies joutuu osakkeen käypää hintaa määrätessään suurelta osin turvautumaan harkintaan.

Näillä perusteilla välimies vahvisti Hakaniemen käyväksi lunastushinnaksi 3 000 markkaa.

Välitystuomiossa ei ole kerrottu laskentamenetelmää, mutta esitetyt kommentit viittaavat osapuolten tekemiin *tuottoarvo- ja substanssiarvolaskelmiin*, josta lopullinen hinta on tuomioraportin mukaan määräytynyt välimiehen *harkinnalla.* Tuomiota lukemalla ymmärtää kyllä välimiehen vaikeudet perustaa tuomiota osapuolten esittämiin tietoihin ja laskelmiin. Tämän tutkimuksen kriteerien kannalta jää kuitenkin epäselväksi ne välimiehen tiedot ja argumentit, jotka osoittavat miten tuomion osakkeen hintaan on päädytty.

4.5.2.3 Kauppakaari Oyj

Välitystuomio 4.12.2000, ***Talentum Oyj v. Kauppakaari Oyj****:n muut osakkaat*, välimiehenä Eero Routamo.

Talentum Oyj:n omistukseen oli 17.4.2000 mennessä siirtynyt yli 2/3 Kauppakaari Oyj:n osakkeista, oli yhtiö ryhtynyt AML:n tarkoittamaan lunastusmenettelyyn. Talentumin mukaan Kauppakaaren kurssi oli juuri ennen lunastusvelvollisuuden syntymistä 14 euroa osakkeelta, joten se tulisi vahvistaa hinnaksi. Lunastustarjous on päivätty 19.5.2000.[573]

[573] Välimiesoikeuden tuomiosta (9 sivua) on poimittu joitakin tämän tutkimuksen kannalta olennaisia asioita.

Rahoitustarkastuksen hyväksytyssä tarjousasiakirjassa lunastushinnaksi oli ilmoitettu 14,40 euroa eli 85,62 markkaa osakkeelta. Edeltävän 12 kuukauden aikana julkisessa kaupankäynnissä arvopaperista maksettujen hintojen kaupankäynnin määrillä painotettu keskihinta oli 18,80 euroa. Vähemmistöosakkaat olivat voimakkaasti vedonneet siihen, että kolmessa eri kaupparekisteriin tehdyssä Talentumin ilmoituksessa Kauppakaaren osakkeiden apporttiarvoksi ilmoitettiin 23,20 euroa, jonka myös tilintarkastaja oli vahvistanut arvoksi apporttiomaisuudelle. Viimeisin ilmoitus oli jätetty 23.5.2000.

> Osakeyhtiölain 14 luvun 19 §:n mukaan lunastajalla on oikeus lunastaa vähemmistön osakkeet käyvästä hinnasta. Lunastuksia koskevassa välimieskäytännössä on vakiintunut ajatus siitä, että käypä hinta on määriteltävä ikään kuin koko osakekanta olisi kerralla myytävänä. Arvioon ei sen vuoksi vaikuta se, että kysymyksessä on vain vähäinen osakemäärä. jonka myyminen ei ehkä onnistuisi lainkaan, etenkään silloin, jos yhtiö ei ole julkisesti noteerattu.(s.6)

Välimies päätyi *arvioimaan käypää hintaa* tässä yksittäistapauksessa yksinomaan Kauppakaaren lähtökohdista ja arvioi käyväksi hinnaksi 20 euroa osakkeelta. Huomio kiintyi erityisesti siihen, että lunastusajankohdan 17.4.2000 osakkeen hinnaksi tuli 20 euroa osakkeelta ja kuitenkin vielä 23.5.2000 ilmoitettiin kaupparekisteriin apporttiomaisuudeksi 23,20 euroa osakkeelta. Tätä asiaa ei välimies tarkemmin kommentoinut.

Arvio perustui siten välimiehen *perusteltuun harkintaan* osakkeen hinnasta kurssinoteerauksien pohjalta. Muita laskentamenetelmiä ei esitetty perusteluissa kuin suhdelukua 0,8, jonka mukaan olisi päädytty korkeampaan hintaan mitä oli vaadittu, joten välimies ei huomioinut tätä arviointia.

4.5.2.4 Sonera Oyj

*Välitystuomio 26.6.2003,**TeliaSonera AB v. Sonera Oyj**:n vähemmistöosakkeenomistajat, välimiehinä Raimo Immonen, Eero Routamo ja Seppo Villa.*

TealiaSonera AB oli 9.12.2002 ilmoittanut Sonera Oyj:lle OYL 14:9 §:n mukaisen lunastusoikeuden syntymisestä. Kannekirjelmässään kantaja oli vaatinut välimiesoikeutta vahvistamaan Sonera Oyj:n osakkeen lunastushinnaksi 5,00 euroa.[574]

[574] Välimiesoikeuden tuomiosta (94 sivua) on poimittu joitakin tämän tutkimuksen kannalta olennaisia asioita.

Kauppahinta tuli käteissuorituksen ohella myös vaihtomahdollisuus TealiaSonera AB osakkeisiin.[575]

Välimiesoikeus totesi (s.8), että *markkinahinta* on osakkeen *käyvän hinnan* määrittämisen lähtökohta. Lunastettavat osakkeet noteerattiin Helsingin Pörssin päälistalla sekä yhdysvaltalaisessa Nasdaq National Market -kaupankäyntijärjestelmässä ADS-muotoisina osakkeina.

> *Kantajan perusteluiden* mukaan osakkeen markkina-arvon on katsottu olevan oikeuskirjallisuuden ja oikeuskäytännön mukaan ensisijainen osakkeen tuotto- ja substanssiarvoon nähden. Myös listaamattomien osakkeiden osalta on oikeuskäytännössä katsottu, että kauppahinta muodostaa käyvän hinnan, jos kaupan kohteena on ollut paljon osakkeita joko yhdellä tai useammalla kaupalla. Markkinahinnasta on katsottu voitavan poiketa, mikäli markkinahintaa on tietoisesti manipuloitu tai mikäli se perustuu satunnaiseen tai vähäiseen kaupankäyntiin. Oikeuskäytännössä on katsottu, että tehokkaalle hinnanmuodostukselle vapaassa kaupankäynnissä voidaan pitää riittävänä jo yli 20 prosentin vuosivaihtoa.
>
> Sonera Oyj:n osakkeilla oli käyty riittävästi kauppaa Helsingin Pörssissä, jotta niille voidaan osoittaa vapaaseen vaihdantaan perustuva käypä hinta. Perusteita poiketa osakkeelle vapaassa vaihdannassa muodostuneesta markkinahinnasta ei tässä tilanteessa ollut.
>
> Sonera Oyj:n osakkeelle vapaassa vaihdannassa muodostunut käypä hinta oli 5,00 euroa ja Sonera Oyj:n osakkeiden lunastushinnalle maksettava käypä korko on enintään 5,00 prosenttia.(s.4-14)
>
> *Vastaajien* vastineissa *uskottu mies* vaati, että välimiesoikeus vahvistaa Sonera Oyj:n osakkeen lunastushinnaksi 5,75 euroa ja että vakuuden jäljelle jäävälle määrälle on lisättävä korkolain mukaan määräytyvä laillinen viivästyskorko vuoden 2006 loppuun saakka.
>
> Perusteluissa todettiin 5 euron hinnan osakkeelta perustuvan vuonna 2002 tehtyjen kauppojen keskikurssiin. OYL 16:5 §:n 2 momentti mukaan on ”otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa asiaan vaikuttavat seikat.” Hallituksen esityksessä kuitenkin korostetaan, että vähemmistöosakkeesta on lunastuksessa tarjottava niin korkea hinta, että osakkeenomistajat voivat tappiotta sijoittaa pääomansa muualle. Julkisesti noteeratun yhtiön kannalta tämä tarkoittaa, että lunastushinnan on vastattava ainakin lunastusrajan ylittämishetkellä vallinnutta kurssitasoa (HE 27/1977).
>
> Osa vastaajista hyväksyi tarjotun 5,00 euron hinnan, osa vaati jopa 23,75 euroa/kpl, koska oli ostettaessa maksanut niistä tämän verran (s. 16 -18).

Välimiesoikeus päätyi [576] vahvistamaan EOYL 14:19 §:n 1 momentin ja 16:5 §:n 2 momentin nojalla Sonera Oyj:n osakkeen käyväksi *markkina-arvoksi* kantajan tarjoamasta hinnasta poiketen 5,78 euroa osakkeelta. Tuottokorkoa määrättiin sen ajankohdan yleisen korkotason ja sijoitusmarkkinoiden yleisen keskimääräisen tuottotason mukaisesti käyväksi koroksi 5,0 %, joka laskettiin 21.3.2003 ja lunastushintaa koskevan tuomion lainvoimaiseksi tuloon saakka. Tuomiossa vahvistet-

[575] Lunastushinnan määräytymisestä vaihto-osakkeen perusteella, jossa vaihdettavan osakkeen käypään arvoon kiinnitettiin huomiota, on käsitelty tuomiossa sivuilla 27 - 30.

[576] Välimiesoikeuden hintapäätös perusteluineen kokonaisuudessaan tuomiossa s. 80 - 86

tiin osakkeen markkina-arvon mukainen hinta. Annettujen tietojen mukaan ei kuitenkaan kerrottu, kuinka päädyttiin hintaan 5,78 euroa osakkeelta. Hinta poikkesi hieman esimerkiksi uskotun miehen vaatimasta hinnasta 5,75 euroa osakkeelta.

4.5.2.5 Rovakairan Tuotanto Oy

Välitystuomio 30.4.2004, ***Ounastähti-kehittämiskuntayhtymä v. Rovakairan Tuotanto Oy:****n muut osakkeenomistajat, välimiehenä Juha Kiiha.*

Kuntayhtymä oli hankkinut Rovakairan Tuotanto Oy osakkeita niin paljon, että se ylitti 9/10 osakkeiden kokonais- ja äänimäärästä. Lunastajalle oli siten syntynyt EOYL 14:19 §:n mukainen oikeus lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet.[577] Lunastushinnaksi esitettiin 20.5.2003 käyväksi arvoksi 8,60 euroa osakkeelta, joka perustui Rovakairan Tuotanto Oy:n tilinpäätöksen 31.12.2002 perusteella lasketuun tasearvoon (*substanssiarvo*). Hintaa korotettiin myöhemmin 30,00 euroon osakkeelta.

> Kuntayhtymä on välimiesmenettelyn kuluessa tarkentanut alkuperäistä lunastushintavaatimustaan sen jälkeen, kun asiantuntijaselvitys on ollut käytettävissä. Kuntayhtymä on vaatinut, että lunastushinnaksi vahvistetaan 30 euroa sekä A- että B-osakkeelta. (s.11)

Yhtiö harjoitti sähkön tuotantoa ja oli aloittanut toimintansa 1.1.2001. Lunastajan kuntayhtymän mukaan yhtiön tuottoarvon määrittäminen tällä toimialalla vain kahden toimintavuoden perusteella sisältää merkittäviä epävarmuustekijöitä.

> *Lunastajan* mukaan *kassavirtaperusteista* arvonmääritystapaa käytettäessä Rovakairan Tuotanto Oy:lle ei synny laskettavissa olevaa arvoa. Tämä johtuu siitä, että yhtiön vapaa kassavirta on ollut vuoden 2002 tilinpäätöksen perusteella negatiivinen. Yrityksen tulevien diskontattujen kassavirtojen nykyarvolla ei siten ole laskennallista arvoa.
>
> Tuottoarvon määrittely ja yhtiön likvidaatioarvon selvittäminen käyvän hinnan määrittelemisen apuvälineeksi edellyttää lunastajan mukaan erityistä asiantuntemusta. (s. 6)
>
> *Vastaajien* hintavaatimukset olivat välillä 18,67 - 100,00 euroa osakkeelta (s. 9-14).

Lunastettavia osakkeita oli yhteensä 68 394 kpl, joista A-sarjan osakkeita 6 840 kpl ja B-sarjan osakkeita 61 554 kpl. Välimiesoikeus totesi, että Rovakairan Tuotanto Oy:n kaikki osakkeet olivat keskenään yhtä arvokkaita, joten lunastushinta on yhtä suuri A- ja B-osakkeille.[578]

---

[577] Välimiesoikeuden tuomiosta (37 sivua) on poimittu joitakin tämän tutkimuksen kannalta olennaisia asioita.

[578] Perusteluissa viitataan Kyläkallio & Iirola & Kyläkallio Osakeyhtiö 1997,150 ja KKO:n ratkaisuun 1993:31. Erilajisten osakkeiden arvoon eivät vaikuta osakkeiden yhtiöjärjestyksen mukaiset hankintarajoitukset, vaan ainoastaan seikat, jotka määräävät osakkeille erisuuruisen tuoton tai osuuden yhtiön varoihin. (s.19)

Välimiesoikeuden johtopäätöksenä todettiin myös, ettei Rovakairan Tuotanto Oy:n osakkeille ole muodostunut markkinahintaa, jolloin osakkeen käypä hinta on määriteltävä *toissijaisten arvonmääritysperusteitten* mukaan.(s.20)

> Välimies totesi yrityksen arvon määrittämisestä liiketaloustieteessä toissijaisten arvonmääritysperusteitten mukaan sekä yksittäisen hyödykkeen että koko yrityksen osalta todennäköisen luovutushinnan, yrityksen substanssiarvon ja/tai tuottoarvon kautta. Yksittäisiä tunnuslukuja käytetään yleisesti yrityksen arvonmäärityksessä.
>
> Yrityksen *substanssiarvolla* tarkoitetaan sen varojen ja velkojen erotusta. Oikea arvo saadaan, jos yhtiön koko osakekanta myydään, jolloin osakkeenomistajat saavat myyntihintana osaketta kohden edellä mainitun erotuksen. Myynti on lunastustapauksessa vain hypoteettinen vaihtoehto, joka joudutaan korvaamaan laskelmalla.
>
> Kuntayhtymän substanssiarvolaskelmassa osakekohtaiseksi arvoksi saatiin 20,91 euroa osakkeelta, kun edunvalvojan mukaan oikea arvo on 32,20 euroa osakkeelta. Erilaiset käsitykset johtuvat lähes yksinomaan siitä, että Rovakairan Tuotanto Oy:n omistamien Kemijoki Oy:n vesivoimaosakkeiden käyvästä arvosta vallitsee erimielisyys. Nämä osakkeet muodostavat yhdessä Lapin Sähkövoima Oy:n osakkeiden kanssa suuren osan käyttöomaisuudesta. Kummatkin osakkeet tuottavat oikeuden suoraan ja välilliseen osuuteen Kemijoki Oy:n tuotannosta. Käyttöomaisuusosakkeiden osuus yhtiön substanssiarvosta on noin 90 %.(s.22)
>
> Välimiesoikeus toteaa, että lopputuloksena *substanssi- ja tuottoarvot* tulisivat keskeisimmiltä osiltaan perustumaan samaan laskutoimitukseen. Tasearvon nostaminen käypään arvoon merkitsee sitä, että korotusosuuteen kohdistuu laskelmallinen verovelka, joka Yhtiön olisi maksettava, jos omaisuus myytäisiin tasearvoja suuremmasta arvosta varojen jakamiseksi osakkaille. Substanssiarvo ei siten omaa tässä tapauksessa tuottoarvoon nähden mitään lisäarvoa. Sen kontrolloiva merkitys lunastushinnan oikeellisuudesta on siten tässä tapauksessa merkityksetön.
>
> Välimiesoikeuden johtopäätöksenä on, että substanssiarvolla ei ole erityistä merkitystä Rovakairan Tuotanto Oy:n osakkeen arvoa määrättäessä.(s. 22)

Osakkeiden *tuottoarvon* laskemisessa tuottoarvo perustui yhtiön tulevaisuuden kassavirtojen diskonttaamiseen arviointihetkeen. Välimiehellä oli ollut käytettävissä Rovakairan Tuotanto Oy:n kolmen vuoden (2001 - 2003) tilinpäätökset ja lähivuosien tulos- ja tasebudjetti. Perusteet laskennalle todettiin hyviksi, varsinkin kun välitystuomiossa todettiin toiminnan perustuneen vanhaan yhtiöön.

> Toisaalta on todettava, ettei yhtiön liiketoiminta ole sillä tavalla uusi, ettei tulostietojen käyttäminen olisi luotettavaa. Tämä johtuu siitä, että tuotantoyhtiö on syntynyt, kun Rovakaira Oy on jakautunut kolmeksi yhtiöksi, Rovakaira Oy:ksi, Rovakairan Tuotanto Oy:ksi ja Kittilän Alueverkko Oy:ksi.

Tuottoarvosta oli laadittu selvitys (s. 24 -26), josta lunastajan kantana esitetty perustelut 30 euron osakkeen arvoksi. Muiden asiantuntijoiden arviot olivat tätä hintaa korkeammat osakkeelta.

> Välimiesoikeuden käyttämänä asiantuntijana Electrowatt-Ekono Oy:n tuottoarvon laskelmassa määrittelemällä *oman ja vieraan pääoman* suhteeksi 50 % / 50 %, kun aikaisempaan

> lausuntoon sisältyneet kassan korkotuotto ja velkojen korkokulut oli eliminoitu. Yhtiön osakkeen arvoksi saatiin 52,77 euroa. (s.24)
>
> Edunvalvojan kanta perustui CAG:n (Corporate Advisor Group Oy) asiantuntijalausuntoon, jonka mukaan laskelmaan tulee ottaa myös *jäännösarvokasvu,* jolloin osakkeiden kokonaisarvoon tulee 1 % - 2 %:n jäännösarvolisäys.(s.25)
>
> Beeta-kertoimena oli esitetty 0,3 - 0,45.[579] Sähköverkkoliiketoiminnassa on ollut keskimääräinen tilinpäätösperusteinen beeta-kerroin 0,31 ja maakaasuverkkotoimintaa harjoittavien yhtiöiden vastaavasti 0,39. Energiamarkkinaviraston käyttämäksi sähkö- ja maakaasuverkkotoimintaa harjoittavien monopoliasemassa olevien yhtiöiden beeta-kertoimeksi on ollut 0,3. Energiantuotanto on riskialttiimpaa kuin sähkö- tai maakaasuverkkoliiketoiminta.(s.25)

Välimiesoikeus totesi yhtiön toimintaan sisältyvää riskiä vähäiseksi, koska yhtiön lähes koko liiketoiminnan perustana on Kemijoki Oy:n vesivoimatoiminta, joka on harvinaisen riskitöntä. Rovakairan Tuotanto Oy:n osakkeen *hintariskiä* kuvaavan *beeta-kertoimen* tasona on käytettävä enintään kerrointa 0,3.

Oman ja vieraan pääoman suhteesta välimiesoikeus piti luotettavimpina niitä tuottoarvolaskelmia, joissa oman pääoman painoarvo diskonttokoron osalta on noin 50 % ja vieraan pääoman samoin 50 %.[580]

Välimiesoikeus piti *tuottoarvoa* määritettäessä erityispiirteenä sitä, että Rovakairan Tuotanto Oy:n omistamien Kemijoki Oy:n osakkeiden oikeutena on saada edullista osakassähköä. Esitettyjen selvitysten perusteella välimiesoikeus piti *vapaan kassavirran mallia* parhaana Rovakairan Tuotanto Oy:n osakkeiden arvonmääritysmenetelmänä. Diskonttokoron tasona 4,6 % ilmentää sijoitusriskin suuruutta. Välimiesoikeus määräsi lunastushinnaksi 44,50 euroa osakkeelta, joka oli selvästi korkeampi kuin lunastustarjouksen korjattu hinta 30,00 euroa.

Tämän tutkimuksen kriteerien kannalta on syytä todeta välimiestuomion perusteluiden ilmaistun selkeästi, vaikka yksityiskohdista voisikin joidenkin asioiden kohdalla olla eri mieltä. Laskentamenetelmän tietoja voidaan olennaisilta osin seurata. Huomiota herättää se, että välimiesoikeus ei ole välttämättä soveltanut tapauksessa ihan oikein liiketaloustieteellistä perustaa hylätessään substanssilaskennan, vaikka lähtökohtaa on käsitelty hyvin. Käypä arvo tulisi välimiesoikeuden mukaan perustua arvioituun luovutushintaan, josta vähennetään myynnistä aiheutuneet menot, eli kuviteltuun likvidaatioon. Substanssiarvolaskelmassa on kuitenkin tärkeä lähtökoh-

[579] Kuntayhtymän esitys perustui professori Juha-Pekka Kallunkin lausuntoon 0,45. Kallunki oli todennut beetan olevan lähempänä 0,5 kuin 0,3 (s.25).
[580] Välitystuomio s. 27.

ta tällaisissa sovelluksissa *going concern -periaate*, jonka mukaan laskelmaan ei oteta sellaisia tekijöitä, jotka eivät toteudu muutoin kuin likvidaatiotilanteessa. Välitystuomion aineistossa ei ainakaan ole mainittu, että yhtiötä oli tarkoitus purkaa.

Yhtiö maksaa veronsa tilikauden näytetyn nettovoiton mukaan, joten koko toiminnan tilikausien tuotot ja kulut tulevat huomioiduksi. Lisäksi kohdeyhtiöllä oli kahden ensimmäisen tilikauden jälkeen nähtävästi verotuksessa vahvistettuja tappioita, jotka vähennetään tulevaisuudessa positiivisista tuloksista lopullista verotettavaa tuloa laskettaessa. Mikäli yhtiöllä olisi ollut kertyneitä ylipoistoja, niiden kohdalla olisi ollut syytä arvioida vahvistettujen tappioiden vähentämisen jälkeen, onko nettotulos positiivinen, josta veroja on maksettava.

