



UNIVERSITY OF LAPLAND  
LAPIN YLIOPISTO

**OSAKKEEN KÄYPÄ ARVO OSAKEPERUSTEISTEN KANNUS-  
TINJÄRJESTELMIEN TULOVEROTUKSESSA**

Lapin yliopisto  
Oikeustieteiden tiedekunta  
Maisteritutkielma  
Finanssioikeus  
Henri Kalliosaari  
Syksy 2020

## **Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta**

**Työn nimi:** Osakkeen käypä arvo osakeperusteisten kannustinjärjestelmien tuloverotuksessa

**Tekijä:** Henri Kalliosaari

**Oppiaine:** Oikeustiede, finanssioikeus

**Työn laji:** Maisteritutkielma

**Sivumäärä:** VIII+79

**Vuosi:** 2020

### **Tiivistelmä:**

Tämän maisteritutkielman tavoitteena on tutkia ja selvittää osakkeen käyvän arvon käsitettä osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verotuksessa sekä sovellettavaa arvostusmenetelmää käyvän arvon määrittämiseksi. Tutkielman keskeisenä tutkimuskohteena on noteeraamattomien yhtiöiden osakkeiden arvonmääritys verotuksessa, koska julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeiden arvostusmenetelmä määritellään suoraan laissa. Tutkielma rakentuu käytännössä niin, että ensin käydään läpi yleisesti tunnetut osakeperusteiset kannustinjärjestelmät. Tämän jälkeen käsitellään erilaisia arvostusmenetelmiä aina liiketaloustieteellisestä käyvän arvon määrittämisestä oikeudelliseen käyvän arvon määrittämiseen ja lopuksi pohditaan erilaisten arvostusmenetelmien käytettävyyttä ja suhdetta verotuksessa sovellettaviin ja hyväksyttäviin arvostusmenetelmiin.

Verotuksessa osakkeen käypä arvo määritetään lähtökohtaisesti Verohallinnon arvostamisohjeen perusteella tilanteissa, joissa verovelvollisella ei ole esittää käypää arvoa kannustinjärjestelmästä saamilleen osakkeille. Verovelvollisen esittäessä saamilleen osakkeille arvon, tulee arvon näissäkin tilanteissa olla perusteltavissa ja pohjautua tosiasia-aineistoon. Noteeraamattomien yhtiöiden osakkeiden käypää arvoa määrittäessä ensinnäkin tulee huomioida käytettävä arvokäsite, joka verotuksessa määritellään laissa. Tämän jälkeen varsinainen arvostaminen tulee tehdä soveltaen arvostettavaan yhtiöön parhaiten soveltuvaa arvostusmenetelmää. Arvostusmenetelmänä verotuksessa on ensisijaisesti vertaisluovutuksiin perustuvat kauppahinnat. Jos yhtiön osakkeilla tehtyjä vertaisluovutuksia ei ole käytettävissä, tulee arvostaminen tehdä käyttäen substanssiarvoa, tuottoarvoa, niiden yhdistelmää tai muuta perusteltavissa olevaa arvonmääritysmenetelmää käyttäen. Osakkeen arvonmääritys ei ole koskaan yksiselitteinen toimenpide. Jokaisen yhtiön arvonmäärityksen tulisi perustua arvostettavan yhtiön ominaisuuksien arviointiin sekä niiden huomioimiseen arvotuksessa käytettävien menetelmien valinnassa.

**Avainsanat:** Osakeperusteinen kannustinjärjestelmä, käypä arvo, arvonmääritys, verotus

# SISÄLLYS

LÄHTEET.....	IV
LYHENTEET.....	VIII
1 JOHDANTO.....	1
1.1 Tutkimuksen esittely ja tavoite .....	1
1.2 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto .....	2
1.3 Tutkimuksen rakenne .....	3
2 OSAKEPERUSTEISET KANNUSTINJÄRJESTELMÄT.....	5
2.1 Osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä.....	5
2.2 Työsuhdeoptiot .....	6
2.3 Synteettiset optiot.....	11
2.4 Optiolaina .....	13
2.5 Vaihtovelkakirjalaina .....	15
2.6 Holding-yhtiönä toteutettu osakeperusteinen kannustinjärjestelmä.....	16
2.7 Työsuhteeseen perustuva osakeanti.....	24
2.8 Osakepalkkiojärjestelmä ja osakesäästöohjelmat.....	29
3 KÄYPÄ ARVO KÄSITTEENÄ .....	32
3.1 Lähtökohdat käyvän arvon määrittämiselle.....	32
3.2 Julkisesti noteerattu yhtiö .....	35
3.3 Noteeraamaton yhtiö .....	36
4 LIIKETALOUSTIETEELLINEN KÄYVÄN ARVON MÄÄRITTÄMINEN .....	39
4.1 Lähtökohtia.....	39
4.2 Yksittäiset tunnusluvut käyvän arvon määrittämiseksi .....	40
4.3 Vieraan ja oman pääoman tuottovaatimus arvonmäärityksessä.....	44
4.4 Osinkoperusteinen arvonmääritys .....	47
4.5 Kassavirtaperusteinen arvonmääritys.....	48
4.6 Lisäarvomallin mukainen arvonmääritys.....	49
5 OIKEUDELLINEN KÄYVÄN ARVON MÄÄRITTÄMINEN .....	50
5.1 Lähtökohtia.....	50
5.2 Yhtiöoikeudellinen osakkeen arvonmääritys .....	52
5.2.1 Markkina-arvo osakkeen arvon määrittämisessä .....	52
5.2.2 Tuottoarvo osakkeen arvon määrittämisessä .....	56