4.5.2.6 Laihian Sähkö Oy

Välitystuomio 8.6.2006, ***Vaasan Sähkö Oy v. Laihian Sähkö Oy****:n muut osakkeenomistajat, välimiehenä Ingvar Krook.*

Vaasan Sähkö Oy oli kirjeellä 12.11.2004 Laihian Sähkö Oy:lle ilmoittanut omistavansa noin 99,1 % sen kaikista osakkeista ja äänimärästä ja sen perusteella vaativansa muiden osakkeenomistajien osakkeiden lunastamista OYL 14: 19 - 21 §:n ja 16:5 §:n mukaan. Osakkeen lunastushinnaksi tarjottiin 80,80 euroa.

Välitystuomiossa on laajasti esitetty ja hyvin perusteltu vahvistettu hinta.[581] Lähtökohtana lunastajallakin on ollut, ettei Laihian Sähkö Oy:n osakkeilla ole ollut lunastushinnan määrittämiseen kelpaavaa yleistä *markkinahintaa,* joten tarjottu lunastushinta on perustunut konserniyhtiön tilintarkastajan laatiman tulevien vuosien diskontattuun tuottoarvoon, *vapaat kassavirrat* -menetelmää käyttäen.[582]

Välitystuomiona esitetty laskelma, jonka mukaan välimiesoikeus vahvisti lopullisen lunastushinnan, oli seuraava (taulukko 18):[583]

[581] Välimiesoikeuden tuomiosta (108 sivua) on poimittu joitakin tämän tutkimuksen kannalta olennaisia asioita.
[582] Osa konserniyhtiöiden tilintarkastajan tilintarkastusyhteisön Ernst & Young Oy:n ja emoyhtiön itse laatimista laskelmista ovat välitystuomin liitteenä (5 kpl).
[583] Välitystuomio s. 96.

	Euro	Euro
Ennustejakson kassavirrat	1 388 000	
Jäännösarvo	9 840 000	
Liiketoiminnan arvo		11 228 000
EPV:n osakkeiden arvo		9 127 000
Ylimääräinen kassa		1 597 000
		21 952 000

Taulukko 18. Laihian Sähkö Oy:n hinta-arvio

Kun Laihian Sähkön koko osakekanta on 138 435 osaketta, tulisi laskelman mukaan yhden osakkeen hinnaksi 158,57 euroa. Välimiesoikeuden päätöksessä todettiin kuitenkin, että osakkeiden teoreettisiin arvonmäärityksiin sisältyy kuitenkin huomattavia epävarmuustekijöitä ja harkinnanvaraisuuksia, jotka edellyttävät varovaisuutta arvioinnissa. Tällaisia seikkoja ovat yhtiön tulokseen tai kassavirtoihin perustuvissa tuottoarvolaskelmissa muun muassa seuraavia tekijöitä:

- laskennan perustana olevat oletukset toiminnan tulevien vuosien tuotoista, kasvusta ja kannattavuudesta sisältävät kaikesta huolimatta useita epävarmuustekijöitä ja
- että ennen kaikkea diskonttokoron valintaan liittyy ongelmia, sillä koron vaikutus lopputulokseen on huomattavan suuri, kun
- kuitenkin sähkön jakeluverkkotoiminta monopolitoimintana on melko riskitöntä ja vakaata ja
- että yhtiön omistamien EPV:n osakkeiden vuokraukseen perustuva sähkönmyynti, varsinkin yleisille markkinoille suuntautuvana, on huomattavasti riskipitoisempaa ja epävarmemmalla pohjalla kuin jakeluverkkotoiminta. (s. 96)

Välimiesoikeus vahvisti Laihian Sähkön osakekannan arvoksi lunastusvaatimuksen esittämisaikaan 12.11.2004 arvioiksi, joka on vähintään 20 000 000 euroa, mikä laskennallisesti merkitsee 144,47, joka pyöristettynä on 144,50 euroa osakkeelta.

Tämän tutkimuksen tavoitteiden, eli tilintarkastajan kannanoton mukaisten perustelujen toteamisen, voidaan esittää välitystuomiosta pelkistäen seuraavaa:

1. Lunastajan esittämiä tietoja arvonmäärityksen kohteesta, taustatiedoista ja muista oletuksista: (s.9-10)

- Laihian Sähkö, joka on Vaasan Sähkön tytäryhtiö, harjoittaa sähköverkkotoimintaa;
- Sähkönsiirron volyymin kasvun ennustetaan olevan 3 % vuodessa;
- Konsernissa päätetty siirtohintojen yhdenmukaistaminen ei aiheuta suuria muutoksia Laihian Sähkölle, joten siirtohintojen oletetaan pysyvän ennallaan;
- Liiketoiminnan ns. muut tuotot koostuvat pääosin tehovuokratuotoista EPV:n osakkeista;

- Operatiivisten kustannusten tason, joka viime vuosina on ollut 56 – 57 %:a liiketoiminnan tuotoista, oletetaan pysyvän samana jatkossakin;
- Veroaste on 29 %:a vuoden 2004 loppuun asti, sen jälkeen hallituksen esityksen mukainen 26 %:a;
- Varaston arvon, myynti- ja muiden saatavien sekä ostovelkojen oletetaan pysyvän vuoden 2002 tasolla suhteessa liikevaihtoon;
- Laihian Sähkön sähköverkko on suhteellisen hyväkuntoinen. Vuotuisten investointien oletetaan joka tapauksessa jatkossa olevan vuoden 2003 budjetin tasolla (355 000 euroa), poikkeuksena kuitenkin vuosi 2004, jolloin lisäksi tehdään 400 000 euron pääasemainvestointi.

2. Välitystuomion perusteluina olivat muun muassa seuraavia asioita: (s.59 - 96)

Lunastushinnan määrittämisen säädännäiset perusteet. EOYL:n 14 luvun 19 §:n 1 momentin mukaan lunastushinta on *osakkeen käypä hinta (arvo).* Ainoaksi ohjeeksi käyvän hinnan määräämiseksi on lain 16 luvun 5 §:n 2 momentissa säädetty, että lunastushintaa määrättäessä on otettava huomioon kaikki kussakin yksittäistapauksessa vaikuttavat seikat.[584]

Arvonmääritysvaihtoehdot. [585] Oikeuskirjallisuuden ja välimieskäytännön mukaan yhtiön ja sen osakkeiden arvonmäärittelyn perusteeksi voidaan tilanteesta riippuen ottaa

1. *osakkeiden markkina-arvo*, jos sellainen on riittävän luotettavasti määritettävissä,
2. yhtiön *tuottoarvo* eli sen tulevien vuosien tuottojen nykyarvo, joka muiden mallien ohella on laskettavissa diskonttaamalla nykyarvoiksi tulevaisuudessa odotettavat yhtiön nettotulot, osingot (*osinkoperusteinen malli*) tai vapaat kassavirrat (*kassavirtaperusteinen malli*),
3. yhtiön *substanssiarvo* eli sen varojen ja velkojen erotus laskettuna varojen käypien arvojen mukaan
4. yhtiön *likvidaatioarvo* eli realisaatioarvo yhtiön purkautuessa selvitystilamenettelyn jälkeen tai
5. näiden jokin (painotettu) yhdistelmä.[586]

---

[584] Välitystuomiossa (s.59) todetaan, että arvostuksen uskomisen yhden elimen - Keskuskauppakamarin - valitsemille asiantunteville välimiehille odotettiin aikaa myöten johtavan yhtenäisen, lakiin ehkä myöhemmin sisällytettävän käytännön syntymiseen. Näillä perusteilla ja sillä täsmennyksellä, että ”välimiesten on yleisten arvostusperiaatteiden ohella otettava huomioon myös kunkin yksittäistapauksen erityspiirteet” tyydyttiin edellä mainittuun sääntelyyn. (KM 1969:A20 s. 187, HE 27/1977 s. 108, 116). Fuusiota koskevan vastaavan lunastussäännöksen perusteluissa mainitaan yleisin sanoin esimerkkeinä laissa tarkoitetuista asiaan vaikuttavista seikoista netto-omaisuuden (matemaattisen arvon) lisäksi yhtiön tulevaisuuden näkymät, osakkeiden arvioitu vastainen tuotto jne. (HE 27/1977 vp s 105).

[585] Välitystuomio s.60.

[586] Tuomiossa todettiin, että pääsäännöksi on muodostunut, että lunastushinta määritetään osakkeen markkina-arvon perusteella, jos sellainen on luotettavasti todettavissa. Muissa tapauksissa noudatetaan yleisiä osakkeen arvon määrittämisperiaatteita siitä lähtökohdasta, että kohdeyhtiön toiminta jatkuu (*going corncern-periaate).* Vaihtoehdot ovat tällöin tuotto- tai/ja substanssiarvomenetelmä, ensisijaisesti kuitenkin edellinen, lähinnä yleisesti käytössä olevan kassavirtaperusteisen mallin

Tältä osin välimies totesi, että Laihian Sähkön osakkeilla ei ole yleistä markkina-arvoa. Vaasan Sähkö oli perustanut lunastushintatarjouksensa kahteen tilintarkastustoimisto Ernst & Youngin tekemään arvonmääritykseen (24.8.2004 ja 30.6.2005), joissa yhtäältä Laihian Sähkön liiketoiminta ja toisaalta sen huomattavaa arvoa omaavat EPV:n osakkeet on arvioitu erikseen,

- liiketoiminta DCF- menetelmän mukaisella kassavirtaperusteisella tuottoarvolaskelmalla ja
- EPV:n osakkeet edellisten vuosien vuokratuottoihin perustuvalla tuottoarvolaskelmalla.

Yleiset periaatteet ja lähtökohdat osakkeen arvonmäärityksessä. [587]Välimies totesi, että oikeuskirjallisuudessa ja välimieskäytännössä yleiset periaatteet ja lähtökohdat lähtevät siitä, että

- yhtiön ja sen osakkeiden arvon määrittämisen tulee perustua lunastusvaatimuksen tekemisen ajankohtaan;
- fuusiosta koituvat synergiavoitot eivät myöskään vaikuta osakkeiden arviointiin, vähemmistöosakkaat kun eivät voi laskea saavansa etuja vain emoyhtiön päätettävissä olevista toimenpiteistä;
- emoyhtiöjohtoisen toiminnan kannalta arvonmääritys on suoritettava siitä lähtökohdasta, mikä tytäryhtiön käyttämättömän tai alituottoisessa käytössä olevan omaisuuden kohtuullinen tuotto tai myyntihinta olisi, jos omaisuus olisi järkiperäisessä käytössä tai myytäisiin.
- arvonmääritys on suoritettava siten, että vähemmistöosakkeille on annettava sama arvo kuin enemmistöosakkeille;
- Hallituksen esityksen yleisperustelujen[588] mukaan lain tavoitteena on asettaa selkeät pelisäännöt monopoliluonteiselle sähköverkkotoiminnalle. Hinnoittelun tulee olla kohtuullista, sen tulee kuvastaa tehokkaan verkkotoiminnan kustannuksia ja liiketoiminnasta saatava voitto on pidettävä kohtuullisena.

---

muodossa. Osakkeen arvon määritys yhtiön likvidaatioarvon perusteella voi jo määritelmällisesti tulla vain poikkeustapauksessa kysymykseen.
Tuomiossa esitetään yleisesti, että sekä tuotto- että substanssiarvon mukaisiin laskelmiin sisältyy huomattavia harkinnanvaraisia tekijöitä, jotka tekevät laskelmien luotettavuuden arvioinnin ja toisinaan jopa niiden ohjeellisen soveltuvuuden epävarmaksi ja vaikeaksi. Tämä koskee korostetusti tilannetta pakkolunastuksen kaltaisessa riidassa, jossa asianosaisilla on täysin ymmärrettävät ja hyväksyttävät syyt etsiä omia vaatimuksiaan tukevia edellytyksiä ja oletuksia. Tällaisia harkinnanvaraisia tekijöitä kassavirtaperusteisessa tuottoarvolaskelmassa ovat ennen muuta laskelman perusteena olevat oletukset liiketoiminnan tulevien vuosien tuotoista, kasvusta ja kannattavuudesta sekä diskonttokoron valinta. Tuomiossa todetaan edelleen (s. 60), että vastaavanlaisia harkinnanvaraisuuksia substanssiarvolaskelmassa ovat piilevien verovelkojen käsittely ja etenkin käyttöomaisuuden käyvän arvon määrittely, joka sekin viime kädessä tavalla tai toisella on sidottu jonkinlaiseen tuottoedellytykseen.

[587] Välitystuomio s.62.

[588] HE 138/1994 vp.

Liiketoiminnan arvonmääritykseen vaikuttavat seikat ja oletukset [589]

- Välimiesoikeus katsoi, että osapuolet ovat hyväksyneet kohdeyhtiön sähkön siirron volyymin *oletetun kasvun noin 3 %:a vuodessa*, mikä pääasiassa johtuu nykyisten asiakkaiden kulutuksen kasvusta, kun sitä vastoin uusien asiakkaiden liittämisen verkkoon on oletettu olevan niin vähäistä, ettei sen aiheuttamaa kulutuksen kasvua eikä kustannuksia uusien asiakkaiden hankkimisesta tai uusia liittymismaksuja ole otettu huomioon.
- Arvonmäärityksessä on lähdetty siitä, että Laihian Sähkön *siirtohinnat*, jotka vuonna 2003 oli yhdenmukaistettu Vaasan Sähkön hintojen kanssa, pysyvät muuttumattomina ennustejaksolla 2005 - 2010.
- *Liittymismaksut* tulee ottaa huomioon laskelmissa. Välimiesoikeus totesi, että Laihian Sähkön vuositilinpäätösten perusteella on ilmeistä, että sen keräämät liittymismaksut ovat pitkäaikaista vierasta pääomaa. Liittymismaksuja ei voida kassavirtalaskelmassa ottaa huomioon, vaan samaan lopputulokseen johtavina - tehdyn mukaisesti huomioitava vuosittaisten investointien vähennyksenä.
- *Sähkön häviki*n vuosikehityksen on todettu vuosina 2001 – 2004 olleen 4,0 %:a, 3,8 %:a, 3,3 %:a ja 2,5 %:a eli selvästi aleneva siten, että vuosien 2003 ja 2004 hävikkikeskiarvo on ollut 2,9 %:a. Vuosille 2005 – 2010 hyväksyttävä hävikin määrää on 3 %:a
- Välimiesoikeus totesi, että oletettu *ulkopuolisten palvelujen kulujen* 17 %:n kasvu lunastajan laskelmissa vaikuttaa prosentuaalisesti suurelta, mutta arvioidun vilkkaan rakentamisen merkityksestä Laihian Sähkön toiminnalle voivat aiheuttaa kyseisten kulujen kasvun.
- Välimiesoikeus katsoi, että *jäännösarvolaskelman* mukaiseen 290 000 euron normalisoituun kassavirtaan on lisättävä liittymismaksut 75 000 euroa, jolloin *normalisoiduksi kassavirraksi* saadaan 368 000 euroa.

Diskonttokorko [590]

Oman pääoman tuottovaatimuksen (tuotto-odotuksen) suuruus määritetään yleisesti ns. CAP -mallin avulla (Capital Asset Pricing Model). Sen mukaan sijoituskohteen tuottovaatimus koostuu kahdesta osasta: (1) *riskittömästä tuotosta* ja siihen lisättävästä (2) *riskilisästä*, joka puolestaan muodostuu (a) *osakemarkkinoiden keskimääräisestä riskipreemiosta* eli riskittömän koron päälle odotettavissa olevasta keskimääräisestä riskilisästä kerrottuna (b) ns. *beeta-kertoimella*, joka kuvaa toimialan ja yrityksen riskiä suhteessa kaikkien sijoituskohteiden keskimääräiseen riskiin.

Energiamarkkinavirasto (EMV) on määrittäessään vieraan ja oman pääoman tuottovaatimuksen hankkimansa asiantuntijalausuntojen perusteella päätynyt siihen,

[589] Välitystuomio s.65 - 73.
[590] Välitystuomio s.76 - 79.

että sähkön ja maakaasun jakeluverkkotoimintaa sekä sähkön kantaverkkotoimintaa (Fingrid Oyj) harjoittavien yhtiöiden oman pääoman kohtuullinen tuotto ensimmäisellä valvontajaksolla määritetään seuraavin kriteerein ja tavoin:

- *riskittömänä korkokantana* käytetään valtion *viiden vuoden obligaation* korkoa,
- *markkinariskipreemiona* 5 %:a ja
- *velattomana beeta-kertoimena* 0,3.

Välimiesoikeus totesi, ettei ekonomistien keskuudessa vallitse mitään yhtenäistä näkemystä riskittömän koron sisällöstä ja soveltamisesta. Ilmeisesti enemmistö suosittelee pitkien, joko viiden tai 10 vuoden lainojen korkojen käyttöä sen vuoksi, että osakesijoitus lähtökohtaisesti on pitkäaikainen, jolloin pitkän lainan tuoton käyttö riskittömän koron mittarina on perusteltua. Viisi vuotta on tässä suhteessa hyväksyttävä periodi, joten maturiteetiltaan viiden vuoden joukkolainan tuotto voi käyttää riskittömän koron vastineena. Välimiesoikeus päätyy EMV:n kannan mukaisesti, että riskittömänä korkona on esillä olevassa asiassa käytettävä valtion *viiden vuoden viitelainan korkoa*, joka lunastusvaatimuksen esittämisajan 12.11.2004 kuukauden korkonoteerausten keskiarvon perusteella laskettuna on 3,02 %:a.

Markkinariskipreemio. [591]Välimiesoikeus katsoi, että diskonttokoron määrityksessä tässä asiassa on EMV:n kannan mukaisesti käytettävä 5 %:n markkinariskipreemiota.

Beeta-kerroin. [592]Edellä olevan nojalla välimiesoikeus katsoi, että diskonttokoron määrityksessä tässä asiassa on EMV:n kannan mukaisesti velattomana beeta-kertoimena käytettävä lukua 0,3.

Välimiesoikeus päätyi seuraavaan diskonttokoron määrään:

Riskitön korko	Valtion 5 v viitelainan korko marraskuun 2004 keskiarvon mukaan 3,02 %
Markkinariskipreemio	5,0 %
Beeta-kerroin	0,3
Oman pääoman tuottovaatimus	3,02 % + (5,0 % x 0,3) = **4,52 %**

Taulukko 19. Diskonttokoron määrää (Laihian Sähkö Oy)

Ennustejakson kassavirtojen nykyarvo[593]

[591] Välitystuomio s.79 - 80.
[592] Välitystuomio s.80 - 82.
[593] Välitystuomio s.82.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Yht.
(EUR ’000)							
Vapaa kassavirta	119	276	296	316	336	356	
Vapaiden kassavirtojen nykyarvo 4,52 %:n korkokannan mukaan	114	253	259	265	269	273	1433

Taulukko 20. Ennustejakson vapaiden kassavirtojen nykyarvot

Välitystuomion perusteluissa on todettu, että laskelmassa ei ole otettu huomioon, (a) että kassavirrat (taulukko 20) tulevat tasaisesti koko vuoden aikana eikä vuoden viimeisenä päivänä ja (b) että oikea arvonmäärityshetki on 12.11.2004. Soveltamalla emoyhtiön esittämiä laskelmia, jotka ovat välitystuomion liitteessä numero 4, on laskelmassa käytetty aikaisemmin määriteltyjä korjauseriä + 38 000 euroa ja – 83 000 euroa, jolloin päädytään tulokseen, jonka mukaan ennustejakson *kassavirtojen nykyarvo* on 1 388 000 euroa.

Jäännösarvon nykyarvo. [594] Välitystuomiossa lähtökohdiksi oli otettu, että normalisoitu kassavirta vuonna 2011 on 368 000 euroa ja että sovellettava diskonttokorko on 4,52 %:a. Tuomiossa on esitetty jäännösarvon laskutoimitukset, jotka päätyvät 9 840 392,55 euroon, pyöristettynä 9 840 000 euroa.[595]

EPV:n osakkeiden arvo. [596] Etelä-Pohjanmaan Voima Oy:n (EPV) osakkeita oli yhteensä 135 136[597] ja niiden arvo oli merkittävä, koska ne mahdollistavat edullisen sähkön oston. Tuomiossa on perusteellisesti selvitetty osakkeiden arvoon liittyviä asioita.[598] EPV on niin sanotun *Mankala-periaatteella*[599] toimiva yhtiö, jonka tarkoituksena ei ole voiton tuottaminen osakkeenomistajilleen, vaan omakustannushintaisen sähkön ja lämmön hankkiminen heille yhtiöjärjestyksen 4 §:ssä (1.4.2005) sää-

[594] Välitystuomio s.83.
[595] Välitystuomio s.83.
[596] Välitystuomio s.85 - 95.
[597] Laihian Sähkön johdon arvonmäärityksessä 30.6.2005 – tuomion **liite nro 5** – ilmoitus siitä, että yhtiön osuus EPV:n osakekannasta on 2,35 %:a ja Vaasan Sähkön 40,62 %:a. Laihian Sähkön johto on laskelmastaan lähemmin ilmenevin tavoin - tuomion **liite nro 5** - laskenut osakkeiden tuottoarvoksi 3 468 128,13 euroa diskonttaamalla, oikeastaan pääomittamalla vuokrien keskiarvon 182 503,34 euroa 29 %:n verojen jälkeen 8 %:n korkokannalla ja suhteuttamalla yhtiön omistamien osakkeiden osuuden konsernin koko osakeomistukseen ja sen arvoon ulkopuoliselle vaikeaselkoisella tavalla.
[598] Välitystuomi s.83 - 95.
[599] *Mankala -periaate* tarkoittaa sähköalan tuotantoyhtiön yhtiöjärjestystä, johon on kirjoitettu toiminta-ajatus, että kukin osakas on velvollinen maksamaan toiminnasta omistamansa osakkeidensa osuuden tuotantoyhtiöiden kustannuksista. Yhtiön tehtävänä on hallinnoida ja kehittää sen omistuksessa olevia tuotanto-osuuksia ja varmistaa omistajilleen monipuolinen sähköntuotanto omakustannusperiaatteella. Osinkoja ei jaeta.

detyin perustein ja tavoin. Osakkeista 112 000 kpl oli vuokrattu emoyhtiölle.[600] Osakkeiden *tuottoarvo* oli kuitenkin määritettävä siitä lähtökohdasta, mikä osakkeiden kohtuullinen tuotto olisi ollut, jos osakeomistusta olisi hyödynnetty järkiperäisesti Laihian Sähkön kannalta.