5.2.3	Substanssiarvo osakkeen arvon määrittämisessä.....	57
5.3	Vero-oikeudellinen osakkeen arvonmäärittäminen.....	61
5.3.1	Lähtökohtia.....	61
5.3.2	Vertaisluovutukset.....	66
5.3.3	Substanssiarvo.....	69
5.3.4	Tuottoarvo.....	71
5.3.5	Yhdistelmä.....	72
5.3.6	Vero-oikeudelliseen käypään arvoon vaikuttavia seikkoja .....	74
6	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	76

# LÄHTEET

## Kirjallisuus

Andersson, Edward – Linnakangas, Esko – Frände, Joakim. Tuloverotus. 8., uudistettu painos. Helsinki: Talentum Pro, 2016.

Fasoúlas, Elina – Manninen, Petri – Niiranen, Ville. Sijoittajan verotus ja verosuunnittelu. Helsinki: Alma Talent, 2019

Haapaniemi, Ossi. Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verokohtelu. Helsinki: WSOYpro, 2006.

Hakonen, Niilo – Hakonen, Anu – Hulkko-Nyman, Kiisa – Ylikorkala, Anna. Palkitse taitavammin - Palkitsemistavat esimiestyön ja johtamisen välineinä. 2. uud. p. Helsinki: Sanoma Pro, 2014.

Husa, Jaakko – Mutanen, Anu – Pohjolainen, Teuvo. Kirjoitetaan juridiikkaa. Tampere: Talentum 2008.

Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko. Uusi yrityksen arvonmääritys. 4. p. Helsinki: Talentum, 2007.

Kallunki, Juha-Pekka. Tilinpäätösanalyysi. Helsinki: Talentum, 2014.

Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko. Osakkeen arvonmääritys: Onnistunut sijoituspäätös. Helsinki: Talentum, 2012.

Karsio, Tomi – Markula, Eeva-Maria – Palmu, Mikko – Bäck, Jonathan. Due diligence: onnistuneen yrityskaupan edellytys. Helsinki: KHT-Media, 2009.

Karttunen, Seija – Pasanen, Virpi. Luontoisedut ja muut henkilökuntaedut verotuksessa. 2., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent, 2019.

Katramo, Mikko – Lauriala, Jari – Matinlauri, Ismo – Niemelä, Jaakko – Svennas, Karin – Wilkman, Nina. Yrityskauppa. 2. p. Helsinki: Talentum Media, 2013.

Kauhanen, Juhani. Henkilöstövoimavarojen johtaminen. 10.-11. p. Helsinki: Talentum, 2012.

Knuutinen, Reijo. Verosuunnittelun oikeudelliset ja yhteiskunnalliset rajat. Helsinki: Alma Talent, 2020.

Knuutinen, Reijo. Verosuunnittelua vai veron kiertämistä: verosuunnittelun ja veron kiertämisen välinen rajanveto tuloverotuksessa. Helsinki: Sanoma Pro, 2012.

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa. Moderni rahoitus. 10., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent, 2018.

Laine, Juhani. Suunnattu maksuton osakeanti ja sen peruste esimerkkinä osakkeenomistajien taloudellisen yhdenvertaisuuden merkityksestä suomalaisessa osakeyhtiössä. Helsinki: Talentum Pro, 2016.

Leppiniemi, Jarmo. Omaisuuden arvo: arvonmääritys, tilinpäätös, verotus. Helsinki: Kauppakaari, 1999.

Mattila, Pauli K. Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa erityisesti silmällä pitäen kiinteää omaisuutta ja yritysvarallisuutta: valuation of wealth in inheritance and gift taxation with an emphasis on immovable property and corporate wealth. Helsinki: Suomen lakimiesliiton kustannus, 1984.

Myrsky, Matti – Räbinä, Timo. Verotusmenettely ja muutoksenhaku. 7. uud. p. Helsinki: Talentum: Lakimiesliiton kustannus, 2015.