Kun EPV:n osakkeiden vuosittaiset vuokratuotot 496 356,74 euroa 26 %:n verojen jälkeen *pääomitetaan* valitun 5,89 %:n korkokannalla, saadaan osakkeiden tuottoarvoksi 8 427 109,26 euroa. Laihian Sähkön omistamien EPV:n osakkeiden kokonaisarvo on laskettava siten, että vuosien 2002 – 2004 laskennallisiin vuokratuottoihin perustuvaan osakkeiden tuottoarvoon 8 427 109,26 euroa on lisättävä vuosina 2003 ja 2004 hankittujen osakkaiden hankintahinta siltä osin kuin näistä ”uusista” osakkeista ei voida katsoa kertyneen tuottoarvolaskelmaan vaikuttaneita vuokratuottoja, välimiesoikeuden harkinnan mukaan 700 000 euroa. Tämän arviointitavan mukaan saadaan osakkeiden kokonaisarvoksi 9 127 109,26 euroa, mikä kauppahintaperusteella laskettua arvoa korkeampana on otettava Laihian Sähkön osakekannan arvonmäärityslaskelman perustaksi.[601]

Ylimääräinen likviditeetti. [602]Välimiesoikeus katsoi, että ylimääräiseen likviditeettiin/kassaan on luettava, paitsi kassavaroista ja realisointikelpoisista osakkeista koostuvat 1 354 000 euroa, myös Laihian Sähkön 328 518 euron saatavan ja Vaasan Sähkön 85 244 euron vastasaatavan erotus 243 274 euroa ja lisättävä sen ylimääräiseen kassaan, jonka loppusumma on siten 1 597 274 euroa.

Välitystuomiossa on syvällisesti paneuduttu myös liiketaloudelliseen laskentaan. Välimies on esittänyt yksityiskohtaisesti niin osakkeen arvoon vaikuttavat faktat kuin valitun laskentamallin (kassavirtaperusteisen mallin) eri tekijät. Eri osapuolten esittämät vaatimukset ja laskelmat on yksityiskohtaisesti tuotu tuomiossa esille. Argumentaatio on kattava, josta selvästi ilmenee välimiehen valinnat. Tuomio on

---

[600] Välimiesoikeus toteaa (s.91), että vuoden 2001 vuokratuotot poikkeuksellisen alhaisina ja todennäköisesti vain osaa vuotta koskevina eivät ole soveliaita käytettäviksi perustana tulevien vuokratuottojen arvioinnissa. Esitettyjen tietojen perusteella on helppo havaita, että vuoden 2003 tuotot ovat olleet vain runsaat puolet vuoden 2002 tuotoista, vaikka sähkön pörssihinta vuonna 2003 on ollut noin 30 %:a korkeampi kuin vuonna 2002, ja ett vuoden 2004 tuotot ovat olleet vain noin kaksi viidesosaa vuoden 2002 tuotoista, vaikka sähkön pörssihinnat kumpanakin vuonna ovat olleet lähes samat. Ilmeistä onkin, että vuosien 2003 ja 2004 tuottojen oleellinen väheneminen vuoden 2002 tuottoihin verrattuna on johtunut 31.12.2002 toteutetusta sopimusehtojen muutoksesta, joka sanamuotonsa mukaisesti ja vaikutuksistaan päätellen on merkinnyt sitä, että Laihian Sähkön jakelualueen toimitusvelvollisuuden piirissä oleville kuluttajille toimitettua sähköä ei enää lueta pörssihintojen perusteella korvattaviin sähkömääriin, vaan Laihian Sähkön omille asiakkaille toimitetusta sähköstä korvataan ainoastaan 2 €/MWh eli toisin sanoen vain pieni murto-osa pörssihinnoista.

[601] Välitystuomio s. 94 - 95.

[602] Välitystuomio s. 95 - 96.

kokonaisuudessaan hyvin perusteltu. Laskelman lopputulosta on harkinnanvaraisesti varovaisuussyistä korjattu hieman alaspäin, joka varovaisuus sopii hyvin tilintarkastajan ajatusmaailmaan.

4.5.4 Kokoavia näkemyksiä välimiesoikeuden päätöksistä

Tämän tutkimuksen yhtenä tavoitteena oli tilintarkastajan yrityksen arvon *laskentamenetelmän valinta,* jotta oikea arvo ja oikeaan ajankohtaan saadaan esitettyä. Kuten arvata saattaa, jo näinkin pienen aineiston yhteydessä välimiesoikeuksien käsittely, näkemykset ja argumentaatiot vaihtelevat melkoisesti. Se on luonnollista senkin tähden, että jokainen tapaus on erilainen ja tuomarin on tehtävä päätöksensä riippumatta aineiston laajuudesta ja hyvyydestä. Välitystuomissa tehdyt selvitykset ja perustelut olivat kuitenkin usein puutteellisia jos ajatellaan, että niiden perusteella voisi tarkistaa, miten päätetty hinta on saatu, jos se on tapahtunut muulla tavalla

	Markkina-hinta	***Tuottoarvon teoreettinen laskelma***	***Substanssiarvon teoreettinen laskelma***	***Muu menetelmä***
Karair Oy	Ei ollut olemassa		Oikaistu substanssiarvo	
Hakaniemen Lääkäriasema Oy	Ei ollut olemassa			*Harkinnan mukaan* (välimiehelle esitetty luultavasti tuotto- ja substanssiarvolaskelmia)
Kauppakaari Oyj	Harkinnan mukaan *kurssinoteerauksien* perusteella			
Sonera Oyj	Oikaistu keskimääräinen kurssihinta			
Rovakairan Tuotanto Oy	Ei ollut olemassa	Oikaistu vapaa kassavirta		
Laihian Sähkö Oy	Ei ollut olemassa	Oikaistu vapaa kassavirta		

Taulukko 21. Arvostusmenetelmät välimiesoikeuksien päätösten mukaan

kuin puhtaasti harkinnalla. Tuomiossa olisi hyvä olla jokin laskentaperuste arvolle. Jos se ei ole mahdollinen, myös puhtaasti harkinnan perusteella tapahtunut arvio vaatisi perustelut.

Kaikissa taulukossa 21 analysoinnissa mukana olevissa jutuissa, välimiesoikeus totesi *markkinahinnan lähtökohdaksi*, jota kuitenkin saatettiin käyttää lopullisen hintapäätöksen perustana vain kahdessa tapauksessa. Molemmat yhtiöt olivat julkisia osakeyhtiöitä.[603] Vain kahdessa nyt tutkitussa kuudessa välimiesoikeuden päätöksessä oli itse raporttiin kirjoitetut selvitykset ja argumentoinnit sellaisia, että kyseinen laskennallinen hinta oli mahdollista tarkistaa jälkikäteen, käymällä läpi annet- tuja yksityiskohtaisia tietoja. Vapaaseen kassavirtaan perustuvissa kahdessa raportissa laskelmia esitettiin. Varsinkin Laihian Sähkön välitystuomio oli hyvin selkeästi kirjoitettu ja yksityiskohtaisesti perusteltu tehtyjä valintoja. Välimiesoikeuksien päätökset muodostuivat taulukon 21 mukaisiksi *valitun mene*telmän osalta, siten kuin ne ilmenivät välitystuomioista. Rovakairan Tuotanto Oy:n välitystuomiossa hylättiin substanssiarvolaskelma ”kevein” perustein, sillä likvidaatioperuste on hyvin harvoin sopiva toimintaansa jatkavan yrityksen arvostusperusteeksi. Tässä tapauksessa olisi hyvin voitu käyttää substanssiarvolaskentaa going concern -periaatteen mukaan, ainakin vertailuna. Välimiesoikeudessa asianosaiset olivat käyttäneet yhtiön tai ulkopuolista tilintarkastajaa laskelmien laatimisessa tai kuultuina asiantuntijoina.

[603] *Rimali* (2007, 282 - 291) toteaa, että pörssiyhtiöiden vähemmistöosakkeiden lunastushinnan määrittely on edelleen hyvin tapauskohtaista. Uusi OYL jättää VOYL:n tavoin paljon harkintavaltaa välimiehille, ja erityisesti tilannekohtaiset tekijät voivat vaikuttaa hinnanmääritykseen. Pakollinen ostotarjous vastaa AML 6:11,2 §:n mukaan lähtökohtaisesti edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettua korkeinta hintaa. Mikäli OYL:n § 18:7,2 ja 3 olettamasäännösten edellytykset eivät täyty, sovelletaan pörssiyhtiön kohdallakin yleissäännöstä (OYL 18:7,1 §), eli vireille tulohetkeä edeltävän ajankohdan kurssinoteerausta pidetään käypänä arvoa.

5 YHTEENVETO

Johdannossa todettiin tilintarkastajan työkentän laaja-alaiseksi, joka tavallisesti painottuu yrityksen taloushallinnon tarkastuksiin ja kannanottoihin. Tämä merkitsee, että tilintarkastajan tulee ymmärtää mitä eri lait säätävät asioista, joihin on otettava kantaa. Lisäksi on suuri määrä sekä viranomaisten että KHT-yhdistyksen antamia ohjeita ja suosituksia, joita tulee noudattaa.

Tutkimustehtävänä oli selittää tilintarkastajan antamien lakisääteisten ja joidenkin vapaaehtoisten lausuntojen ja raporttien yrityksen arvostukseen liittyviä kannanottoja, jotka usein liittyvät yritysjärjestelyihin. Tämä liiketaloustieteellinen ja lähinnä talousoikeudellinen tutkimus perustui kirjallisuuteen ja käytännön kokemukseen. Tutkimus käsitteli arvonmäärityksen keskeisiä teoreettisia perusteita ja keskittyi joihinkin yrityksen arvoa koskeviin tilintarkastajan kannanottoihin. Arvonmääritys kuuluu tilintarkastajan muuhun toimintaan kuin mitä niin sanottu lakisääteinen tilintarkastus on, josta annetaan tilikausittain tilintarkastuskertomus.

Tutkimuksen perustana ollut *tilintarkastajan näkökulma* korostuu tilintarkastuslain (UTTL 459/2007) 22 §:n edellyttämään *hyvään tilintarkastustapaan,* jota on noudatettava kaikissa toimeksiannoissa, eli myös silloin kuin tilintarkastaja tekee arvonmäärityksiä yrityksestä tai sen osasta. Tätä selvitettiin siinä laajuudessa, että hahmottuisi kuva KHT-yhdistyksen suosituksista ja tulkinnoista, mitä hyvä tilintarkastustapa tarkoittaa käytännössä.

Merkittävää on, että tilintarkastajan tulee aina noudattaa hyvää tilintarkastustapaa, mutta hänen tulee kussakin toimeksiannossa aina harkita, kuinka ja missä laajuudessa soveltaa suosituksia. Olennaista on, että tilintarkastaja dokumentoi, mitä ja kuinka on tehnyt työnsä, mitkä ovat johtopäätökset ja mihin ne perustuvat ja jollei ole voinut soveltaa hyvän tilintarkastustavan edellyttämiä suosituksia kokonaan tai edes osittain, perustelut poikkeamiin. Dokumentointi liittyy muun muassa UTTL 23 §:n laadunvarmistukseen. Karkeana ohjeena voisi olla se, että työn dokumentointi ja raportointi pitäisi aina olla niin tehtynä, että toinen asiantuntija voisi jälkikäteen selvittää dokumentoinnin perusteella, miten toimeksianto on hoidettu.

Tutkimuksessa tilintarkastajan näkökulman peruskivet ovat *riippumattomuus, rehellisyys, objektiivisuus, ammatillinen pätevyys ja huolellisuus, salassapitovelvollisuus, ammatillinen käyttäytyminen ja hyvää tilintarkastustapaa koskevien suositusten noudattaminen.*

Kuutta ensimmäistä kohtaa tulee noudattaa tarkasti. Sen sijaan erityistoimeksiannon sisältö vaatii *ammatillista harkintaa* tapauskohtaisten faktojen ratkaisemiseksi. Hyvää tilintarkastustapaa koskevia suosituksia noudatetaan toimeksiannon toteutuksessa, mutta tilintarkastajalta edellytetään aina näkemystä ja harkintaa missä laajuudessa tapauskohtainen soveltaminen toteutetaan. Tämä asia todetaan annetuissa KHT-tilintarkastajia hyvää tilintarkastustapaa koskevissa suosituksissa.[604] Toimeksiantoa ei saa turhaan tehdä laajemmaksi vain suositusten takia. Se ei saa tilaajalleen tulla kalliimmaksi kuin mitä työ vaatisi muutoin. Tutkimuksen näkökulman mukaan tilintarkastaja on hyvän tilintarkastustavan noudattaja. Se merkitsee, että hänen tulee esittää oman kriittisen näkemyksensä koko yrityksen *oikeasta hinnasta tai sen osasta.*

Tutkimustehtävän mukaisesti paneuduttiin muutamiin valittuihin *yritysjärjestelyksi* määriteltyihin asioihin, jotka koskivat yrityksen arvonmääritystä *yrityskaupoissa, apporttisijoituksissa*, *oman pääoman riittävyyden arvioinneissa, henkilöyhtiön muuttamisissa osakeyhtiöiksi* ja *vähemmistöosakkeiden lunastuksissa*. Näissä toimeksiannoissa, yrityskauppoja lukuun ottamatta, tilintarkastaja on noudatettava, mitä asianomaisissa laeissa on säädetty. Tärkein laki oli valituissa kohteissa osakeyhtiölaki. Yrityskaupoissa laadittu kirjallinen toimeksiantosopimus määrää puitteet, ei asiasisällön. Tilintarkastajan ei voi arvioinneissa esittää muuta kuin mitä mieltä hän itse rehellisesti on.

Tutkimuksessa todettiin, että arvomääritelmiä on useita, joten tilintarkastajan on selvitettävä itselleen laskentaperustan. Lähtökohdaksi otettu yrityksen ”*todellinen*

---

[604] KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2007b, 472, 489, 508, 523, 535, 553, 559, 578, 583, 606, 615, 816, 825 ja 833) suosituksissa todetaan aina alussa muun muassa, että tilintarkastussuosituksia tulee noudattaa vain olennaisissa asioissa - myös muun informaation tarkastuksessa, liitännäispalveluksissa ja erityistehtävissä. Edelleen suosituksissa todetaan, että ohjeistuksen ymmärtämiseksi ja soveltamiseksi on otettava huomioon tilintarkastussuositukset kokonaisuutena. Tilintarkastaja voi harkintansa mukaan poiketa tilintarkastussuosituksista tilintarkastuksen tavoitteiden saavuttamiseksi. Tällaisissa tapauksissa poikkeaminen on pystyttävä perustelemaan.
Katso myös KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2005, 777), missä todetaan, että tilintarkastajan myös erityistehtävien kohdalla tulee noudattaa hyvää tilintarkastustapaa. Ennen lausuntonsa antamista tilintarkastajan tulee riittävästi perehtyä tehtävän sisältöön ja vastaavaan lainsäädäntöön voidakseen ilmaista asiasta oman mielipiteensä. Työn sisältö ja tarkastustoimenpiteet on näidenkin osalta päätettävä tapauskohtaisesti.

arvo” on tilintarkastajan kannalta myös fiktiivinen arvo, vaikka käytettävissä olisi paras mahdollinen substituutti, eli toteutunut kauppahinta tai pörssikurssit. Voitiin sanoa, että markkinat voivat tuoda esille tietyn hetken markkinahinnan, ei arvon, koska arvo on hyvin subjektiivinen käsite. Ostaja on valmis maksamaan sovitun hinnan, koska hän arvioi saavansa siitä enemmän hyötyä ainakin tulevaisuudessa, se saattaa vaikuttaa positiivisesti hänen muuhun liiketoimintaan tai on muuten vain ”edullinen” juuri nyt. Myyjän myyntihalut perustuvat toisenlaisiin arvioihin, tai pelkästään haluun rahastaa juuri nyt.

Eri laeissa todettiin perustana olevan usein yrityksen *käypä arvo*, jolla tarkoitetaan määritelmän mukaisesti todennäköistä luovutushintaa. Käypä arvo onkin useimmiten viranomaisen laskema teoreettinen arvio käyvästä hinnasta.

Yrityksen arvostamiseen käytettäviä menetelmiä on lukuisia, joista tutkimuksessa käsiteltiin substanssiarvoa, lisäarvoa (EVA), vertailevia arvonmääritystä (tunnuslukuja) ja tuottoarvoa. Tilintarkastajan kannalta ennakkoon todettiin, että parhaiten yrityksen arvoa ilmaiseva laskentamenetelmä oli sellainen tuottoarvomenetelmä, joka perustuu *kassavirtojen nykyarvoon*. Se on se menetelmä, joka parhaiten kuvaa teoreettisena laskelmana yrityksen markkinahintaa ja mahdollisesti myös markkina-arvoa. Liiketaloudellisen kirjallisuuden mukaan *vapaa kassavirran nykyarvo* kuvaa hyvin myös tulevaisuuden odotuksia, ja on vapaa yrityksissä tapahtuvista erilaisista tilinpäätösten säätelyistä. Menetelmä soveltuu parhaiten investointitapaisiin päätöksiin. *Yrityskauppa* on tyypillisesti juuri tällainen päätös. Selvää on myös, etteivät arvo ja hinta ole tässäkään sama asia. Kaikissa laskelmissa määritellään kohteen hintaa, mitä markkinoilla arvioidaan saatavan. Arvokäsite liittyy abstraktiseen ajattelumalliin, joka vaihtelee sen mukaan, mikä kohteen funktio on ajatuksissamme saadun informaation ja suunnitelmiemme mukaisesti.

Apporttiomaisuuden arvostuksessa (ja myös toiminimen muutoksessa osakeyhtiöksi), *henkilöyhtiön muutoksessa osakeyhtiöksi ja osakeyhtiön oman pääoman vajauksen toteamisessa*, substanssiarvomenetelmä soveltui parhaiten, koska lain vaatimuksena oli osoittaa tietyn ajankohdan käyvän hinnan. Realisoimattomia, kaukana tulevaisuudessa mahdollisesti saatavia eriä ei voida ottaa näissä laskelmissa huomioon muulla tavalla kuin tukemassa tehtyä arviota. Apporttina sijoitetun omaisuuden tulee vastata vähintään sijoitushetkellä ilmoitettua arvoa. Jos tuottoarvome-

netelmää käytetään, apportin hintaan sisältyy vielä realisoimattomia osia. Tilintarkastajan kannanotossa ei tätä sallita. Tulevaisuuteen liittyvät riskitekijät on mahdollista punnita diskonttokorolla, mutta tilintarkastajan kannanotto ja arvio tulee näissä asioissa aina perustua nykyhetken reaalimaailmaan.

Apporttiomaisuuden arvostuksessa oman pääoman sijoituksena osakeyhtiössä ja tilintarkastajan kannanotossa pelkästään yhtiön hallituksen selvitykseen perusteella suhteuduttiin kriittisesti. Kun vahingonkorvausvastuu oikeasta arvosta katsottiin lain tulkinnan mukaan edelleen säilyneen edellisen osakeyhtiölain mukaisesti myös tilintarkastajalla, on tämän tutkimuksen kannanottona tilintarkastajan syytä tehdä edelleen omat arvionsa.

Oman pääoman vajauksen laskemisessa, kun oma pääomaa on alle puolet osakepääomasta, ja varsinkin jos taseen oma pääoma on negatiivinen, jolloin seuraa ”liputusvelvollisuus” kaupparekisteri-ilmoituksella, on taseen omaisuuden arvostamisessa eriarvoisuutta julkisten ja yksityisten yhtiöiden välillä. Hallituksen osakeyhtiölain muutosesitys (HE 103/2007 vp) annettiin lokakuussa 2007, jonka mukaan jos Eduskunta hyväksyy muutokset, myös yksityisten osakeyhtiöiden olisi mahdollista hinnoitella käypiin hintoihin taseensa ilman että yhtiöt tarvitsisi laatia IFRS:n mukaan tilinpäätöksensä kuten julkiset osakeyhtiöt. Kaikki halukkaat yritykset saavat kyllä osakeyhtiö- ja kirjanpitolain mukaan laatia taseensa omaisuuserät käypiin arvoihin IFRS:n standardeja noudattaen, joiden laatimisessa tilintarkastaja on mukana. Osakeyhtiölain muutoksen jälkeen voitaneen jälleen hyödyntää erillistä laskelmaa käypien hintojen mukaan, joka voisi olla tilintarkastettu ja esitetty esimerkiksi liitetietona. Tässäkin asiassa soveltuisi substanssiin perustuvat *oikaistut laskelmat* osoittamaan edelleen oman pääoman arvioitua todellista määrää. Tässä ei kohdella muuten kaikkia yrityksiä yhdenvertaisesti.

Tällaisen yhtiön tilintarkastajan oman (ja miksei myös hallituksen jäsenten) edun mukaista olisi kuitenkin aina varmistaa, eli laatia selvityksiä ja laskelmia ainakin yrityksen maksukyvystä. Laki ei edellytä enää, että tilikauden aikaisia hallituksen laatimia tilinpäätöksiä tarkasteta ja arvioida niiden oikeellisuutta, jos oma pääoma on tappiollisen toiminnan vuoksi jäänyt alle puoleen osakepääomasta. Arvio oikaistun substanssiarvolaskelman mukaan oman pääoman todellisesta tilasta, voisi kuitenkin rauhoittaa kaikkia osapuolia. Tässäkin on tilintarkastajan kannalta lainsäätä-

jä ”keventänyt” tehtävää, mutta säilyttänyt vastuun mahdollisista virheistä sekä hallitukselle että tilintarkastajalle. Vastuun osalta kehitys on mennyt väärään suuntaan.

Tilintarkastajan vahingonkorvausvastuusta on säädetty UTTL 51 §:n 1 momentissa. Säännös koskee yhtiön valitsemaa lakisääteistä tilintarkastajaa. Säännös edellyttää tuottamuksellisuutta ja lisäksi, että vahingon ja tilintarkastajan menettelyn välillä vallitsee syy-yhteys. Tilintarkastajalta edellytetään aina *erityistä huolellisuutta*. Tilintarkastajan vastuusta voidaan edelleen todeta, että muu vastuu kuin UTTL 51§:n 1 momentin mukainen perustuu *sopimukseen*. Tutkimuksessa todettiin yhtiön hallituksen ja tilintarkastajan keskinäisestä vastuusta, että hallitus on varsinainen tekijä ja tilintarkastaja on vain laiminlyönyt valvontavastuunsa. Hallituksen vastuu on yleensä ensisijainen suhteessa tilintarkastajan vastuuseen. Hallituksen jäsenten ja tilintarkastajien käytännön vahingonkorvausvelvollisuus saattaa kohdentua ensisijaisesti eri henkilöiden *arvioituun maksukykyyn*. Maksumieheksi saattaisi silloin ensisijaisesti tulla tilintarkastaja, koska pakollinen vastuuvakuutus tarjoaisi siihen mahdollisuuden. Hallituksen ja tilintarkastajien vastuu on *solidaarinen*.

Kun kyseessä on *vähemmistöosakkeiden pakkolunastuksessa* määrättävä hinta, oli lähtökohtaisesti *markkina-arvo* välimiesoikeuden päätöksissä, joita tarkasteltiin muutaman välimiestuomion perusteella. Tilintarkastaja oli usein mukana laskelmien tekijänä tai kuultuna asiantuntijana. Teoreettisissa laskelmissa *vapaan kassavirran nykyarvolaskelma* soveltui parhaiten määrittämään lunastushinnan silloin, kun se oli tietojensa mukaan mahdollista laskea. Sulautumisten yhteydessä pakkolunastus tuli välimiespäätöksissä samalla esiin rahavirtamenetelmä, vaikka sulautumiset ja jakautumiset eivät olleet varsinaisesti tutkimuksen kohteena.

Kun yrityksen tai sen osan *oikeaa hintaa* verrataan eri tilintarkastajien kannanottojen mukaan, saattaa eroja olla lopputuloksissa, vaikka arviointimenetelmä olisi sama. Kyse on kuitenkin kunkin tilintarkastajan rehellinen näkemys asiasta hyvän tilintarkastustavan mukaisesti. Oleellista on silloin, että kukin tilintarkastaja arvioinneissaan dokumentoi tehtävän vaatimuksen mukaisesti, miten hän on tehnyt arvion ja perustelee valintojaan. Jokainen asiaan hyvin perehtyneen henkilön on voitava tarkistaa laskelmat. Jos tämä dokumentointi puuttuu, ei arviointia ole suoritettu sallittua harkintaa käyttäen ja hyvää tilintarkastustapaa noudattaen.

6 LÄHDEKIRJALLISUUTTA

Alasuutari Pertti (1994). Laadullinen tutkimus. 2. uudistettu painos. Tampere: Vastapaino, 281 s. ISBN 951-9066-75-6.

Alasuutari Pertti (1999). Laadullinen tutkimus. 3. uudistettu painos. Tampere: Vastapaino, 317 s. ISBN 951-768-055-4 (uusi muuttumaton painos 2007).

Alasuutari Pertti (2001). Johdatus yhteiskuntatutkimukseen. Helsinki: Gaudeamus Kirja/ Yliopistokustannus University Press Finland, 175 s.

Aarnio Aulis (1982). Oikeussäännön tulkinnasta. Tutkimus lainopillisen perustelun rationaalisuudesta ja hyväksyttävyydestä. Helsinki: Juridicia. Helsingin Yliopiston Monistuspalvelu Painatusjaos, 215 s. ISBN 951-95679-1-7.

Aarnio Aulis (1989). Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. Helsinki: Werner Söderström Osakeyhtiö, 315 s. ISBN 951-0-15493-8.

Aarnio Aulis (1997). Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 35 - 56. ISBN 951-670-004-7.

Aarnio Aulis (2006). Tulkinnan taito. Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. Helsinki: WSOY, 428 s. ISBN 951-0-321116-8.

Airaksinen Manne & Pekka Pulkkinen & Vesa Rasinaho (2007a). Osakeyhtiölaki I. Helsinki: Talentum Media Oy, 627 s. ISBN 978-952-14-0888-5.

Airaksinen Manne & Pekka Pulkkinen & Vesa Rasinaho (2007b). Osakeyhtiölaki II. Helsinki: Talentum Media Oy, 649 s. ISBN 978-952-14-1016-1.

AICPA (1997 a). SEC Practice Section (SECPS). The American Institute of Certified Public Accountants. http:// www.aicpa.org. (tulostettu 8.8.2006)

AICPA (1997b). Serving the Public Interest: A New Conseptional Framework for Auditor Independence. The American Institute of Certified Public Accountants. October 20. http:// www.aicpa.org. (tulostettu 8.8.2006)

Aho Teemu (1981). Yrityksen tilinpäätösanalyysi. Kolmas uusittu painos. Espoo: Otakustantamo 166 s. ISBN 951-671-219-3.

Aho Teemu (2004). Yrityksen kassavirtaperusteinen arvonmääritys. Tilintarkastus-Revision no 2 s. 23 - 28.

Aho Teemu & Kristiina Timperi (2004). Yrityksen omistaja-arvon laskeminen kannattaa. Tilisanomat no 3 s. 45 - 49.

Aho Tuomas, Vänskä, Hannu (1995). Tilintarkastuslaki ja hyvä tilintarkastustapa. Helsinki: Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy 308 s. ISBN 951-640-730-7.

Ahti Ari & Tapio Ali - Tolppa & Jan Holmberg & Vesa Kumpulainen & Kunto Pekkala (1994). Kirjanpidon ja tilinpäätöksen erityiskysymyksiä. Porvoo: WSOY 242 s. ISBN 951-35-5964-5.

Ahti Ari & Aarne Koivikko & Jorma Tuominen & Tuomo Vesanen & Riitta Ylipiha & Eeva Kaukinen & Samuli Perälä (2000). Hyvä tilinpäätöskäytäntö uusien säännösten mukaan. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu Oy 223 s. ISBN 951-8993-90-0.

Annola Vesa (2001). Analyytikko ja sisäpiiritieto. Teoksessa Arvopaperimarkkinat toimittanut Ari-Matti Nuutila ja Ari Saarnilehto. Turku: Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, s. 3 - 24. ISBN 951-29-2226-6 ja ISSN 0783-2001.

Annola Vesa (2003). Sopimuksen dynaamisuus. Talousoikeudellinen rakennetutkimus sopimuksen täydentymisestä ja täydentymisen ohjaamisesta (väitöskirja Vaasan yliopistossa). Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden julkaisusarja A:107, xxx s. IBSN 951-29-2480-3, ISSN 0783-2001.

Annola Vesa (2005). Informaatio, sisäpiiri, markkinat (väitöskirja). Turun yliopiston Oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, 351 s. Yksityis-oikeuden sarja. A:114. ISSN 0783-2001, ISBN 951-29-4004-3.

Andersson Edward (2000). Perheyhtiön osakkeiden arvostuksesta perintö- ja lahjaverotuksen suunnittelun kannalta. Verotus, s.4-14. 50. vuosikerta.

Andersson Edward & Jarmo Ikkala (2000). Elinkeinoverolainsäädännön kommentaari. 2. uudistettu painos (alkuperäisestä laitoksesta 8 painosta 1969 – 1993). Helsinki: Lakimies liiton Kustannus 62 s. ISBN 952-14-0258-X.

Andersson Edward & Jarmo Ikkala (2005). Elinkeinoverolain kommentaari. 11.painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 722 s. ISBN 952-14-0830-8.

Andersson Edward & Esko Linnakangas (2006). Tuloverotus. Helsinki: Talentum Media Oy, 486 s. ISBN 952-14-1026-4.

Aromäki Kirsi & Virpi Halonen & Johanna Jalkanen & Ismo Kuutti & Veijo Seppänen & Mira Skogberg & Peter Sundvik, & Merja Tolvanen & Timo Torkkel & Tiina Torniainen & Margit Tuomala & Juhani Viljanen. (Aromäki ym. 2003)**.** IAS käytännön esimerkein. Helsinki: KPMG ja Edita Publishing Oy 318 s. ISBN 951-37-3887-6.

Artto Eero (1969 a). Tasearvostelu ja kassavirta-analyysit. Yrityksen tulos, rahoitus ja verotus I. Artikkelikokoelma (toimittanut Martti Saario). Helsinki: Kauppakorkeakoulun julkaisuja sarja C:III:2, s. 187 - 195.

Artto Eero (1969 b). Kassavirta-analyysin edellytykset ja taseinformaatio. Yrityksen tulos, rahoitus ja verotus I. Artikkelikokoelma (toimittanut Martti Saario). Helsinki: Kauppa korkeakoulun julkaisuja sarja C:III:2, s.196 - 200.

Artto Eero (1969 c). Kassavirta-analyysin tunnusluvut. Yrityksen tulos, rahoitus ja verotus I. Artikkelikokoelma (toimittanut Martti Saario). Helsinki: Kauppakorkeakoulun julkaisuja sarja C:III:2, s. 201 - 208.

Artto Eero (1980). Tilinpäätösanalyysit. Teoksessa Mitä on laskentatoimi. Helsinki: Oy Gaudeamus Ab, s. 27 - 47. ISBN 951-662-263-1.

Autio Heikki (2003). IAS - siirtymä. Tilintarkastus - Revision no 3, 21 -23. ISSN 0783-0017.

Balance Consulting Oy (2006). Balance Arvo. Yrityksen arvonmääritys. http://www.balanceconsulting.fi/ (tulostettu 8.11.2006)

Blummé Nils (1986). Generationsskiftesreglerna – en översikt. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s. 219 - 231. Helsinki: Wideri 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Blummé Nils (1996). Riippumattomana asiantuntijana toimivan tilintarkastajan asema, tehtävät ja lausunnot. Tilintarkastus - Revision -lehti. Vsk 40, nro 6 s. 423 – 429.

Blummé Nils & Tomi Pitkänen & Merja Raunio, & Leena Äärilä (2001).Yritystoiminnan uudelleenjärjestely. Yhtiöoikeus. Kirjanpito. Verotus. Helsinki: KHT-Media Oy 225 s. ISBN 951-8993-87-4.

Blomqvist Lars & Nils Blummé & Anna-Maija Simola (1997), Due dilligence ja arvonmääritys yrityskaupoissa. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu Oy 128 s. ISBN 951-8993-46-7

Blomqvist Lars & Nils Blummé & Eero Lumme & Toimi Pitkänen & Lennart Simonsen (2001). Due diligence osana yrityskauppaa. Helsinki: KHT-Media Oy 134 s. ISBN 951-8993-90-4.

Bøhren Øivind & Nils Erik Krosvik (2005). Tvangsinnløsning av monoritetseiere: Rettsøkonomien i norske skjønnssaker gjenom 25 år. Tidskrift for Rettsvitenskap 1-2 s.122 – 152.

Copeland Tom & Koller Tim & Murrin Jack, Valuation: Measuring and managing the value of companies (2000). 3rd Edition. New York-Chichester-Brisbane-Toronto-Singapore.

Ejvegård Rolf (2007). Vetenskaplig metod. Tredje omarbetade upplagan. Lund: Studentlitteratur, 175 s. ISBN 91-44-02763-X.

Engblom Ari (toimittanut, 2001). PK -yrityksen verotus. Kirjoittajina KPMG:n tilintarkastajat ja asiantuntijat Ari Engblom, Tuija Vanhanen, Marko Ojala, Mikko Haavisto, Pertti Keskinen ja Antti Kääriäinen. Helsinki: Edita Oyj 350 s. IBSN 951-37-3411-0.

Englund Tomi & Mikko Järventausta (2005), Kuinka käypä on käypä arvo? Verotus no 5, 55.vuosikerta, s. 501- 509.

Eriksson Lars D (1997). Mina metoder. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 35 - 56. ISBN 951-670-004-7.

Ernst & Young Oy (2006). Uudistunut kirjanpitolaki. 2., tarkistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 421 s. ISBN 952-14-1085-X.

Eskola Jari & Juha Suoranta (1998). Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Osuuskunta Vastapaino, 268 s. ISBN 951-768-035-X.

Ervasti Kaijus (2004). Empiirinen oikeustutkimus. Teoksessa Empiirinen tutkimus oikeustieteessä (toim. Heidi Lindfors).Helsinki:Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 64, 10 - 15 s. ISBN 951-704-308-2, ISSN 1235-9254. http://www.optula.om.fi/upload/jz6gcdbff.pdf. (tulostettu 20.9.2007)

ETY 78/660. EU:n tilinpäätösdirektiivi 1978.

ETY 83/843. EU:n konsernitilinpäätösdirektiivi 1983.

ETY 84/253. EU:n tilintarkastusdirektiivi 1984.

ETY 2001/256. EU:n laadunvarmistussuositus 2001.

EY N:o 1606/2002. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (IAS-asetus)

EY 2006/43. EU:n tilinpäätösten ja konsolidoitujen tilinpäätösten lakisääteisestä tilintarkastuksesta 2006.

EU:n Vihreä kirja (1996). Euroopan Unionin tilintarkastusdirektiivin lakisääteisestä tilintarkastuksesta.

Fant Johan-Erik (1994). Revisorns roll. En komparativ studie av revisorers, företagsledares och aktieägares attityder till extern revision Finland och Sverige. Ekonomi och samhälle. Skrifter utgivna av Svenska handelshögskolan. Publikation nr 53. Akademisk avhandling. ISBN 951-555431-4, ISSN 0424-7256.

FAR: s samlingsvolym 2002. Stockholm: FAR Förlag AB 1277 s. ISBN-91-88218-94-5.

FSR (1996). Revisors uafhaengighed – en forudsaetning for trovaerdihed. Koepenhavn: Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. ISBN 87-7747-178-4.

FSR (2007) Foereningen af Statsautoriserede Revisorer, Tanska. http://www.fsr.dk/site/fsrstart.nsf/web. (tulostetu 11.3.2007)

Flint David (1988). Philosophy and Principles of Auditing. London: Macmillan Education Ltd, 191 s. ISBN 0-333-311156-7.

Glautier M.W.E. & B. Underdown. Accounting Teheory and Practice. New York: Pitman Publishing Ltd, 741 s. ISBN 273 00705X.

Gulden Bror Petter (1991). Den eksterne revisor. Oslo: Unversitetsforlaget AS, 367 s. ISBN 82-00-21218-1.

Grönfors Martti (1982). Kvalitatiiviset kenttätyömenetelmät. Helsinki WSOY, 233 s. ISBN 951-0-11339-5.

Haglund Birger (1986). Redovisning av avskrivningar enligt plan - problem och fallgropar. Teoksessa: Tilintarkastus ja hyvä kirjanpitotapa. Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s. 165 - 178. Helsinki: Wideri 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Haglund Eric (1986). Tilintarkastajan tehtäväkentästä – kehitystrendejä. Teoksessa: Tilintarkastus ja hyvä kirjanpitotapa. Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s 7 - 23. Helsinki: Wideri 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Hakola Tuula & Ilkka Lahti (2006). Uusi laki varojen arvostamisesta - nettovarallisuus ja perintö verotus ennallaan. Verotus no 3 s. 131 -140. 56. vuosikerta. ISSN 0357-2331.

Hamberg Krister (1986). Bokslutets centrala relationstal. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s.154 - 164. Helsinki: Wideri 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännönseksi.

HE 157/1988 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 202/1991 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi välimiesmenettelystä sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 11/1992 v. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta.

HE 111/1992 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kirjanpitolain, osakeyhtiölain 11 ja 12 luvun sekä osuuskuntalain muuttamisesta.

HE 318/1992 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi

HE 295/1993 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle tilintarkastuslaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 89/1996 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.

HE 173/1997 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle kirjanpitolaiksi sekä laeiksi osakeyhtiölain 11 ja 12 luvun ja osuuskuntalain 79 c §:n muuttamiseksi.

HE 126/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kirjanpitolain muuttamiseksi sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 144/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi varallisuusverolain kumoamisesta ja laiksi varojen arvostamisesta verotuksessa sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

HE 6/2006 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta.

HE 194/2006 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle tilintarkastuslain muuttamiseksi

HE 103/2007 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle rajat ylittävät pääomayhtiöiden sulautumista ja jakautumista koskeviksi yhteisölainsäädännöksi.

Hendriksen Eldon S. (1977) Accounting Theory. Third edition. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc. 636 s.

Henttula Juhani (2005). Varallisuuden arvostamisperusteesta perintöverotuksessa (väitöskirja). Helsinki: Oy Finn Lectura Ab, 277 s. ISBN 951-792-236-1.

Herler Casper (2004). Behöver vi rättstoxikologi? Teoksessa Empiirinen tutkimus oikeustieteessä (toim. Heidi Lindfors). Helsinki:Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 64, 10 - 15 s. ISBN 951-704-308-2, ISSN 1235-9254.

Heikkilä Harri (1993a). Käyttöomaisuuden hankintamenon jaksottaminen. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala). (s. 75 - 85). Helsinki: Tietosanoma Oy 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Heikkilä Harri (1993). Muiden pitkävaikutteisten menojen jaksottaminen. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala). (s.86 - 89). Helsinki: Tietosanoma Oy 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Heikkonen Jaakko (1981). Pääpiirteet, raportointi ja vastuu osakeyhtiön tilintarkastuksessa. Helsinki: Werner Söderström Osakeyhtiö 76 s. ISBN 692-951-0-10905-3.

Heikkonen Jaakko (1982). Käyttäytyminen ja tarkastajan rooli. Helsinki: Tilintarkastustoimisto Jaakko Heikkonen Ky KHT-tilintarkastusyhteisö 77 s. ISBN 951-99423-1-9.

Hirvonen Ahti & Heikki Niskakangas & Juha Wahlroos (1997). Hyvä hallitustyöskentely. Suomen itsenäisyyden juhlarahaston, Sitran julkaisusarja nro 155. Helsinki: Werner Söderström Osakeyhtiö 260 s. ISBN 951-0-21897-9, ISSN 0785-8388.

Horsmanheimo Pasi & Maj-Lis Steiner (2002), Tilintarkastus. Asiakkaan opas. Helsinki: WSOY Lakitieto, 465 s. ISBN 951-670-053-5.

Horsmanheimo Pasi & Timo Kaisanlahti & Maj-Lis Steiner (2007). Tilintarkastuslaki - kommentaari. Helsinki: WSOY, 533 s. ISBN 978-951-0-29548-9.

Hult, Magnus (1988). Värdering av företag. 3 upplagan. Uppsala: Liber Ekonomi, 208 s. ISBN 91-38-61789-7.

Huttunen Allan (2005). Suunnatun annin perusteesta. Turku: Turun yliopisto oikeustieteellinen tiedekunta. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia V (toim. Ari Saarnilehto), 211 s. SBN 951-29-2791-8. ISSN 0783-2001.

Ikonen Martti, Osakkeen lunastus (1981). Teoksessa Käytännön erityiskysymyksiä osakeyhtiölaissa. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja n:o 31. Helsinki: Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy s. 73- 88. ISBN 951-640-111-2.

IASC /1996). International Accounting Standards 1996. London: International Accounting Standards Committee, 1996. ISBN 0 905625 34 X.

ICAEW (1987). The Institute of Chartered Accounts in England and Wales. Regulation on Auditors. Implementation of the EC Eight Company Law Directive. TR 650, February 1987. Accountance, 1987. Vol. 99, no 1123, pp.172–175.