Mäenpää, Olli. Hallinto-oikeus. 2., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent, 2018.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo. Osakeyhtiö: III, corporate governance. 3., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent, 2019.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo. Osakeyhtiö: I, yleiset opit. 3., uud. p. Helsinki: Talentum, 2015.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo. Osakeyhtiö: 2, Pääomarakenne ja rahoitus. 3. painos. Helsinki: Talentum, 2012.

Niskakangas, Heikki – Knuutinen, Reijo. Henkilöverotus. Helsinki: WSOYpro, 2000. Päivittyvä julkaisu [viitattu 28.4.2020]

Ossa, Jaakko. Tuloverolaki käytännössä. 2., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent, 2020.

Ossa, Jaakko. Sukupolvenvaihdos ja yritystoiminnan lopettaminen. 2., uudistettu painos. Helsinki: Kauppakamari, 2018.

Pellinen, Jukka. Talousjohtaminen. 2., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent, 2017.

Penttilä, Seppo. Osakkeen arvo verotuksessa: tutkimus arvostamisongelmasta tulo- ja varallisuusverotuksessa erityisesti osakkeen arvoa silmällä pitäen. Tampere: Finnpublishers, 1991.

Pönkä, Ville. Osakkeen Lunastaminen: Osakeyhtiö- ja sopimusoikeudellinen tutkimus. 1. p. Helsinki: Talentum: Lakimiesliiton kustannus, 2015.

Räbinä, Timo – Myllymäki, Janne – Myrsky, Matti. Henkilökohtaisen tulon verotus. 3., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent, 2019.

Saarnilehto, Ari. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia: 2. Turku: Turun yliopisto, 2002.

## **Artikkelit**

Juusela, Janne. Kannustinjärjestelmien ajankohtaiset verokysymykset. Verotus 2/2012, s. 145-152.

Manninen, Petri. Voiko Ns. Johdon holdingyhtiö olla työsuhteoptio tuloverotuksessa? Defensor Legis N:o 6/2011, s. 782-793.

Mäntysaari, Petri. Osakeyhtiön johdon optiot ja palkkaedut. Defensor Legis N:o 5/2002, s. 785-812.

Nuolimaa, Risto. Kaksi osakkeen lunastamista koskevaa kysymystä. Defensor Legis 1984, s. 535-547.

Ryynänen, Olli. Johdannaisten verotuksen ongelmakohtia. Defensor Legis N:o 1/2002, s. 111-127.

Savolainen, Hanna. Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisena ongelmana, osa I: Arvokäsitteiden merkityksestä. Edilex 2014/19.

Savolainen, Hanna. Pienyrityksen arvonmääritys oikeudellisena ongelmana, osa II: Arvon määrittämisessä käytettävistä menetelmistä. Edilex 2014/26.

Seppänen, Harri. PerVL 9.1 §:n käypä arvo ja Verohallinnon yhdistelmämenetelmä: arviointia yrityksen arvonmäärityksen näkökulmasta. Verotus 1/2020, s. 87-98.

Vehmanen, Petri. Käypä arvo kiisteltynä käsitteenä ja IFRS 13:n mukaisena määrittämisprosessina. Verotus 3/2013, s. 306-323.

### **Virallislähteet**

HE 175/1994 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi tuloverolain muuttamisesta.

HE 184/1994 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi varallisuusverolain muuttamisesta.

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 eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

HE 73/2020 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle listaamattomien osakeyhtiöiden henkilöstöantien verotusta koskevaksi sääntelyksi.

Verohallinnon syventävä vero-ohje Osakeyhtiön purkautuminen verotuksessa. Diaarinumero VH/5874/00.01.00/2019.

Verohallinnon syventävä vero-ohje Työsuhdeoptioiden verotus. Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

Verohallinnon syventävä vero-ohje Työsuhteeseen perustuvan osakeannin verotus. Diaarinumero VH/572/00.01.00/2019.

Verohallinnon syventävä vero-ohje. Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa. Diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019

### **Oikeustapaukset**

#### **Korkein hallinto-oikeus**

KHO 2002:89

KHO 2009:8

KHO 2011:91

KHO 2014:66

KHO 2016:18

KHO 2018:129

KHO 2019:26

### **Korkein oikeus**

KKO 1993:31

KKO 2008:74

KKO 2011:2

### **Verkkolähteet**

KPMG:n selvitys: Optiot suosituin palkitsemismuoto, 2020. [https://www.edilex.fi/uutiset/23038?all-words=optiot&offset=1&perpage=20&sort=relevance&typeIds\[\]=127%3Afi&searchSrc=2&advancedSearchKey=527884](https://www.edilex.fi/uutiset/23038?all-words=optiot&offset=1&perpage=20&sort=relevance&typeIds[]=127%3Afi&searchSrc=2&advancedSearchKey=527884) [viitattu 22.09.2020]

Ernst & Young: Ylimmän johdon palkitsemisen trendit 2015-2019. [https://www.ey.com/fi\\_fi/ylimman-johdon-palkitsemisraportti](https://www.ey.com/fi_fi/ylimman-johdon-palkitsemisraportti) [viitattu 22.09.2020]

PricewaterhouseCoopers Oy. Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla. Kyselytutkimus 2018. <https://kampanja.pwc.fi/markkinariskipreemio-suomen-osakemarkkinoilla>. [viitattu 22.09.2020]

<https://pankkiasiat.fi/wacc> [viitattu 22.09.2020]

Valtioneuvoston viestintäosaston tiedote 384/2018. <https://valtioneuvosto.fi/-/10616/osaaminen-tyollisyys-kasvu-ja-ruoka-paaosissa-vuoden-2019-budjettiesityksessa> [viitattu 22.09.2020]



## LYHENTEET

CAP-malli	Capital Asset Pricing
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta (360/1968)
HE	Hallituksen esitys
HL	Hallintolaki (434/2003)
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
TVL	Tuloverolaki (1535/1992)
VML	Laki verotusmenettelystä (1558/1995)

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen esittely ja tavoite

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia tuloverolain (30.12.1992/1535) 66 §:n mukaisia osakeperusteisia kannustinjärjestelmiä sekä erityisesti selvittää osakkeen käyvän hinnan määrittelmä niiden verotuksen yhteydessä. Tutkielma painottuu käytännössä pääasiassa no-teeraamattomien yhtiöiden osakkeiden arvonmäärityksen tutkimiseen, koska kyseisistä yhtiöistä ei tuloverolaissa tai muuallakaan lainsäädännössä ole suoraan esitetty sääntöjä osakkeiden arvonmääritystä. Lisäksi huomioin arvoista on, että tuloverolaissa käytetty termi on käypä hinta. Käyvän hinnan on voitu käytännössä kuitenkin katsoa vastaavan sisällöltään käypää arvoa.<sup>1</sup> Tarve tutkimuksen tekemiseen aiheesta perustuu käytännössä korkeimman hallinto-oikeuden 2019:26 ratkaisuun. Ratkaisussa holdingyhtiön muodossa toteutetun osakeperusteisen kannustinjärjestelmän myötä saadut tulot oli katsottu osakkeiden luovuttamisesta etua saaneiden henkilöiden pääomatuloksi siitä huolimatta, että osakkeiden hankinta ja luovutus käytännössä olivat tapahtuneet työsuhteeseen perustuen. Järjestelyn voidaan periaatteessa katsoa lukeutuvan työsuhteeseen perustuvaksi, koska osakkeiden luovutuksesta taloudellista etua saanut henkilö toimi avainhenkilöasemassa kyseisessä yhtiössä. Ratkaisua perusteltiin muun muassa sillä, että osakkeiden luovutuksessa luovutukseen oli käytetty osakkeiden käypää hintaa ja näin ollen tuloa ei katsota ansiotuloksi, vaan luovutusvoittosäännösten perusteella verotettavaksi pääomatuloksi.<sup>2</sup> Eräänlaisena vastakohtana tälle kyseiselle ratkaisulle voidaan pitää KHO:n ratkaisua vuodelta 2014, jossa KHO päätyi päinvastaiseen lopputulokseen holdingyhtiön muodossa toteutetun kannustinjärjestelmän verotuskohtelun määrittämisessä. KHO päätyi soveltaen verotusmenettelystä annetun lain (18.12.1995/1558) 28 §:ää lopputulokseen, että osakkeiden luovuttamisesta saatava etu on verotettava kannustinjärjestelmän luoneen yhtiön alaisuudessa toimivan työntekijän ansiotulona ottaen huomioon kyseisen järjestelyn avulla toteutettu osakkeiden hankintaan ja luovutukseen käytetty kokonaisuus.<sup>3</sup>

Edellä mainittujen ja lyhyesti esiteltyjen KHO:n ratkaisujen takia lienee perusteltua todeta, että osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verotuskohtelun ja erityisesti osakkeen käyvän

---

<sup>1</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 18.

<sup>2</sup> KHO 2019:26.