Ilola, Jouko & Heikki Sirve (1988), Henkilöyhtiöt. Uusi laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä. Helsinki: Tietosanoma Oy, Business Books 144 s. ISBN 951-9434-55-0.

Immonen Raimo (1995).Yritysjärjestelyjen juridiikka ja tuloverotus. Teoksessa: Hyödyt ja vaarat omaisuustuloverotuksessa yrityksen ja yrittäjän kannalta (toimittanut Yrjö Lehtonen). Helsinki: Tietosanoma Oy, s. 47 - 26 - 61. ISBN 951-885-103-4.

Immonen, Raimo (2000). Yritysjärjestelyt. Menettelyt ja verokohtelu. 2., uudistettu painos. 272 s. Helsinki: Talentum Media Oy, 452 s. ISBN 952-14-0864-2.

Immonen Raimo (2006). Yritysjärjestelyt. 3., uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 452 s. ISBN 952-14-0864-2.

Immonen Raimo & Juha Lindgren (2006). Onnistunut sukupolvenvaihdos. 2. uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 303 s. ISBN 952-14-1036-1.

Jauhiainen Jyrki & Timo Kaisanlahti (2005). Eurooppayhtiö. Helsinki: Talentum Media Oy, 454 s. ISBN 952-14-0791-3.

Jennergren Peter (1996–97). Marknadspriser och teoretiska värden i tvångslösenärenden före och efter Balken målet. Juridisk Tidskrift (JT) vid Stockholms universitet s. 59 – 91.

Johansson Sven-Erik & Bengt A Nyström & Erik Rydström (1987). Revision. Kontroll. Effektivitet.Utveckling. Stockholm: Liber Ekonomiredaktionen, 138 s .ISBN 91-38-61737-4.

Juote Taru & Outi Ukkola (1998). Yrityksen luovutus ja yritysmuodon muutokset. Helsinki: Oy Edita Ab, 151 s. ISBN 951-37-2051-9.

Justitiedepartementet, Revisionsbolagsutredningen N 1996:10. 13.04.1999. http://www.regeringen.se/galactica (tulostettu 14.5.2006)

Justitiedepartementets promemoria 25.6.2003. Några frågor om revision http://www.regeringen.se/content/1/c6/01/26/38/276a4c5f.pdf (tulostettu 20.5.2006).

Jänkälä Markku & Timo Kaisanlahti (toim.) (2005). Uusi kirjanpitolainsäädäntö ja tilinpäätös. Muutosten merkitys käytännössä ja hallituksen esitys. Helsinki: WSOY, 458 s. ISBN 951-0-30378-X.

Jägerhorn, Reginald (1965). Informationsvärdet hos finländska aktiebolags revisionsberättelser. Helsingfors: Affärsekonomisk Förlagsförening r.f. Ekonomi och Samhälle. Skrifter utgivna av Svenska handelshögskolan Nr.12.

Jägerhorn Reginald (1981). Revisorn som konsult och rådgivare. Helsingfors: Svenska handelshögskolan. ISSN 0357-5764;6.

Järvinen Risto & Eero Prepula & Veijo Riistama & Yrjö Tuokko (1998). Uusi kirjanpitolain-säädäntö – kirjanpito ja tilinpäätös. Ekonomia sarja. Helsinki: Werner Söderström Osakeyhtiö 679 s. ISBN 951-0-21674-7.

Järvenoja, Markku (1993). Henkilöyhtiöt verotuksessa. 2.uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 336 s. ISBN: 9516406513.

Järvenoja Markku (1994). Kommandiittiyhtiöstä osakeyhtiöksi. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 144 s. ISBN 951-640-745-5

Järvenoja Markku (1997). Osinkoverotus. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 189 s. ISBN 951-640-777-3.

Järvenoja Markku (2002). Osinkoverotus. 2. uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy 350 s. ISBN 952-14-0354-3.

Järvenoja Markku (2007). Yritysjärjestelyjen verotus. 2., uudistettu painos. Helsinki WSOY 611 s. ISBN978-951-0-30815-8.

Kaarenoja Ahti & Seppo Suontausta (2007). Maksukyvyttömyys ja osakeyhtiön varojenjako. Defensor Legis no 2, s. 239 - 256.

Kainulainen Heini (2004). Teemahaastattelut kriminologisessa tutkimuksessa. Teoksessa Empiirinen tutkimus oikeustieteessä (toim. Heidi Lindfors). Helsinki:Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 64, 17 - 26 s. ISBN 951-704-308-2, ISSN 1235-9254.

Kairinen Tiina (2001). Pörssiosakkeen lunastushinnan määrittäminen välimieskäytännössä. Teoksessa Arvopaperimarkkinat (toimittanut Ari-Matti Nuuttila ja Ari Saarni lehto). Turku: Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. s. 25–71. ISBN 951-29-2226-6, ISSN 0783-2001.

Kaisanlahti Timo (1998). Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. (väitöskirja). Helsinki: Oy Edita Ab, 159 s. ISBN 951-37-2777-7.

Kaisanlahti Timo (2003). Käypä hinta ja sijoittajien intressien yhdenmukaisuus. Tilintarkastus:47 s. 39 - 43.

Kaisanlahti Timo & Pekka Timonen (2006). Tilintarkastajan vahingonkorvausvastuu - kehitystarpeet de lege ferenda. Kauppa- ja teollisuusministeriö. KTM Julkaisuja 39/2006, 205 s. Helsinki: Edita Publishing Oy. ISBN 952-489-089-5, ISSN 1459-9376.

Kakkuri-Knuuttila Marja-Liisa (2006). Kausaalisuhteet ja selittäminen tulkitsevassa tutkimuksessa. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 54 - 87. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Kallunki Juha-Pekka & Teppo Martikainen & Jaakko Niemelä (1999). Yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Kauppakaari Oyj 215 s. ISBN 952-14-0051-X, ISSN 1455-2418.

Kallunki Juha-Pekka & Jaakko Niemelä (2004). Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum Media Oy 290 s. ISBN 952-14-0762-X, ISSN 1455-2418.

Kallunki Juha-Pekka & Jaakko Niemelä (2007). Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum Media Oy 288 s. ISBN 978-952-14-1214-1.

Kallunki Juha-Pekka & Erkki Kytönen (2007). Uusi tilinpäätösanalyysi. 6 painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 272 s. ISBN 978-952-14-0618-8.

Kananoja Pentti (2003). IAS 10: Tilinpäätöspäivän jälkeiset tapahtumat. Tilintarkastus - Revision no 3, 19 - 20. 47. vuosikerta. ISSN 0783-0017.

Kangas Urpo (1982). Lesken oikeudellinen asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus lesken velvoittavuudesta ja voimassaolon perusteista. Helsinki: Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja.

Kangas Urpo (1997). Minun metodini. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 90 - 109.Toimittanut Juha Häyhä. Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy. ISBN 951-670-004-7.

Katila Saija & Susan Meriläinen (2006). Henkilökohtainen kokemus tiedon lähteenä: toimintatutkimus akateemisessa yhteisössä. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 134 - 154. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Keski-Pukkila Tomi (2007). Osakeyhtiön varojen vähenemistä koskevat säännökset uudistuvat. KPMG:n veropalveluiden tiedostuslehti Taxview. Tax. Joulukuu 2007 numero 3, 18 - 19.

Keskuskauppakamari (2007). KKK Yrityskauppalautakunta: Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista. http://www.yrityskauppalautakunta.fi (tulostettu 10.11.2007)

Kettunen Pertti, Vesa Mäkinen & Kari Neilimo (1980). Taseanalyysi. Toinen painos. Ekonomia-sarja. Helsinki: Weilin & Göös 158 s. ISBN 951-35-2076-5.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2000). Avoimen yhtiön ja kommandiittiyhtiön tilinpäätös uuden kirjanpitolain mukaan. Uudistettu 3. painos. Helsinki: KHT-Media Oy 203 s. ISBN 951-8993-80-7.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2001). IAS- standardit 2001. Helsinki: KHT-Media Oy 1400 s. ISBN 951-8993-99-8.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2002a). Bokslutsmodell för aktiebolag. Förnyad 9 upplaga. Helsingfors: KHT-Media Oy 1400 s. ISBN 951-8993-99-8.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2002b). IAS-tilinpäätösmalli. Suomenkielinen malli IAS-tilinpäätöksen laadintaan. Helsinki: KHT-Media Oy 123 s. ISBN 951-8993-99-8.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2003 a). Tilintarkastuskertomukset ja tilintarkastajan lausunnot. Uudistettu 9. painos. Helsinki: KHT - Media Oy 333 s. ISBN 952-5392-22-8.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2003 b). IFRS-standardit 2003 (sisältää IAS-standardit). Helsinki: KHT-Media Oy 1400 s. ISBN951-8993-99-8.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2004 a). IFRS-tilinpäätösmalli 2004. Helsinki: KHT - Media Oy 184 s. ISBN 952-5392-38-4.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2004 b). Osakeyhtiön tilinpäätösmalli 2004. Helsinki: KHT - Media Oy 184 s. ISBN 952-5392-32-5.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2004 c). Tilintarkastusalan kertomukset ja lausunnot 2004. Helsinki: KHT - Media Oy 376 s. ISBN 952-5392-39-2.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2004 d). Tilintarkastajan sopimusperusteiset toimeksiannot. Toimeksiantosopimusmalli 1.6.2004. Helsinki: KHT - Media Oy 19 s. ISBN 952-5392-36-8.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2005a). Tilintarkastusalan suositukset 2005**.** Helsinki: KHT-Media Oy 832 s. ISBN 952-5392-55-4.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2005b). Osakeyhtiön tilinpäätösmalli 2005**.** Helsinki: KHT-Media Oy, 243 s. ISBN 952-5392-58-9.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2005c). Rahoituslaskelma**.** Uudistettu 3. painos. Helsinki: KHT-Media Oy, 122 s. ISBN 952-5392-52-X.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2006a). IFRS-tilinpäätösmalli 2006. Helsinki: KHT-Media Oy, 192 s. ISBN 952-5392-81-3.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2006b). IFRS ja yrityskauppojen arvostuslaskelmat. Helsinki: KHT-Media Oy, 62 s. ISBN 952-5392-75-9.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2006c). Tilintarkastajan sopimusperusteiset toimeksiannot 2 - Tietojen luovuttaminen. Helsinki: KHT-Media Oy, 24 s. ISBN 952-5392-76-7.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2007a). Osakeyhtiön tilinpäätösmalli 2007. Helsinki: KHT-Media Oy, 222s. ISBN 952-5392-79-1.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2007b). Tilintarkastusalan standardit ja suositukset 2007. Helsinki: KHT-Media Oy, 840 s. ISBN 978-952-5392-88-3.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2007c). Tilintarkastusalan kertomukset ja lausunnot 2007. Helsinki: KHT-Media Oy, 384 s. ISBN 978-952-5392-87-6.

KHT-yhdistys - Föreningen CGR ry (2007d). International Financial Reporting Standards 2007. Helsinki: KHT-Media Oy, 2513 s. ISBN 978-1-905590-26-1.

Kinnunen Essi (2001). Lainopillisesta tutkimuksesta, erityisesti ns. ongelmakeskeisestä lainopista, s. 91 -126. Teoksessa: Pääsykoekirja 3/2001. Turku: Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. ISBN 951-29-1901-X.

KKK (2000). Sukupolvenvaihdosta koskeva selvitys. Helsinki: Keskuskauppakamari, 23 s. ISBN 951-8967-54-7.

KM 192:32. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n mietintö.

Knuuttila Tarja (2006). Realismi ja representaatio kansantaloustieteessä: oletusten realistisuudesta mallinnuksen epistemologiaan. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 7 - 15. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Koskela Markku (1984).Osakkeen kassaperusteinen arvonmääritys (väitöskirja). Helsinki School of Economics. Series A:43. Acta Academiae Oeconomicae Helsingiensis. 267 s. ISBN 951-699-890-9. ISSN 0356-9969.

Koskelainen Heikki (1986). Tilintarkastuskertomus ja tilintarkastajan muu raportointi. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s. 24 - 41. Helsinki: Wideri, 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Koski Pauli (1981) Vastuunjako ja sen toteuttaminen osakeyhtiöissä. Teoksessa Käytännön erityiskysymyksiä osakeyhtiölaissa. Lakimiesliitokoulutuskeskuksen julkaisusarja n:o 31. Helsinki: Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy s. 119-127. ISBN 951-640-111-2.

Koski Pauli (1988). Henkilöyhtiön muuttaminen osakeyhtiöksi. Tilisanomat no 1, s. 50 - 54.

Koskinen Hannu E, Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus (1999). Saarijärvi: Finnpublishers Oy 338 s. ISBN 951-848-049-4.

Koskinen Heli & Virta Päivi, Oikeudellisen tiedon lähteitä. Käytännön käsikirja (1996). Helsinki: Suomen Lakimiesliiton Kustannus 252 s. ISBN 951-640-853-2.

Koskinen Ilpo & Pertti Alasuutari & Tuomo Peltonen (2005). Laadulliset menetelmät kauppatieteissä. Tampere: Osuuskunta Vastapaino, 350 s. ISBN 951-768-175-5.

Kotilainen Antti (1990). Osakeyhtiölain lunastuslausekkeet ja perillisen suosiminen. Oikeustiede. Jurisprudentia XXIII. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen vuosikirja 1990. ISBN 951-855-117-0, ISSN 0355-8215.

KPMG (2001). PK - yrityksen verotus. (toimittanut Ari Engblom). Helsinki: Edita Oyj, 350 s. ISBN 951-37-3411-0.

KPMG (2004). View KPMG:n asiakaslehti 1/2004, sivut 1-3. ISSN 1457-0122. http://www.kpmf.fi/View 041/sivu 23.htm (tulostettu 8.8.2006)

KPMG (2005). Elinkeinoverotus 2005. (toimittanut Markku Järvenoja). Helsinki: Edita Publishing Oy, 670 s. ISBN 951-37-4227-X.

KPMG (2006). Osakeyhtiölaki 2007 (kirjoittajat Nils Blummé & Amos Jantunen & Sebastian Kellas & Kai Soini) Helsinki: KPMG Oy Ab, 104 s.

KPMG (2007). IFRS view. IFRS - artikkelikokoelma. http://www. kpmg.fi (tulostettu 10.11.2007).

KPMG International (2002). Implementing IAS. IAS compared with US GAAP and Finnish GAAP. Helsinki: KPMG International 181 s. ISBN 952.5070-22-0. http://www.kpmg.com (tulostettu 10.8.2006)

KPMG Wideri Oy Ab (2003). IAS käytännön esimerkein 2003. Helsinki: Edita Publishing Oy, 318 s. ISBN 951-37-3887-6.

Kumpulainen Vesa (1995). Pääomaverotus eri yhtiömuodoissa.. Teoksessa: Hyödyt ja vaarat omaisuustuloverotuksessa yrityksen ja yrittäjän kannalta (toimittanut Yrjö Lehtonen). Helsinki: Tietosanoma Oy s. 27 - 46. ISBN 951-885-103-4.

Kuorikoski Jaakko (2006). Syyt ja vaikutukset kvantitatiivisessa liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 88 - 110. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Kyläkallio Juhani, Olli Iirola & Kalle Kyläkallio (2002), Osakeyhtiö. Helsinki: Edita 1218 s. ISBN 951-37-3498-6.

Lager Irma (1994). Lainkäytön pääasiat. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus 273 s. ISBN 951-640-738-2.

Laaksonen Sami (2004). tavaramerkin siirtohinnoittelusta. Verotus no 4, s. 423 - 432. 54. vuosikerta. ISSN 0357-2331.

Lagerspetz Eerik (2006). Ennusteiden ja todellisuuden vuorovaikutus yhteiskuntatieteissä. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 36 - 53. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Laitinen Erkki K (1986). Yrityksen tunnuslukuanalyysi. Jyväskylä: Yritysinnovaatio Oy 185 s. ISBN 951-95299-0-X.

Laitinen Erkki K (1994a). Suomalainen yritys ja lama. 750 suomalaisen yrityksen keinot sopeutua lamaan. Vaasa: Vaasan Yritysinformaatio Oy, 162 s. ISBN 951-96324-2-5.

Laitinen Erkki K. (1994b). Tilinpäätöstä arvioimaan. Vaasa: Vaasan Yritysinnovaatio Oy, 148 s. ISBN 951-96324-1-7.

Laitinen Erkki K. (1998). Yritystoiminnan uudet mittarit. Enterprise Adviser -kirjasarja nro 6. Jyväskylä: Yrityksen tietokirjat, 360 s. ISBN 952-14-0050-1, ISSN 1455-2418

Laitinen Erkki K (2002). Strateginen tilinpäätösanalyysi - Perinteisestä analyysistä yrityksen arvon määrittämiseen. Helsinki: Talentum Media Oy, 234 s. ISBN 952-14-0545-7.

Laitinen Erkki K. (2003). Yritystoiminnan uudet mittarit. Helsinki: Talentum Media Oy, 512 s. ISBN 952-14-0521-X

Laitinen Erkki K (2003). Yrityksen arvo johtamisen ja arvioinnin välineenä. Tilintarkastus - Laskentatoimi - Redovisning no 3, 11 - 17. 47. vuosikerta. ISSN 0783-0017.

Laitinen Erkki K (2007). Yrityssaneerauksen onnistuminen Suomessa laman aikana ja laman jälkeen. Vaasan yliopiston julkaisuja. Selvityksiä ja raportteja 141, 61 s. ISBN 978-952-476-192-5.

Laitinen Erkki K & Teija Laitinen (2004a). Yrityksen rahoituskriisin ennustaminen. Helsinki: Talentum Media Oy, 405 s. ISBN 952-14-0771-9. ISSN 1455-2418.

Laitinen Erkki K & Teija Laitinen (2004b). Rahoituskriisille tarvitaan hälytysjärjestelmä. Tilisanomat no 4, 35 - 37. 25 vuosikerta.

Laitinen Erkki K & Teija Laitinen (2005). Tilinpäätöstiedot maksuhäiriön ennustamisessa. Tilintarkastus - Laskentatoimi - Redovisning no 1. 38 - 44, 49. vuosikerta.

Laitinen Erkki K & Eero Luotonen (1996). Mitä tilinpäätös kertoo? Vantaa: Taloustieto Oy, 121 s. ISBN 951-628-225-3.

Laitinen Teija (1993). The information content of alternative income concepts in predicting corporate failure, 146 s. Acta Wasaensia No 35 Business administration no 14 Accounting and finance. Vaasan yliopisto (väitöskirja). ISBN 951-683-486-8. ISSN0355-2667=Acta Wasaensia ISSN 1235-7871=Acta Wasaensia. Business Administration.

Lehtinen Aki (2006). Rationaalisen valinnan teorian rakenne ja käyttäytymisoletukset. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 215 - 240. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Lehtonen Asko (1990). Kirjanpitorikoksista. Juhlajulkaisu Juhani Kyläkallio. Turun Yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A Juhlajulkaisut n:o 3, s. 113 - 127.

Lehtonen Asko (2000). Veron torjunta ja verosuunnittelu oikeudellisessa systematiikassa. Pohjois-Suomen tuomarikoulu. Julkaisuja 4/2000. Rovaniemen hovioikeus. Rovaniemi: Oikeustieteiden tiedekunta, Lapin yliopisto, s. 37 - 109. ISBN 951-634-758-4.

Lehtonen Asko (2005a). Pitäisikö taseitakin ymmärtää? Pohjois-Suomen tuomarikoulu. Juhlajulkaisu. Lapin yliopisto ja Rovaniemen hovioikeus 25 vuotta. Rovaniemi: Oikeustieteiden tiedekunta. s. 105 - 116. ISBN 951-634-964-1.

Lehtonen Asko (2005c). Liikehuoneiston prosenttivuokra ja peitellyn osingon verotus. Contributions to Accounting, Finance, and Management Science (toimittanut Erkki K Laitinen ja Teija Laitinen), s. 209 - 245. Essays in Honour of Professor Timo Salmi. Acta Wasaensia No. 143. Business Administration 59. Accounting and Finance.

Lehtonen Asko (2005b). Kirja-arvostelu: Mirva Lohiniva-Kerkelä Verosalaisuus. Yksityisyyden ja luottamuksellisen liiketomintatiedon suoja verotuksessa. Acta Universitatis Lapponiensis 52. Rovaniemi 2003, XLVI + 361 sivua.

Lehtonen Asko (2006). Oikeuden saatavuudesta perheoikeudellisissa hakemusasioissa. Juhlajulkaisu Ahti Saarenpää 60 vuotta. Syntymästä kuolemaan, oikeudesta informaatioon. Helsinki: Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja, E-sarja n:o 17, 63 - 83 s.

Lehtonen Asko (2007). Kirjanpitorikos. Contributions to Accounting and Finance. Essays in Honour of Professor Paavo Yli-Olli (toimittanut Timo Rothovius ja Jussi Nikkinen), 191 - 235. Acta Wasaensia No 173. Business Administration 73. Accounting and Finance. ISBN 978-952-476-180-2.

Leppiniemi Jarmo (1993a). Oikeat ja riittävät tiedot. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala), s. 11 - 30. Helsinki: Tietosanoma Oy, 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Leppiniemi Jarmo(1993b). Tilinpäätöksen sisältö ja tarkoitus. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala). (s. 31 - 52). Helsinki: Tietosanoma Oy 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Leppiniemi Jarmo (1993c). Taseaseman tai tuloksen järjesteleminen. Tilintarkastus - Revision no 3, 7 - 10. 47. vuosikerta. ISSN 0783-0017.