<sup>3</sup> KHO 2014:66.

arvon määrittämisen lisätutkimukselle on tarvetta, koska jo ainoastaan näiden kahden ratkaisun välillä voidaan katsoa olevan ristiriitaisuuksia lopputuloksen kannalta, mutta myös prosessuaalisesta näkökulmasta siltä osin kuin vuoden 2014 tapauksessa oli kyse osinkoja koskevasta erityissäännöksestä, työsuhdeoptioista ja yleisestä veronkiertopykälästä, kun taas vuoden 2019 tapauksessa kyse luovutusvoittosäännösten ja yleisen ansiotulosäännöksen vastakkainasettelusta.<sup>4</sup> Yhtenä ratkaisevana tekijänä kuitenkin molemmissa tapauksissa on pidetty osakkeelle luovutuksessa käytettyä käypää hintaa. Luotettavan käyvän hinnan määrittäminen erityisesti tilanteissa, joissa holdingyhtiön muodossa toteutettavan kannustinjärjestelmän laatijana on julkisesti noteeraamaton osakeyhtiö voi muodostua haastavaksi. Tutkimus on tarpeen, jotta osakeperusteiset holdingyhtiömuodossa toteutettavat kannustinjärjestelmät sekä muut mahdolliset järjestelyt, joissa erityistä merkitystä voidaan antaa osakkeen käyvälle arvolle, pystytään toteuttamaan verovelvollisen kannalta asianmukaisesti sekä verotuksellisesti oikein.

Lisäksi tutkimuksen aiheen valintaa voidaan perustella sillä, että kannustinjärjestelmien käyttö on ollut kasvava ilmiö esimerkiksi julkisesti noteerattujen yhtiöiden keskuudessa ja kannustinjärjestelmien luomisesta sekä asianmukaisesta toteuttamisesta voi olla merkittävää hyötyä toisaalta myös noteeraamattomien yhtiöiden kasvua ajatellen, erityisesti sitouttamalla osaavaa henkilökuntaa yhtiön toimintaan.<sup>5</sup> Tästä johtuen verotuksellisesti tehokkaasti ja oikein toteutetussa kannustinjärjestelmässä osakkeen käyvän hinnan asianmukaista määrittämistä voidaan pitää huomionarvoisena seikkana, kun otetaan huomioon viimeisin KHO:n ratkaisu, jossa päädyttiin aikaisemmasta oikeuskäytännöstä poikkeavaan lopputulokseen.

## **1.2 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto**

Tutkimus on tarkoitus toteuttaa oikeusdogmaattista eli lainopillista tutkimusmenetelmää käyttäen siten, että osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verotusta ja osakkeen käypää arvoa tarkastellaan erityisesti KHO:2019:26 ratkaisun myötä muodostuneen tuloverolain 66 §:n tulkinnan kannalta. Lainopillisen tutkimuksen tavoitteena on selvittää voimassa olevan oikeuden sisältö ja antaa vastaus kysymykseen, kuinka toimia tietyissä tilanteissa voimassa

---

<sup>4</sup> Ossa 2020, s. 31-32.

<sup>5</sup> Ernst & Young: Ylimmän johdon palkitsemisen trendit 2015-2019.

olevan oikeuden mukaan.<sup>6</sup> Käytännössä pääpaino on voimassa olevan tuloverolain 66 §:n mukaisen osakkeen käyvän hinnan määrittelyssä ja näin ollen kyseisen lainkohdan sisällön selvittämisessä.

Lainkohdan tulkinta perustuu pääasiassa lain esitöihin, Verohallinnon arvostamisohjeeseen, kirjallisuuteen sekä erinäisiin oikeudellisiin artikkeleihin koskien kyseistä aihetta. Aihetta koskevan oikeuskäytännön vähäisen määrän takia oikeuskäytännölle ei ole annettu arvon määrittämismenetelmän valinnan kannalta kovin suurta merkitystä. Oikeuskäytännössä käypää hintaa käsitteleviä ratkaisuja on vain muutama ja nekin pääasiassa vain sivuavat kyseistä käsitettä tarjoamatta suoraan ennakkoratkaisuarvoa käytettävään arvostusmenetelmään verotuksellisissa tilanteissa. Lisäksi arvon määrittämisessä merkittävässä osassa ovat liiketaloustieteelliset teokset koskien yleisesti tunnustettuja yhtiöiden arvonmäärittämismenetelmiä, koska ne ovat pääsääntöisesti perustana myös verotuksen yhteydessä sovellettaville arvostusmenetelmille.

### **1.3 Tutkimuksen rakenne**

Tutkimus käytännössä rakentuu siten, että alkuun toisessa luvussa käsitellään pääpiirteissään yleisesti tunnetut osakeperusteiset kannustinjärjestelmät ja tuodaan esiin samalla osakkeen käyvän arvon merkitys niitä toteutettaessa. Tältä osin laajimmin käsitellään holdingyhtiön muodossa toteutettu kannustinjärjestelmä, koska uusien KHO:n ratkaisu koskee myös tämän tyyppisessä järjestelyssä toteutettua kannustinjärjestelyä.

Seuraavassa osiossa pyritään käymään läpi erilaisia menetelmiä käyvän arvon määrittämiseksi, lähtien liikkeelle kolmannessa luvussa yleisistä arvon määrittämiseen liittyvistä tekijöistä sekä käsitteen tarkemmasta määrittelystä. Tämän jälkeen neljännessä luvussa käsitellään liiketaloustieteellisiä arvonmäärittämismenetelmiä, joista osa tunnetaan myös yleisesti tunnustettuina arvonmäärittämismenetelminä. Liiketaloustieteellisen arvonmäärittämisjärjestelmän tarkempi käsittely on tarpeen myös oikeudellisen arvonmäärittämisjärjestelmän ymmärtämiseksi, koska oikeudellisessa arvonmäärittämisessä sovellettavien menetelmien voidaan katsoa pohjautuvan liiketaloustieteellisiin arvonmäärittämismenetelmiin, vaikkakin hieman joiltain osin soveltavina.

---

<sup>6</sup> Husa ym. 2008, s. 20.

Liiketaloustieteellisten arvonmääritysmenetelmien tutkimisen jälkeen viidennessä luvussa edetään oikeudelliseen arvonmääritykseen, joka alkaa yhtiöoikeudellisissa tilanteissa esiintyvällä osakkeen käyvällä hinnalla ja siitä tutkimus etenee edelleen verotuksessa noudatettavaan osakkeen käyvän hinnan määrittämiseen. Osakkeen käyvän hinnan määrittämisen käsittely on mielekästä tässä järjestyksessä, koska lopuksi on tarkoitus hieman pohtia erilaisten arvostamismenetelmien soveltuvuutta verotuksellisiin tilanteisiin sekä arvioida Verohallinnon ohjeen sisältöä suhteessa yleisesti tunnustettuihin arvonmääritysmenetelmiin sekä ohjeen soveltamisesta muodostuvan osakkeen käyvän hinnan paikkansapitävyyttä.

Tutkimuksen lopussa tulee olemaan yhteenveto, jossa käsitellään tutkimuksen myötä tehtyjä havaintoja osakkeen käyvän hinnan muodostamisesta. Tutkielman lopuksi on myös tarkoitus käsitellä käyvän hinnan käsitteen suhdetta verotuksessa tehtäviin ratkaisuihin, tuoda esiin sellaisia asioita, joita arvostamisratkaisun tekijän tulisi ottaa huomioon arvoa määrittäessään sekä tuoda esiin haasteita, joita myös verovelvollinen ja mahdollisesti veroviranomainen saattavat kohdata osakkeen käypää hintaa määrittäessään.

## 2 OSAKEPERUSTEISET KANNUSTINJÄRJESTELMÄT

### 2.1 Osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä

Kannustinjärjestelmien voidaan katsoa liittyvän läheisesti palkitsemiseen ja yksi palkitsemisen perimmäisestä tarkoituksesta on kasvattaa ja pitää yllä työntekijöiden motivaatiota.<sup>7</sup> Työntekijöiden motivaation ylläpitämisellä puolestaan voidaan katsoa olevan merkitystä tehtävistä suoriutumisen kannalta. Henkilöstön motivaatiolla on myös olennainen merkitys esimerkiksi osakeyhtiöiden kannalta osakeyhtiölain (624/2006) 1 luvun 5 §:n mukaisen toiminnan tarkoituksen toteuttamisessa. Palkitsemisjärjestelmät jakautuvat useisiin eri tavoin toteutettaviin järjestelyihin, joita ovat esimerkiksi taloudelliset palkkiot kuten palkankorotus tai bonuspalkkiot sekä psykologisiin palkkioihin kuten ylennykset tai lisävastuut.<sup>8</sup> Tässä yhteydessä on kuitenkin tarkoitus keskittyä vain taloudellisiin, bonuksen muodossa toteutettuihin palkkioihin, joiden maksutapana toimii nimenomaan osakkeisiin perustuva maksaminen joko optioiden tai suoraan osakkeiden omistamisen muodossa.

Osakeperusteiset kannustinjärjestelmät ovat olleet yleistynyt tapa yritysten keskuudessa palkita henkilökuntaa 1990-luvulta alkaen. Erityisesti pörssiyritysten keskuudessa erilaiset palkitsemisjärjestelmät ovat yleistyneet ja ehkäpä tunnetuimpana esimerkkinä 2000-luvun taitteesta voidaan mainita Nokian optio-ohjelmat, joilla oli ollut luultavasti huomattava merkitys optiotulojen kertymiseen vuosina 1999-2000. Tuolloin kyseisiä tuloja kertyi lähes kaksi miljardia euroa.<sup>9</sup> Osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä optiot ovat olleet suosittuja erityisesti ylimmän johdon palkitsemisessa, koska perinteisesti voidaan ajatella, että johtajilta odotetaan yhtiöiden liiketoiminnan pitkäjänteistä kehittämistä vuosien ajan perinteisen lyhyen aikavälin hyvien tulosten lisäksi. Tätä ajatusta tukee johdon palkitseminen juuri optioiden perusteella, koska optioiden käyttämisestä saatavan edun arvo kasvaa sitä myötä, kun yhtiön osakkeen arvo nousee.<sup>10</sup> Yhtiön osakkeen hinta puolestaan on useimmissa tapauksissa sitä korkeampi, mitä paremmin yhtiö on liiketoiminnassaan suoriutunut. Johdon palkitseminen optiojärjestelyillä tukee myös päämies-agentti-teorian toteutumista osakkeenomistajan ja johdon välillä. Kyseisen teorian mukaan johto voi ilman tehokkaita kannustimia syyllistyä väärinkäytöksiin ja ottaa tarpeettomia riskejä ollessaan johtoasemassa ja tämän