Leppiniemi Jarmo (1999). Omaisuuden arvo. Arvonmääritys, tilinpäätös, verotus**.** Helsinki: Kauppakaari Oyj 189 s. ISBN 952-14-02220-2.

Leppiniemi Jarmo & Raili Leppiniemi (1997). Tilinpäätöksen tulkinta. Ekonomia-sarja. Helsinki: WSOY 360 s. ISBN 951-0-2145-8.

Leppiniemi Jarmo & Raili Leppiniemi (2002). Hyvä tilinpäätöskäytäntö. 4. uudistettu laitos. Helsinki: WSOY 555 s. ISBN 951-0-27091-1.

Leppiniemi Jarmo (2003). IFRS - Johdon käsikirja. Helsinki: WS Bookwell Oy, 279 s. ISBN 951-0-28701-6.

Leppiniemi Jarmo (2005). Sisältöpainotteisuus. Tilisanomat no 1, 31 -33. 26. vuosikerta.

Leppiniemi Jarmo (2006). Kirjanpitolaki - kommentaari. Ekonomia-sarja. Helsinki: WS Bookwell Oy, 348 s. ISBN 951-0-31707-1.

Lindgren Juha (2001). Osakeyhtiön sukupolvenvaihdoksen verotus. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus 389 s. ISBN 952-14-0495-7.

Linna Tuula (1987). Ulosottorealisoinnista de lege ferenda. Helsinki: Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A- Sarja N:o 175, 416 s. ISBN 951-855-097-2.

Linnakangas Esko (2005).Henkilöyhtiön yhtiömiesosuuksien hankintameno luovutusvoittoverotuksessa (KHO 2004:78).

Lohi Tapani (2004). Empiirisen tiedon hyödyntämisestä jäämistölainopissa. Teoksessa Empiirinen tutkimus oikeustieteessä (toim. Heidi Lindfors). Helsinki:Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 64, 27 - 40 s. ISBN 951-704-308-2, ISSN 1235-9254.

Lukka Kari (2006). Konstruktiivinen tutkimusote: luonne, prosessi ja arviointi. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 111 - 133. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Manninen Petri (2001). Yritys vaihtaa omistajaa – sukupolvenvaihdos ja yrityskauppa käytännössä. Helsinki: WSOY 461 s. ISBN 951-0-26546-2.

Mattila Pauli K (1984). Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa erityisesti silmällä pitäen kiinteää omaisuutta ja yritysvarallisuutta. Helsingin yliopisto, väitöskirja. Helsinki: Suomen Lakimiesliiton Kustannus, 540 s. ISSN 0585-9530.

Mautz R.K. & Hussein A Sharaf (1977). The Phlisophy of Auditing. Ninth Printing. American accounting Association Monograph no.6, 248 s.

Moisander Johanna & Kirsi Eräranta (2006). Markkinoinnin tutkimuksen maailmankuva ja tiedon käytännöt. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 174 - 193. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Myrsky Matti, Prejudikaattien merkitys verotuksessa (1991). Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 128 s. ISBN 951-640-562-2.

Myrsky Matti (2002). Prejudikaattien merkitys verotuksessa. 2., uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 178 s. ISBN 952-14-0460-4.

Myrsky Matti (2004). Oikeuslähteistä verotuksessa. Verotus no 1, s. 39 - 55. 54. vuosikerta. ISSN 0357-2331.

Myrsky Matti & Esko Linnakangas (2002). Verotusmenettely ja muutoksenhaku. Kolmas, uudistettu painos. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 224 s. ISBN 952-14-0638-0.

Myrsky Matti & Esko Linnakangas (2007). Verotusmenettely ja muutoksenhaku. Neljäs, uudistettu painos. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 348 s. ISBN 978-952-14-1180-9.

Mähönen Jukka & Seppo Villa (2006 a). Osakeyhtiö I. Yleiset opit. Helsinki: WSOY, 342 s. ISBN 951-670-082-9.

Mähönen Jukka & Seppo Villa (2006 b). Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. Helsinki: WSOY, 574 s. ISBN 951-670-114-0.

Mähönen Jukka & Seppo Villa (2006 c). Osakeyhtiö III. Coporate governance. Helsinki: WSOY, 441s. ISBN 951-670-115-9.

Mäntysaari Petri (1996). Tilintarkastajan vahingonkorvausvelvollisuus kolmanteen nähden. Defensor Legis s. 175 - 195.

Mäntysaari Petri (1998). Tilintarkastajan riippumattomuus ja konsultointi. Defensor Legis s. 760 - 788.

Mäntysaari Petri (1999). Liikkeen luovutus ja osakeyhtiölaki. Defensor Legis no 1, s. 66 - 92.

Määttä Kalle (2006). Oikeustaloustieteen perusteet. Helsinki: Edita Publishing Oy, 232 s. ISBN 951-37-4418-3.

Navita Yritysmalli. Opas (2006). Teemuaho Yhtiöt Oy. fi (tulostettu 16.11.2006)

Niilekselä, Hannu (1986). Meno/tulo – teoria ja tilinpäätöskäytäntö Suomessa. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s. 90-108. Helsinki: Wideri, 231s. ISBN 951-99770-5-8.

Niiniluoto Ilkka (1980). Johdatus tieteenfilosofiaan. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Otava, 314 s. ISBN 951-1-05435-X.

Nikkinen Juha & Timo Rothovius, Petri Sahlström (2002. Arvopaperisijoittaminen. Helsinki: Werner Söderström Osakeyhtiö 244 s. ISBN 951-0-26627-2.

Nilsson Henrik & Anders Isaksson & Teppo Martikainen (2002). Företagsvärdering med fundamental analys. Lund: Studentlitteratur, 419 s. ISBN 91-44-005-48-2.

*Niskane*n Vesa A (2002). Kohti tutkivaa työtapaa. Helsingin yliopiston kasvatustieteellinen tiedekunta, 22 s. http://www.helsinki.fi/users.niskanen (tulostettu 20.9.2007).

NOU 1997:9. Om revisjon och revisorer. Oslo. http://odin:dep.no/fin/norsk/dok/andre (tulostettu 10.10.2006).

Nuolimaa Risto (1984). Lunastuslauseke ja suostumuslauseke: osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus. Helsinki: Suomen lakimiesliiton kustannus, 348 s. ISBN 951-640-206-2, ISSN 0585-9530.

Nuolimaa Risto (2005). Osakeyhtiölainsäädännön uudistamisesta. Teoksessa Talousoikeuden taitekohtia, 57 - 69 s. Juhlajulkaisu professori Asko Lehtoselle (toimittanut Juha Tolonen, Vesa Annola ja Brita Herler). Vaasan yliopiston julkaisuja. Tutkimuksia 266. Oikeustiede II. Talousoikeus. ISBN 952-476-100-9. ISSN 0788-6667 = Vaasan yliopiston julkaisuja. Tutkimuksia. ISSN 0788-673X = Vaasan yliopiston julkaisuja. Tutkimuksia. Oikeustiede.

Nykänen Olli (1995). Veromuutosten hyödyntäminen. Teoksessa: Hyödyt ja vaarat omaisuustuloverotuksessa yrityksen ja yrittäjän kannalta (toimittanut Yrjö Lehtonen). Helsinki: Tietosanoma Oy s. 62 - 88. ISBN 951-885-103-4.

Nyman Jaakko (1986). Eläkekulujen muodostuminen ja esittäminen tilinpäätöksessä. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s. 179 - 189. Helsinki: Wideri, 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Nyman Sixten (1986). Yrityskaupan valmistelu. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta s. 190 - 203. Helsinki: Wideri 231 s. ISBN: 951-99770-5-8.

OikM 2003:4. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Työryhmämietintö. Oikeusministeriö.

Ojala Hannu (2007). Essays on the value of goodwill accounting (väitöskirja). Helsinki School of Economics. Acta Universitas Oeconomicae Helsingiensis. A-304 117 s. ISBN 978-952-488-135-7. ISSN 1237-556X.

Olsson Per (1998). Studies in Company Valuation. Akademisk avhandling Handelshögskolan i Stockholm: EFI, The Economic Research Institute, 301 s. ISBN: NR 91-7258-494-7.

Ossa Jaakko (2002). Sijoitustoiminnan verotus ja verosuunnittelu. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 376 s. ISBN: 952-14-0579-1.

Ovaska Risto (2007). Välimiesmenettely - kansallinen ja kansainvälinen riidanratkaisukeino. Helsinki: Edita Publishing Oy, 453 s. ISBN: 978-951-37-4922-4.

Pakkanen Kaija (2006). Anna laadun näkyä! Mitä on riittävästi dokumentoitu lakisääteinen tilintarkastus? Tilintarkastus - Revision no 1, s. 29 - 32.

Palmu Mikko (2005). Tavaramerkin siirtohinnoittelusta. Verotus no 3, s. 291 - 301. 55. vuosikerta. ISSN: 0357-2331.

Palvi Mauri (1986). Yrityskaupan jälkihoitoon liittyvät verotusnäkökohdat. Teoksessa: Tilintarkastus ja hyvä kirjanpitotapa. Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta, s. 204 - 218. Helsinki: Wideri 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Penttilä Seppo (1991). Osakkeen arvo verotuksessa. Tutkimus arvostamisongelmasta tulo- ja varallisuusverotuksessa erityisesti osakkeen arvoa silmällä pitäen. Suomen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. B-sarja N:o 201. Helsinki: Finnpublishers Oy, 581 s. ISBN 951-848-036-2.

Penttilä Seppo (2003). Yrityksen omistajan tuloverotus. 2. uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy 409 s. ISBN 952-14-0349-7.

Pettersson Matti (1993). Pitkäaikaisen projektin tulouttaminen valmiusasteen perusteella. Tilinpäätöksen sisältö ja tarkoitus. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala). (s. 53 - 64). Helsinki: Tietosanoma Oy 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Pihlajarinne Taina (2005). Verkkotunnuksiin liittyvien riitojen ratkaiseminen menettelylliseltä kannalta - tutkimus UDRP-menettelystä prosessin oikeudenmukaisuuden ja

tehokkuuden näkökulmasta. Helsingin yliopisto. Yksityisoikeuden laitos. Kauppaoikeus. IPR University Center. IPR Series A:3 (Lisensiaattitutkimus, 128 s.). http://www.iprinfo.fi/tiedostot/tiedostot/A3final.Pihlajarinne.pdf (tulostettu 20.9.2007).

Pihlajarinne Taina (2007). Hallituksen jäsenen uudistettu toimintavelvollisuus osakeyhtiön oman pääoman vähentyessä. Lakimies no 3, 357 - 373.

Prihti Aatto (1971). Konkurssin uhka ja sen seuraaminen taseiden avulla. Liiketaloustiede: laskentatoimen lisensiaattitutkielma Kauppakorkeakoulussa, 91 s. + liitteet.

Prihti Aatto (1980 a). Yrityksen saneeraus ja toiminnan uudelleensuuntaus. Ekonomia-sarja. Helsinki: Weilin & Göös, 95 s. ISBN 951-35-2255-5.

Prihti Aatto (1980 b). Rahoituksen ongelmat ja niiden ratkaisut. Teoksessa Mitä on laskentatoimi, s. 51 - 63. Helsinki: Oy Gaudeamus Ab. ISBN 951-662-263-1.

Puronen Pertti, Perintö- ja lahjaverotus (2000). 7. uudistettu painos. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 633 s. ISBN 952-14-0295-4.

Puronen Pertti, Varainsiirtoverotus (2000). Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus 336 s. ISBN 952-14-0296-2.

Pöyhönen Juha (1997). Filosofia - minun metodini? Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 35 - 56. ISBN 951-670-004-7.

Rahoitustarkastus (Rata), Standardit ja tiedotteet. http://www.rahoitustarkastus.fi (tulostettu viimeiseksi 20.1.2007).

Ranta-Lassila Hannele, Konsernit ja verotuksen neutraalisuus (2002). Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 374 s. ISBN 952-14-063-6.

Rehbinder Maria (1995). Personbolag i beskattningen. Inkomstbeskattningen av öppna bolag och kommanditbolag i spänningsfältet mellan beskattningen av enskilda näringsidkare och aktiebolag. Helsingfors: Juristförbundets Förlag, 410 s. ISBN 951-640-827-3.

Rimali Essi (2007). Pörssiyhtiön vähemmistöosakkeen lunastushinnan määräytyminen - käyvän hinnan määrityksen yhtenäistämisestä osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa. Oikeustiede - Jurisprudentia XL:2007. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys. ISBN 978-951-855-270-6.

Rissanen Kirsti, Osakeyhtiön lakkaaminen (1981). Teoksessa Käytännön erityiskysymyksiä osake yhtiölaissa. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja n:o 31. Helsinki: Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy s. 89–108. ISBN 951-640-111-2.

Riistama Veijo & Eero Prepula (1982). Osakeyhtiölain mukainen konsernitilinpäätös. Ekonomia-sarja. Helsinki: Weilin & Göös 194 s. ISBN 951-35-2709-3.

Riistama Veijo (1994). Tilintarkastuksen teoria ja käytäntö. Helsinki: Weilin & Göös 494 s. ISBN 951-35-5638-7.

Riistama Veijo (2004a). IAS/IFRS -perustaisen kirjanpito- ja tilinpäätösnormiston sekä osakeyhtiö lain uudistuksen verovaikutukset I. Verotus no 2, 54 vuosikerta, s.139 - 151. ISSN 0357-2331.

Riistama Veijo (2004b). IAS/IFRS -perustaisen kirjanpito- ja tilinpäätösnormiston sekä osakeyhtiö lain uudistuksen verovaikutukset II. Verotus no 3, 54 vuosikerta, s. 259-269. ISSN 357-2331

Rohde Knut (2000). Aktiebolagsrätt. Nionde upplagan 2000. Bearbetad av Rolf Skog. Stockholm: Norstedts Juridik AB 308 s. ISBN 91-39-20241-9.

Rolin Kristiina & Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila & Elina Henttonen (2006). Johdanto: soveltava tutkimus ja tutkimuksen soveltaminen. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 7 - 15. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Rolin (2006). Voiko soveltava yhteiskuntatiede olla arvovapaata? Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 16 - 35. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Romppainen Leena & Merja Raunio & Kare Kotiranta & Outi Ukkola (1999). Osakeyhtiön varojen jakaminen ja verotus. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu Oy 157 s. ISBN 951-8993-69-6.

Rothovius Timo (2003). Empirical Evidence on Earnings and Analysts´ Earnings Forecasts. Acta Wasaensia No 110 Business administration 45 Accounting and Finance. 170 s. (väitöskirja) http://www.uwasa.fi/julkaisusarjat

Ruane Janet M (2006). A och O i forskningsmetodik. En vägledning i samhällsvetenskaplig forskning. (Översättning: Björn Nilsson). Stockholm: Studentlitteratur, 262 s. ISBN 91-44-04457-7.

Ruoho Kati (2001). Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat. Teoksessa Arvopaperimarkkinat (toimittanut Ari-Matti Nuuttila ja Ari Saarnilehto). Turku: Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, s. 115–147. ISBN 951-29-2226-6 ja ISSN 0783-2001.

Räty Päivi & Virpi Virkkunen (2002). Kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö – IFRS-raportointi. Ekonomia-sarja. Helsinki: WS Bookwell Oy 487 s. ISBN 951-0-26874-7

Saarenpää Ahti (1997). Kadonneet systeemit. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 261 - 278. ISBN 951-670-004-7.

Saarikivi Maj-Lis (2000). Osakeyhtiön tilintarkastajan riippumattomuus. Helsinki School of Economics and Business Administration (väitöskirja). Acta Universitas Oeconomicae Helsingiensis A-155, 448 s. IBSN 951-791-400-8. ISSN 1237-556X.

Saarnilehto Ari (2000). Periaatteet käytännössä. Teoksessa Varallisuusoikeuden kantavat periaatteet (toim. Ari Saarnilehto). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 187 - 230. ISBN 951-670-030-6.

Salmi Ilari (2004). Mitä tilinpäätös kertoo? 2., uudistettu painos. Helsinki: Edita Publishing Oy, 254 s. ISBN 951-37-3967-8.

Salmi Timo & Ilkka Virtanen (2001). Economic value added: A simulation analysis of the trendy, owner-oriented management tool. Acta Wasaensia 90,Liiketaloustiede 35,33 s.

Sappinen Jorma (2006). Liiketaloustiede kansantaloustieteen imperialismin kohteena. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa

Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 194 - 214. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Sarja Mikko (1999). Tilintarkastajan riippumattomuus.(väitöskirja) Helsinki: Edita, 229 s. ISBN 951-37-2748-3.

Sarvilinna Teppo (1989). Osakeyhtiön selvitystilaan asettaminen. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 204 s. ISBN 951-640-444-8.

Savela Ari (1999). Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 298 s. ISBN 952-14-0218-0.

Savela Ari (2003a). Tilintarkastajan vastuun rajoittaminen nyt ja OYL- uudistuksessa. Osa 1. Tilintarkastus - Laskentatoimi - Redovisning no 6. 7-14, 47. vuosikerta

Savela Ari (2003b). Tilintarkastajan vastuun rajoittaminen nyt ja OYL- uudistuksessa. Osa 2. Tilintarkastus - Laskentatoimi - Redovisning no 7. 14-18, 47. vuosikerta

Savela Ari (2006). Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. 2. painos. Helsinki: Talentum Media Oy, 456 s. ISBN 952-14-0878-2.

Schultén af Gerhard (2004). Osakeyhtiölain kommentaari I. Helsinki: Talentum Media Oy, 634 s. ISBN 952-14-0532-5.

Schultén af Gerhard (2004b). Osakeyhtiölain kommentaari II. Helsinki: Talentum Media Oy, 751 s. ISBN 952-14-0527-9.

Seppänen Janne (2001). Tulevaisuuden näkymistä kertominen. Teoksessa Arvopaperimarkkinat (toimittanut Ari-Matti Nuuttila ja Ari Saarnilehto). Turku: Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, s. 73–91. ISBN 951-29-2226-6 ja ISSN 0783-2001.

SFS 2005:551. Aktiebolagslag. Utfärdad: 2005-06-16. Ändring införd: t.o.m. SFS 2006:877. Sveriges författningsamling.

Silaskivi Vesa (2004). Osakkeen käypä hinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistön lunastusmenettelyssä: viimeaikaista välimieskäytäntöä. Defensor Legis no 6, s. 1048 - 1062.

Sillanpää Matti J (1994).Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus (väitöskirja). Helsinki: Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 199, 349 s. ISSN 0356-7206, ISBN 951-855-144-8.

Siltala Raimo (2001). Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut. Helsinki: Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, 187 s. ISBN 951-45-9464-9. ISSN 1456-842X.

Siltala Raimo (2003). Oikeustieteen teoria. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Simpanen, Erkki (1986). Konsernitilinpäätöksen tavoitteet ja – tilinpäätöskäytäntö. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta, s. 109-129. Helsinki: Wideri, 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Soini Kai (2006). Yhtiön varojen vähentyminen uuden osakeyhtiölain mukaan. Taxview. KPMG:n veropalveluiden tiedotuslehti, lokakuu numero 3, s. 7 - 8.

SOU 1992:83. Lagberedningens förslag till aktiebolag m.m. Statens offentliga utredningar.

SOU 2004/05:85. Regeringens proposition till aktiebolagslag Statens offentliga utredningar.

Suomela Eero (1993). Varaukset. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala).(s.120 - 133).Helsinki:Tietosanoma Oy, 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Suomela Eero (1993). Osakeyhtiön selvitystila ja tilintarkastus. Helsinki: KPMG Wideri Oy Ab, 43 s. Wideri - Artikkelisarja 2.

Suvas Arto (1994). Essays on valuation of the firm. Acta Wasaensia. (väitöskirja) No 39. Business Administration no 15. Accounting and finance. Univesitas Wasaensis. 138 s. ISBN 951-683-523-6, ISSN 0255-2667=Acta Wasaensia, ISSN 1235-7871=Acta Wasaensia. Business Adninistration.

Sveningsson Malin & Mia Lövheim & Magnus Bergquist (2007). Att fånga Nätet. Kvalitativa metoder för Internetforskning. Lund: Studentlitteratur, 240 s. ISBN 91-44-04162-4.

Syrjälä Leena & Sirkka Ahonen & Eija Syrjäläinen & Seppo Saari (1995). Laadullisen tutkimuksen työtapoja. Helsinki: Kirjayhtymä Oy, 185 s. ISBN 951-26-3948-3.

Syrjänen Jani (2001). Arvopaperimarkkinalain mukaisen vahingonkorvausvastuun tuottamisedelly - tys ja due dilligence. Teoksessa Arvopaperimarkkinat (toimittanut Ari-Matti Nuuttila ja Ari Saarnilehto). Turku: Turun yliopiston oikeustieteellinen tiede kunta, s. 93–114. ISBN 951-29-2226-6, ISSN 0783-2001.

Tammi Jukka (1995). Miten verotus muuttuu EU:n myötä. Teoksessa: Hyödyt ja vaarat omaisuustuloverotuksessa yrityksen ja yrittäjän kannalta (toimittanut Yrjö Lehtonen). Helsinki: Tietosanoma Oy, s. 47 - 26 - 61. ISBN 951-885-103-4.

TaVM 24/1996 vp – HE 89/1996 vp. Talousvaliokunnan mietintö n:o 24 hallituksen esitys laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

TaVM 7/2006 vp - HE 109/2005 vp. Talousvaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännökseksi.