---

<sup>7</sup> Pellinen 2017, s. 120.

<sup>8</sup> Pellinen 2017, s.128.

<sup>9</sup> Haapaniemi 2006, s. 37.

<sup>10</sup> Pellinen 2017, s. 130-132.

myötä vaarantaa osakkeenomistajien varallisuuden. Näin ollen johdon sitouttaminen optiojärjestelyillä on erinomainen keino saada johto välttämään esimerkiksi perusteetonta riskinottoa liiketoiminnassa, koska näin toimiessaan johto kantaisi myös riskin siitä, että optiosopimukset muuttuvat pahimmassa tapauksessa arvottomiksi osakkeen arvon alenemisen myötä.<sup>11</sup>

Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien toteuttaminen voidaan järjestää useilla vaihtoehtoisilla tavoilla esimerkiksi niiden erottelulla perustuen siihen, että sisältääkö järjestely varsinaista optiota, vai onko kyseessä puhtaasti osakkeen suoraan omistamiseen pohjautuva järjestely.<sup>12</sup> Viime vuosina ovat yleistyneet myös osakeperusteiset kannustinjärjestelmät, jotka toteutetaan holdingyhtiöjärjestelyn kautta. Näissä kyseessä on suoraan osakeomistamiseen perustuva järjestely eikä järjestelyssä käytetä optioehtoa. Kyseinen järjestely liittyy myös pitkäaikaiseen sitouttamiseen ja tulee näin ollen kyseeseen useimmiten vain ylimmän johdon ja muiden avainhenkilöiden sitouttamisessa yhtiön toimintaan.

## 2.2 Työsuhdeoptiot

Työsuhdeoptioista saatujen tulojen verottamisesta säädetään tuloverolain 66 §:n 3 momentissa. Kyseisen lainkohdan mukaan veronalaista ansiotuloa on myös etu työsuhteeseen perustuvasta oikeudesta saada tai hankkia yhteisön osakkeita tai osuuksia käypää alempaan hintaan vaihtovelkakirjalainan, optiolainan, optio-oikeuden tai muun näihin rinnastettavan sopimuksen tai sitoumuksen perusteella. Edun verotettavaksi arvoksi katsotaan osakkeen tai osuuden käypä arvo sillä hetkellä, kun työsuhdeoptiota käytetään vähennettynä verovelvollisen osakkeesta tai osuudesta ja työsuhdeoptiosta maksamalla hinnalla. Etu on sen verovuoden tuloa, jolloin työsuhdeoptio on käytetty. Työsuhdeoptio katsotaan käytetyksi silloin, kun verovelvollinen saa tai hankkii option kohteena olevat osakkeet tai osuudet. Työsuhdeoption käyttämiseen rinnastetaan sen luovutus, jolloin verotettavaksi arvoksi muodostuu luovutushinta vähennettynä optioista aiheutuneilla kuluilla. Intressipiirille tapahtuneiden vastikkeettomissa luovutuksissa optioiden perusteella saatu tulo verotetaan kuitenkin luovuttajan tulona luovutuksesta riippumatta. Kannustinjärjestelmiin saattaa myös joissain tilanteissa liittyä työnantajan määrittämiä lykkäviä ehtoja, joista seuraa se, että palkansaajan omistusoikeuden saaminen osakkeisiin viivästyy tämän ehdon myötä, vaikkakin optiot ovat jo niin

---

<sup>11</sup> Mähönen - Villa 2015, s. 343-344 ja Mähönen – Villa 2019, s. 367-368.