TaVM 33/2006 vp - HE 194/2006 vp. Talousvaliokunnan mietintö hallituksen esityksestä tilintarkastuslaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

Tikkanen, Reino (1993). Muutokset konsernitilinpäätöksessä. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala). (s. 134 - 152). Helsinki: Tietosanoma Oy 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Tilintarkastustyöryhmän raportti. Kauppa- ja teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja 12/2003.

Timonen Pekka (1998). Johdatus lainopin metodiin ja lainopilliseen kirjoittamiseen. http://www. (tulostettu 20.9.2007)

Timonen Pekka (2001). Lunastushinta osakeyhtiönlain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä. Teoksessa Velka, vakuus ja prosessi (toimittanut Risto Koulu). Juhlajulkaisu Erkki Havansi. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, s. 351 - 370. ISBN 952-14-0484-1.

Toiviainen Heikki (1984). Osakeyhtiön hallituksesta. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 315 s. ISBN 951-640-369-7. ISSN 0871-0733.

Toiviainen Heikki (1994a). Osakeyhtiön johtajan ja tilintarkastajan yhtiöön ja kolmanteen henkilöön kohdistuvasta vastuusta. Lakimies no 7, s. 877 - 897.

Toiviainen Heikki (1994b). Johtajan ja tilintarkastajan vahingonkorvausvastuusta osakeyhtiössä. Lakimies no 8, s. 1021 - 1056.

Toiviainen Heikki (1995). Osakeyhtiön johtajan ja tilintarkastajan vastuusta. Lakimies no 2, s. 261- 291.

Tolonen Hannu (1997). Oikeus ja sen tulkinnat. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 279 - 297. ISBN 951-670-004-7.

Tolonen Hannu (2000). Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Teoksessa Varallisuusoikeuden kantavat periaatteet (toim. Ari Saarnilehto). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 53 - 186. ISBN 951-670-030-6.

Tolonen Hannu (2003). Oikeuslähdeoppi. Helsinki: WSOY Lakitieto, 176 s. ISBN 951-670-117-5.

Tolonen Juha (1988). Stat och rätt. En studie över lagbegreppet. Åbo: Åbo Akademis Förlag, 126 s. ISBN 951-9498-33-8. UDK 321.01:340.1:341.

Tolonen Juha (1997). Oikeustiede tieteenä. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 298 - 310. ISBN 951-670-004-7.

Tolonen Juha (2000). Varallisuusoikeus ja talousjärjestys. Teoksessa Varallisuusoikeuden kantavat periaatteet (toim. Ari Saarnilehto). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 15 - 33. ISBN 951-670-030-6.

Tolonen Juha (2005). Talouden oikeustiedettä, s. 237 -252. Teoksessa Oikeus - kulttuuria ja teoriaa. Juhlakirja Hannu Tolonen 2005 toimittanut Jyrki Tala ja Kauko Wikström. Turku: Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A. Juhlajulkaisut N:o 16. ISBN 951-29-4017-5. ISSN 0784-1752. Myös e-muodossa 2007: www.edilex.fi/kirjasto/4344.

Troberg Pontus (2003). IAS ja kansainvälinen tilinpäätös. Helsinki: Talentum Media Oy, 216 s. ISBN 952-14-0722-0.

Troberg Pontus (2007). IFRS and US GAAP. A Finnish Perspective. Helsinki: Talentum Media Oy, 304 s. ISBN 978-952-14-1171-7.

Tuller Laurence W (1998). The Small Business Valuation Book. Adams Media Corporation.

Turley Stuart & Malcolm Cooper (1991). Auditing in United Kingdom. Prentice Hall.

Tuukkanen Paavo (1986). Hyvän kirjanpitotavan lähteet. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta, s. 68 - 90. Helsinki: Wideri 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Tuominen Jorma (1993). Hankintamenon määrittely, kiinteiden menojen aktivointi, täyskatteellinen laskenta. Tilinpäätöksen sisältö ja tarkoitus. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytän nössä (toimittanut Risto Hakkala). (s. 65 - 74). Helsinki: Tietosanoma Oy 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Turunen Santtu (2007). Välitystuomioiden julkisuudesta ja hyödyntämisestä. Teoksessa Välimies-menettely lainkäyttönä ja lainkäytössä. Helsinki: Edita

Työryhmämietintö 2003:4. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. Helsinki: Oikeusministeriö 357 s. ISBN 952-466-017-2, ISSN 1458-6452.

Wahlroos Juha (1993). Vastaiset menot ja menetykset. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala), s. 75 - 85). Helsinki: Tietosanoma Oy, 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Vaara Eero & Pikka-Maria Laine (2006). Kriittinen diskurssianalyysi metodologiana strategiatutki muksessa. Teoksessa Soveltava yhteiskuntatiede ja filosofia (toim. Kristiina Rolin, Marja-Liisa Kakkuri-Knuuttila ja Elina Henttonen). Helsinki: Gaudeamus Kirja/Oy Yliopistokustannus, 155 - 173. ISBN 951-662-974-1. ISBN-13 978-951-662-974-5.

Wickenberg Johanna (2007). Avtal om apport. Svensk Juristtidning s. 527 -553.

Valuation 2007. Tunnuslukujen sanasto ja selitykset. http://www.valuation.com/dictionary/main_ index.shtml (tulostettu 13.4.2007)

Vehniä Marko (1998). Näkökohtia tasejatkuvuudesta ja identtisyydestä erityisesti ajatellen henkilö yhtiön muodonmuutosta osakeyhtiöksi. Verotus no 2, 176 - 199. 48. vuosikerta. ISSN 0357-2331.

Vehniä Marko (2000). Osakkeiden hankintamenon määrittäminen muutettaessa henkilöyhtiö osake-yhtiöksi. Verotus no 2, 181- 190. 50.vuosikerta. ISSN 0357-2331.

Verohallitus 2006. Kiinteistön verotusarvon määrääminen. http://www.vero.fi/nc/viewarticle. asp?article=896 & language=FIN. (tulostettu 13.4.2007).

VM 4/2006. Verotus, tilinpäätös ja yhtiöoikeus - Yritysverotuksen kehittämistyöryhmä 2005. Helsinki: Edita Prima Oy 232 sivua. ISBN 951-804-588-7 (nid). 951-804-589-5 (PDF)

Vihreä kirja lakisääteisen tilintarkastajan tehtävästä, asemasta ja vastuusta Euroopan unionissa. Bryssel 24.7.1996, KOM(96) 338. Lopullinen.

Wiklund Raimo & Paavo Tuukkanen (1989a). Henkilöyhtiön tilinpäätös. Tilinpäätösmalli kommandiittiyhtiöille ja avoimille yhtiöille. Helsinki: Widenius, Sederholm & Someri Oy Ab, 70 s.

Wiklund Raimo & Paavo Tuukkanen (1989b). Osakeyhtiön tilinpäätös. Tilinpäätösmalli pienen osakeyhtiön tilinpäätökseksi. Helsinki: Widenius, Sederholm & Someri Oy Ab, 63 s.

Wiklund Raimo & Paavo Tuukkanen (1990a). Aktiebolagets bokslut. Bokslutsmodell för ett litet aktiebolag. Helsingfors: Widenius, Sederholm & Someri Oy Ab, 66 s.

Wiklund Raimo & Paavo Tuukkanen (1990b). Personbolagets bokslut. Bokslutsmodell för kommanditbolag och öppna bolag. Helsingfors: Widenius, Sederholm & Someri Oy Ab, 71 s.

Wiklund Raimo & Paavo Tuukkanen (1990c). A Limited Company´s Annual Accounts. Helsinki: Widenius, Sederholm & Someri Oy Ab, 65 s.

Wiklund Raimo (1993a). Arvonkorotus. Teoksessa: Kirjanpitolaki käytännössä (toimittanut Risto Hakkala) (s.100 - 111). Helsinki: Tietosanoma Oy, 209 s. ISBN 951-885-082-8.

Wiklund Raimo (1993b). Ongelmia muutettaessa henkilöyhtiö osakeyhtiöksi. Tilisanomat no 3, 24 - 27.

Wilhelmsson, Thomas & Niilo Jääskinen (1989), Öppet bolag och kommanditbolag. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus 342 s. ISBN 951-640-408-1.

Wilhelmsson Thomas (1997). Sosiaalisen siviilioikeuden metodiset lähtökohdat. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 339 - 358 s. ISBN 951-670-004-7.

Wilhelmsson Thomas & Niilo Jääskinen (2001). Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt. Helsinki: Talentum Media Oy, 355 s. ISBN 952-14-0330-6.

Wikström Kauko (1994). Oikeus ja talous. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus, 127 s. ISBN 951-640-752-8

Wikström Kauko (1997). Vero-oikeudellisen tutkimuksen erityispiirteitä. Teoksessa Minun metodini (toim. Juha Häyhä). Helsinki: Werner Söderström Lakitieto Oy, 330 - 338. ISBN 951-670-004-7.

Viljanen Juhani (1986). Suomalainen tilinpäätös ja kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö. Teoksessa Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta, s.130 - 153. Helsinki: Wideri, 231 s. ISBN 951-99770-5-8.

Villa Seppo (1997). Pääomalaina.(väitöskirja) Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoisista lainoista Suomessa. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus, 403 s. ISBN 951-640-976-8.

Villa Seppo (2001). Välipääomarahoitus. Helsinki: Talentum Media Oy, 193 s. ISBN 952-14-0347-0.

Villa Seppo (2006). Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Helsinki: Talentum Media Oy, 388 s. ISBN 952-14-0933-9.

Virtanen Kalervo (1972). Yrityksen arvon määritys potentiaalisen ostajan näkökulmasta erityisesti epävarmuus huomioonottaen. Liiketaloustiede: laskentatoimen lisensiaattitutkielma Kauppakorkeakoulussa. Helsinki: Kilamapaino.

Virtanen Kalervo (1979). Yritysoston suunnittelu prosessissa. (väitöskirja) Acta Academiae Oeconomicae Helsingensis. Series A:31. 254 s. Helsingin kauppakorkeakoulu. ISBN 951-699-277-3.

Voipio Jaakko (1979). Elinkeinoverolain tausta, synty ja kehittyminen. lainvalmisteluinformaatio lainsäätäjän tukena ja sen merkitys syntyvän lain soveltamiskelpoisuuden kannalta. Suomen Lakimiesliiton kirjasarja nro 58. Helsinki: Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy, 233 s. ISBN 951-640-092-2.

Wolf Emile (1990). Auditing Today. Fourth edition. London: Prentice Hall International (UK) Ltd, 650 s. ISBN 0-13-052077-2

Välimaa Asko (1994). Lainvoimaa vailla olevan siviilituomion täytäntöönpanosta. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus 120 s. ISBN 951-640-748-X.

Ylhäinen Marjo (2004). Oikeussosiologia lainopin tutkimuksessa. Teoksessa Empiirinen tutkimus oikeustieteessä (toim. Heidi Lindfors). Helsinki: Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 64, 10 - 15 s. ISBN 951-704-308-2, ISSN 1235-9254.

Ödman Per-Johan (2007). Tolkning, förståelse, vetande. Hermeneutik i teori och praktik. Andra omarbetade upplagan. Stockholm: Norstedts Akademiska Förlag, 254 s. ISBN 978-91-7227-518-8

OIKEUSTAPAUSLUETTELO

1. Suomi

Korkein hallinto-oikeus

KHO 1972 taltio 3070 s. 64
KHO 1973:1865 s. 130
KHO 1975:705 taltio 705 s. 65
KHO 1978:498 s. 95
KHO 1978 II 523 s. 92
KHO 1981:4394 s. 130
KHO 1985: II 511 s. 92
KHO 1987 B 624 s. 65
KHO 1993:422 s. 94
KHO 1993:5330 s. 95
KHO 1995:5001 taltio 5001 s. 65
KHO 1997:128 s. 126
KHO 1997:3129 s. 99
KHO 1999:1927 s. 130
KHO 2002:982 s. 99
KHO 2003:53 s. 66
KHO 2004:78 s. 130
KHO 2004:1437 s. 132
KHO 2006:100 (27.12.2006, diaarinumero 3123/2/05) s. 66

Korkein oikeus

KKO 1992:98 s. 117
KKO 1993:31 s. 142 ja 152
KKO 1997:128 s. 126
KKO 1999:80 s. 117
KKO 2001:36 s. 95, 100, 104 ja 140
KKO 2007:59 s. 132

Hovioikeus

Rovaniemen HO 23.1.1989 s. 142
Turun HO 26.1.1999 S 98/492 s. 141

Keskusverolautakunta

KVL 1984:770 s. 92
KVL 1985:819 s. 130
KVL 1990:167 s. 92
KVL 1990:249 s. 92

2. Ruotsi

NJA 1992 (1992:885) s. 145
NJA 1992 s. 872 (HD 1992:293 Balken-målet) s. 143
NJA 1996 s. 293 (HD 1996:44 Balken-målet) s. 141

3. Välitystuomioistuinten ratkaisut

Tutkimuksen kohteena olevat välitystuomiot
Välitystuomio 28.10.1996
Finnair Oy v. Karair Oy:n muut osakkeenomistajat
(välitysmiehenä Matti J Sillanpää). s. 140 ja 144

Välitystuomio 30.12.1998
Sairaalaosakeyhtiö Mehiläinen v. Hakaniemen lääkäriasema Oy:n muut
osakkeenomistajat (välimiehenä Eero Routamo). s. 147

Välitystuomio 4.12.2000
Talentum Oyj v. Kauppakaari Oyj:n muut osakkeenomistajat
(välimiehenä Eero Routamo). s. 148

Välitystuomio 26.6.2003
TeliaSonera AB v. Sonera Oyj:n muut osakkeenomistajat
(välimiehinä Raimo Immonen, Eero Routamo ja Seppo Villa). s. 149

Välitystuomio 30.4.2004
Ounastähti-kehittämiskuntayhtymä v. Rovakairan Tuotanto Oy:n muut
osakkeenomistajat (välimiehenä Juha Kiiha). s. 151

Välitystuomio 8.6.2006
Vaasan Sähkö Oy v. Laihian Sähkö Oy:n muut osakkeenomistajat
(välimiehenä Ingvar Krook). s. 154

Muut välitystuomiot
Välitystuomio 17.6.1988, Asko Oy v. Oy Latextil Ab (entinen Oy Finlayson Ab)
muut osakkeenomistajat. (välimiehenä Pauli Koski). s. 141

Välitystuomio 16.3.1993, Sophistics Oy -tapaus. s. 140

Välitystuomio (Turun HO 1999 S98/492). Vattenfall Itäverkko Oy v. Revon
Sähkö Oy:n muut osakkeenomistajat (välimiehinä Matti S Kurkela, Manne
Airaksinen ja Kalervo Virtanen). s. 141

Välitystuomio 11.4.2000, Aspo Oyj v. ESL Shipping Oy:n muut osakkeenomistajat
(välimiehenä Pekka Timonen). s. 141

Välitystuomio 19.4.2000, Nordic Baltic Holding Ab v. Merita Oyj:n muut
osakkeenomistajat (välimiehinä Risto Nuolimaa, Reijo Ruuhela ja Pekka Timonen). s. 141

4. Kirjanpitolautakunnan päätöksiä

KILA 1996/1422 s. 53
KILA 2000/1603 s. 53
KILA 2002/1681 s. 53
KILA 2004/1725 s. 53
KILA 2005/1750 s. 53
KILA 2005/1759 s. 53

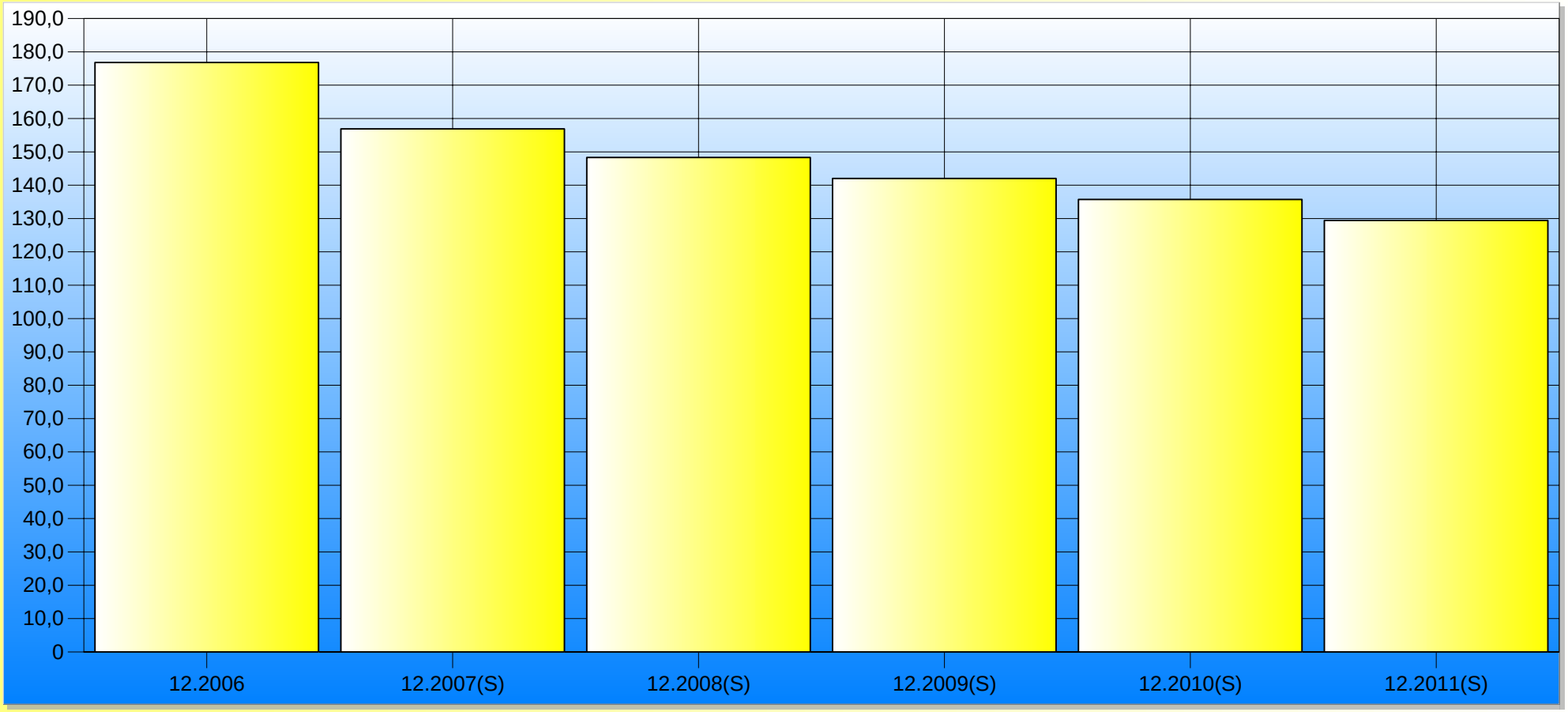
7 LIITTEET

Navita Yritysmallin arvonmääritysraportteja (eri tiedosto, 6 sivua)

Yritys Oy

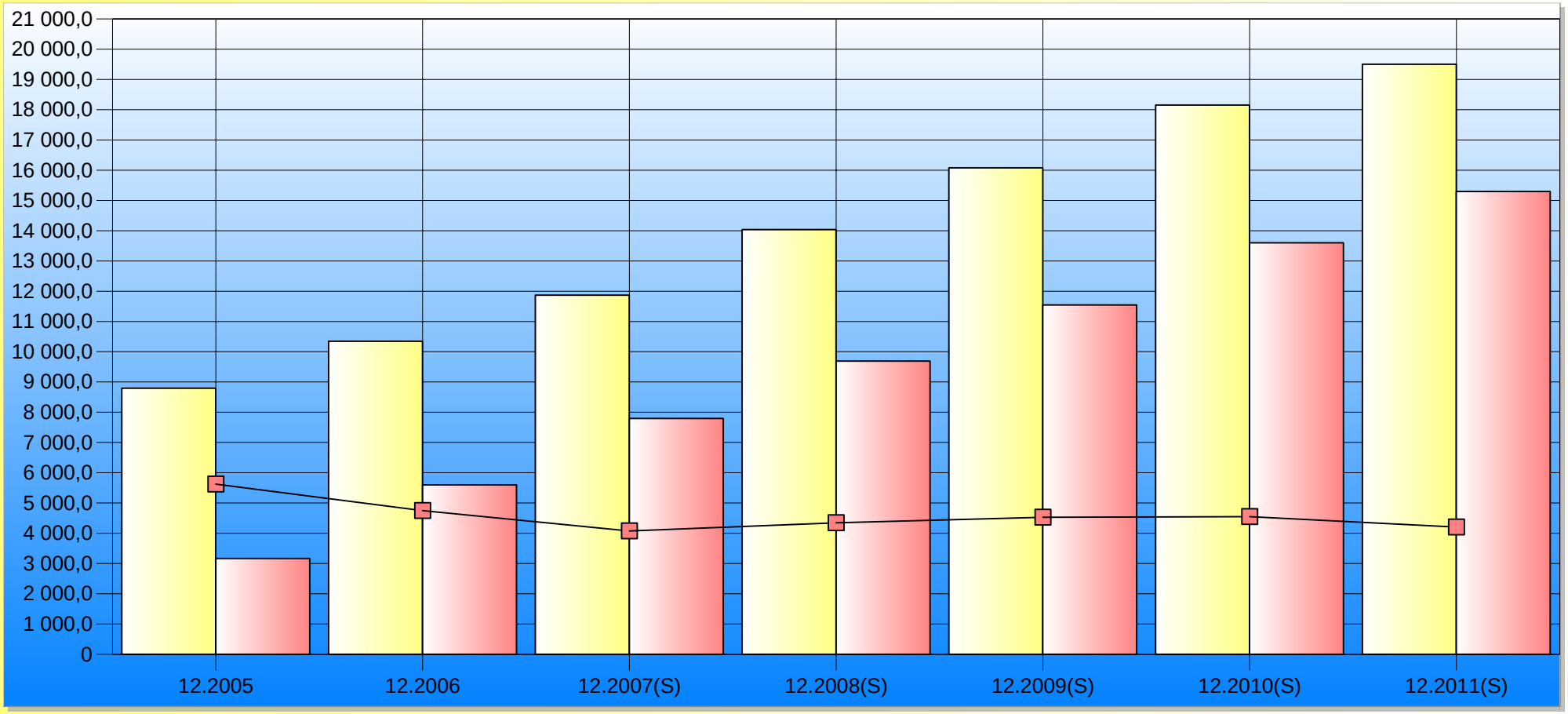
Yritys Oy 1000 EUR	2006/12 12	2007/12 12(S)	2008/12 12(S)	2009/12 12(S)	2010/12 12(S)	2011/12 12(S)
WACC %	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Arvonmäärityksen aikajänne	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Päätearvon vaikutusaika	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
Päätearvon kasvu-%						3,0
Tulos ennen korkoja ja veroja	3 438,7	3 568,6	3 546,4	4 158,1	4 960,6	5 011,2
Laskennalliset verot	-894,1	-927,8	-922,1	-1 081,1	-1 289,8	-1 302,9
Poistot	330,0	531,7	873,7	1 170,1	1 443,8	1 813,8
Investoinnit	-804,2	-1 590,0	-1 800,0	-2 500,0	-2 350,0	-2 100,0
Operatiivinen kassavirta	2 070,4	1 582,4	1 698,0	1 747,0	2 764,6	3 422,1
Käyttöpääoman muutos	-209,6	-405,2	-425,1	-261,8	-289,9	-224,1
Vapaa kassavirta	1 860,8	1 177,2	1 272,9	1 485,2	2 474,7	3 198,0
Vapaa kassavirta, kertymä	11 469,0	9 608,2	8 430,9	7 158,0	5 672,8	3 198,0
Vapaa kassavirta, pääoma-arvokertymä	7 474,3	6 510,4	6 114,4	5 575,2	4 759,0	2 855,4
Päätearvo, pääoma-arvo	5 279,4	7 106,6	9 188,9	11 557,9	14 249,2	17 302,6
Yritysarvo	12 753,7	13 617,0	15 303,3	17 133,1	19 008,2	20 158,0
Korolliset velat	2 406,9	1 749,0	1 267,0	1 057,3	857,3	657,3
Omistaja-arvo	10 346,8	11 868,0	14 036,3	16 075,8	18 150,9	19 500,7
Omistaja-arvo vuoden 2007 rahanarvossa	11 588,4	11 868,0	12 532,4	12 815,6	12 919,5	12 393,0
Substanssiarvo	5 598,7	7 793,4	9 692,0	11 547,7	13 601,7	15 297,7
Substanssiarvo per osake (eur)	559,9	779,3	969,2	1 154,8	1 360,2	1 529,8
Goodwill	4 748,1	4 074,6	4 344,3	4 528,1	4 549,2	4 203,0
Omistaja-arvo per osake (eur)	1 034,7	1 186,8	1 403,6	1 607,6	1 815,1	1 950,1
Omistaja-arvo/oma pääoma % (P/Bv)	176,8	156,9	148,3	142,0	135,7	129,4
Omistaja-arvo/liikevaihto % (P/S)	35,6	36,7	41,7	44,1	45,9	47,4
P/E luku omistaja-arvolle	4,1	4,6	5,4	5,3	5,0	5,3
EV/EBITDA	3,4	3,3	3,5	3,2	3,0	3,0
EV/EBIT	3,7	3,8	4,3	4,1	3,8	4,0

Yritys Oy vertailuarvoja %

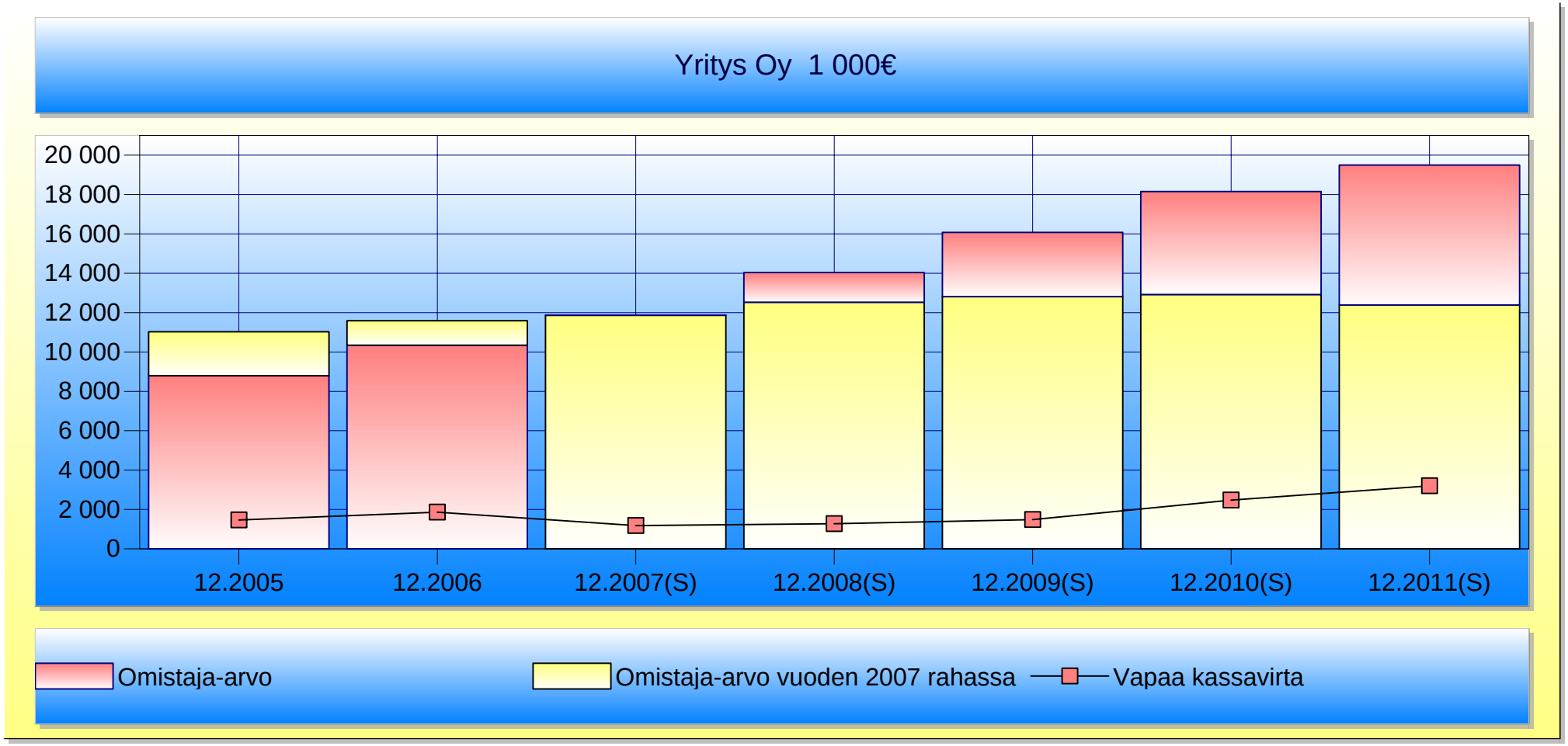


Omistaja-arvo/oma pääoma %, P/Bv

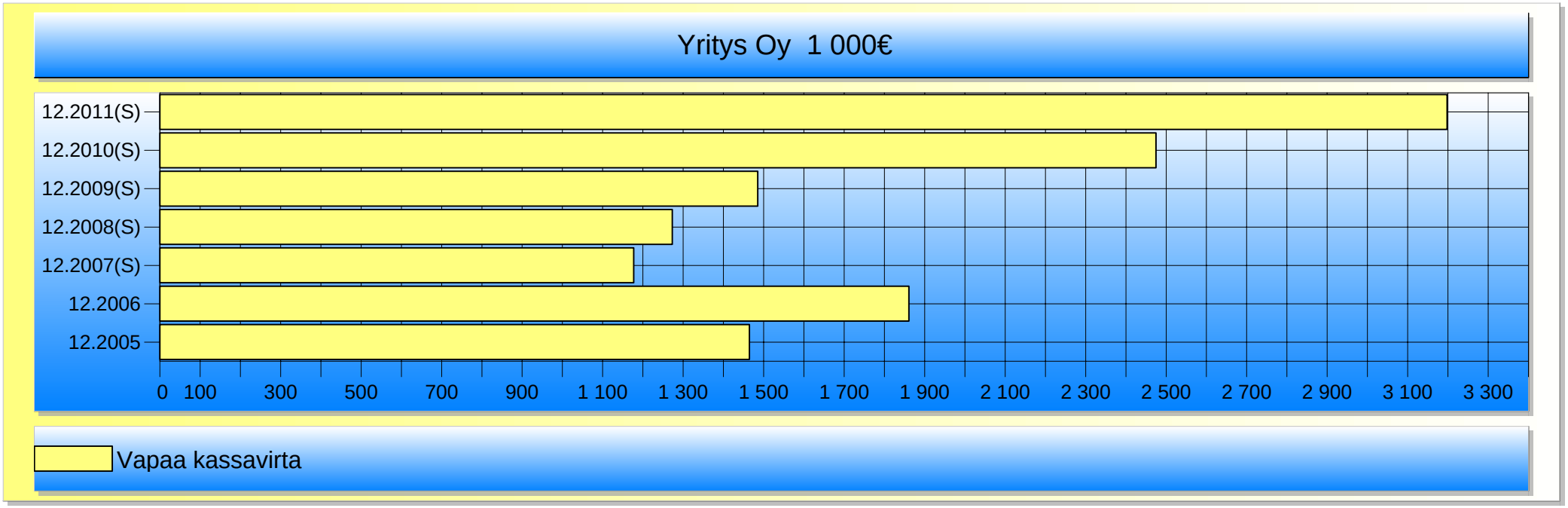
Yritys Oy 1 000€

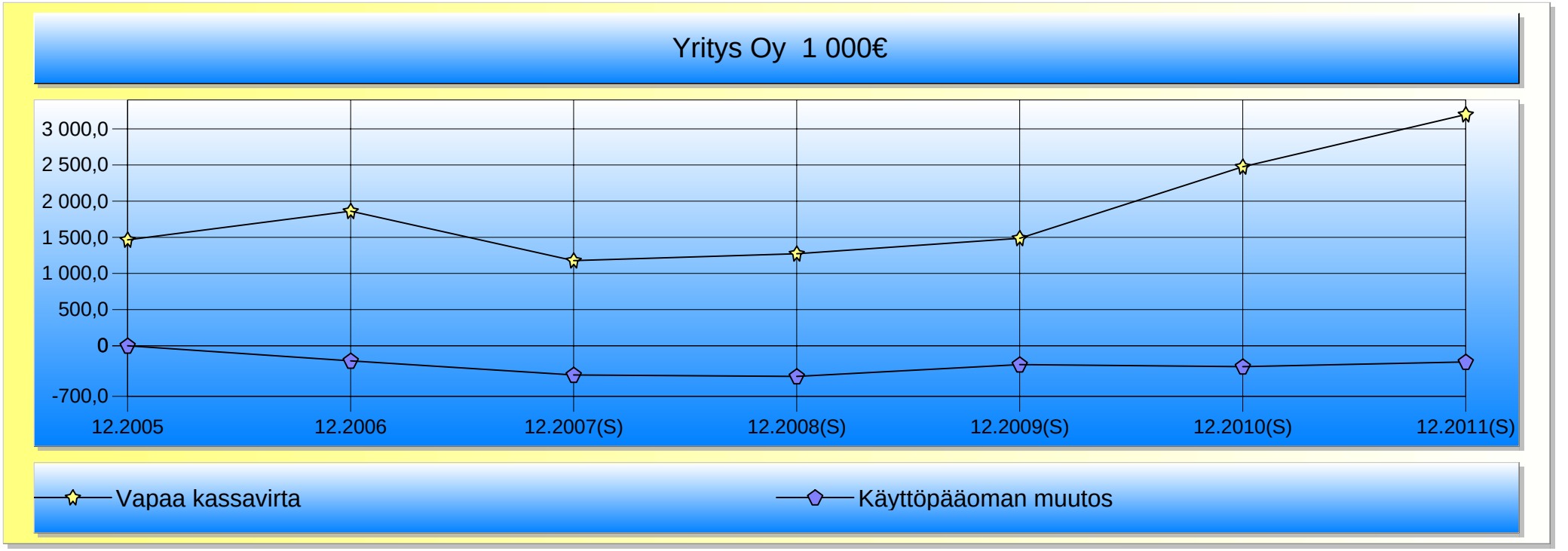


Yritys Oy

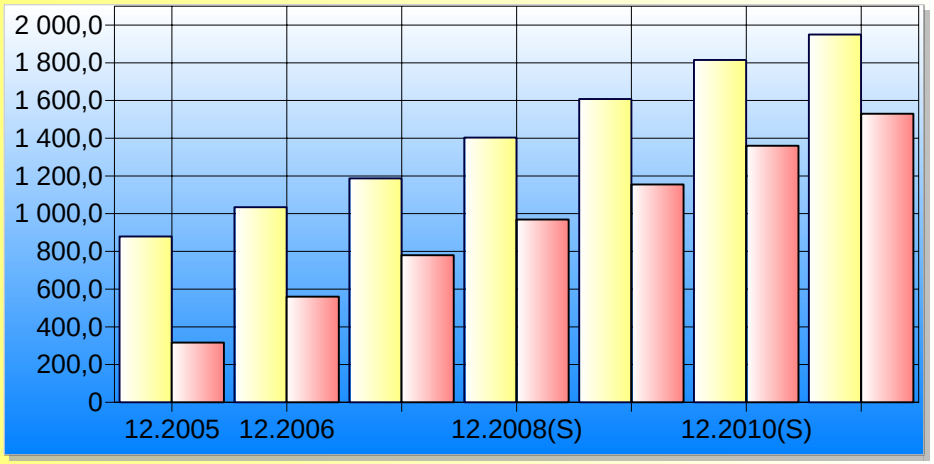


Yritys Oy 1000 EUR	2004/12 12	2005/12 12	2006/12 12	2007/12 12(S)	2008/12 12(S)	2009/12 12(S)	2010/12 12(S)	2011/12 12(S)
Omistaja-arvo		8 792,4	10 346,8	11 868,0	14 036,3	16 075,8	18 150,9	19 500,7
Omistaja-arvo per osake (eur)		879,2	1 034,7	1 186,8	1 403,6	1 607,6	1 815,1	1 950,1
Oman pääoman arvojen vertailu, kausi 2007/12...		11 029,2	11 588,4	11 868,0	12 532,4	12 815,6	12 919,5	12 393,0

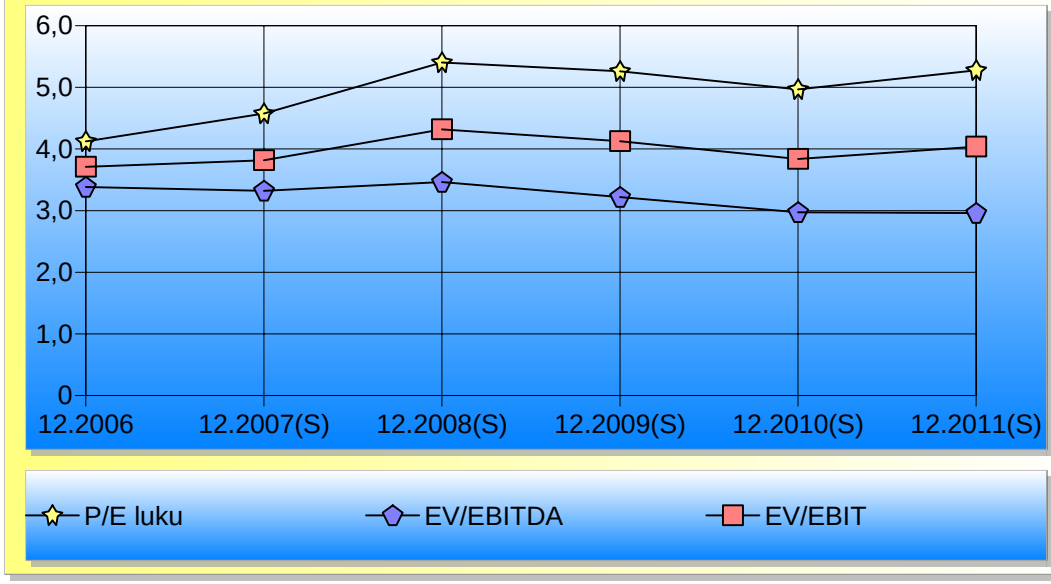

Yritys Oy 1 000€
12.2011(S)
12.2010(S)
12.2009(S)
12.2008(S)
12.2007(S)
12.2006
12.2005
0 100 300 500 700 900 1 100 1 300 1 500 1 700 1 900 2 100 2 300 2 500 2 700 2 900 3 100 3 300
Vapaa kassavirta


Yritys Oy 1 000€
3 000,0
2 500,0
2 000,0
1 500,0
1 000,0
500,0
0
-700,0
12.2005
12.2006
12.2007(S)
12.2008(S)
12.2009(S)
12.2010(S)
12.2011(S)
Vapaa kassavirta
Käyttöpääoman muutos

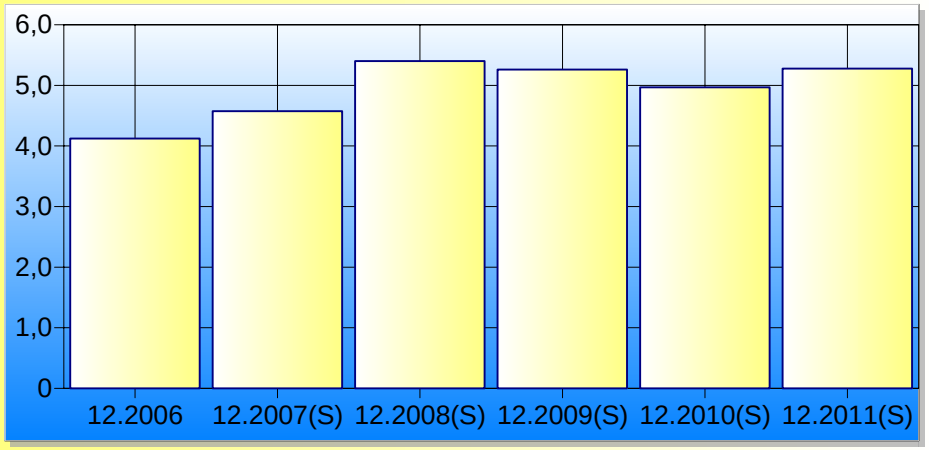
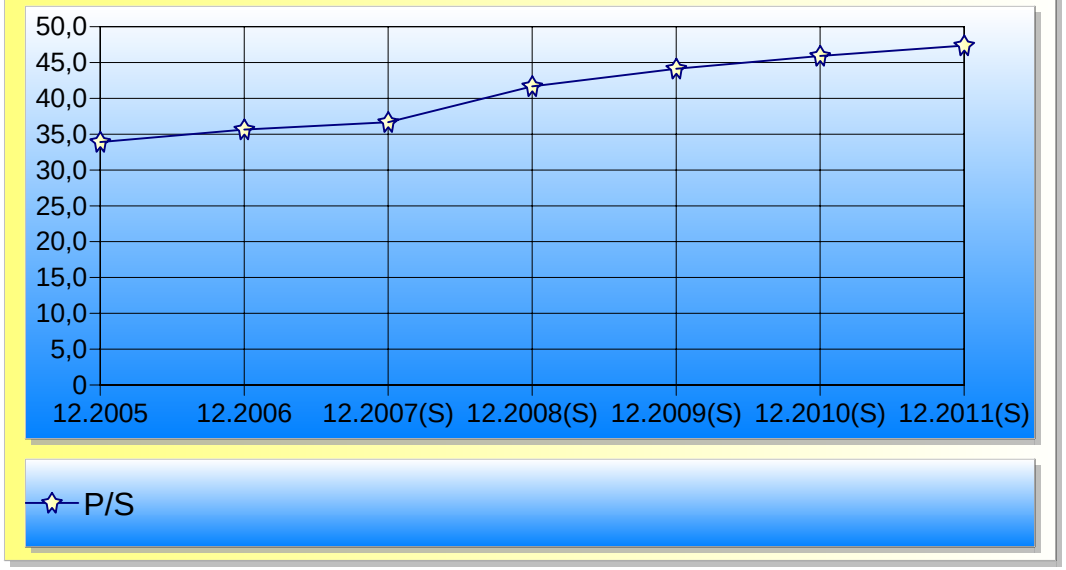
Yritys Oy, €



Yritys Oy vertailuarvoja



Yritys Oy



Yritys Oy %