<sup>12</sup> Haapaniemi 2006, s. 41.

sanotusti käytetty. Näissä tilanteissa saattaa muodostua tilanteita, joissa lykkäävä ehto on täytynyt eri vuoden aikana kuin palkansaaja on saanut kyseiset osakkeet ja niiden omistamisesta seuraavat oikeudet kuten osinko-oikeuden itselleen. Tällöin osakkeista saatava etu jaksoituu siten, että se verotetaan vasta lykkäävän ehdon täytyttyä ja palkansaajan saatua osakkeet omistukseensa. Mikäli taas työnantaja on asettanut työsuhdeoptiojärjestelylle purkavan ehdon, riippuu verotuskohtelu purkavan ehdon sisällöstä. Ehdon koskiessa työsuhteen päättymistä, palkansaajan verotukseen tehdään hänen vaatimuksestaan oikaisu, mikäli tämä joutuu palauttamaan saamansa osakkeet yhtiölle myöhemmin ehdon täyttymisen seurauksena. Mikäli purkava ehto sen sijaan on sisällöltään jotain muuta kuin ainoastaan työsuhteen jatkumiseen sidottu, katsotaan palkansaajan saaneen osakkeet vasta sitten kun purkava ehto on poistunut, eli osakkeet katsotaan lopullisesti ansaituiksi.<sup>13</sup>

Työsuhdeoptioita liikkeelle laskeneen yhtiön kannalta verotuksessa olennaista on huomioida, että ennakoperintälain (1118/1996) 13.3 §:n mukaan palkkaan luetaan luontoisedut, jotka arvioidaan tuloverolaisissa säädetyllä tavalla ja palkaksi katsotaan myös tuloverolain 66 §:ssä tarkoitettut edut. Näin ollen työnantajayhtiö on velvollinen toimittamaan ennakonpidätyksen myös työsuhdeoptioista siltä osin kuin niistä saatu etu katsotaan palkkatuloksi. Kuitenkin sairausvakuutuslain 11 luvun 4.2 §:n mukaan palkkana ei pidetä tuloverolain 66 §:ssä tarkoitettua työsuhdeoption käyttämisestä syntyvää etua tai sellaista työsuhteeseen perustuvaa suoritusta, joka määräytyy yhtiön osakkeen arvon muutoksen perusteella. Näin ollen työnantajayhtiön ei pääsääntöisesti tarvitse suorittaa työsuhdeoptiotulojen perusteella päivärahamaksua tai työnantajan sairausvakuutusmaksua. Työsuhdeoptioista on kuitenkin ansiotulona verotettavasta määrästä suoritettava työntekijän työeläkevakuutusmaksut ja työttömyysvakuutusmaksut. Lisäksi huomionarvoista on, että työnantajayhtiölle ei synny vähennykelpoista menoa pääsääntöisesti omien osakkeiden luovutuksesta, kun kyseessä on yhtiön liikkeelle laskemia uusia omia osakkeita.<sup>14</sup>

Optioiden verotuksessa voidaan katsoa siis tärkeäksi nostaa kyseisestä tuloverolain kohdasta seuraavat verotukselliset pääsäännöt, joihin on syytä kiinnittää erityistä huomiota. Ensinnäkin ehkä tärkeimpänä lainkohdassa mainittuna pääsääntönä tulee huomioiduksi se, että optioiden perusteella saadut tulot verotetaan lähtökohtaisesti ansiotuloina ja näin myös siinä tilanteessa, että optioista saatu tulo olisikin muodostunut option käyttämisestä vastikkeellisen

---

<sup>13</sup> Karttunen – Pasanen 2019, s. 277-279.

<sup>14</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.



luovutuksen perusteella. Yleisen käsityksen mukaan voitaisiin ajatella, että luovutustilanteissa sovellettavaksi voisi tulla tuloverolain 45 §:n 1 momentti, jonka mukaan omaisuuden luovutuksesta saatu voitto on veronalaista pääomatuloa, mutta optioissa tämä yleinen luovutuksia koskeva lainkohta ei tule sovellettavaksi kaikissa tilanteissa. Toisena pääsääntönä optioita koskevasta tuloverolain pykälästä voidaan mainita työsuhteeseen perustuminen. Optioissa verotukselliseksi pääsäännöksi katsottava niistä saadun edun verottaminen ansiotulona perustuu nimenomaisesti työsuhteen kriteeriin ja tästä säädetään vielä erikseen tuloverolain 61 §:ssä, jonka mukaan veronalaista ansiotuloa on muun ohessa työsuhteen perusteella saatu palkka ja siihen rinnastettava tulo tai tulon sijaan saatu etuus tai korvaus. Huomioitavaa tässäkin on kuitenkin se, että työsuhteella ei tarkoiteta sitä, että option tai osakkeen antajan tarvitsisi olla verovelvollisen varsinainen työnantaja, vaan olennaista on edun perustuminen sen myöntäjän palveluksessa työskentelyyn. Tämän lisäksi on vielä toinen poikkeus nimenomaisesti koskien esimerkiksi yhtiön toimitusjohtajaa tai hallituksessa olevia henkilöitä, jotka eivät usein ole varsinaisessa työoikeudellisessa suhteessa yhtiöön, mutta voivat silti saada työsuhteeksi katsottavan edun.<sup>15</sup> Viimeisenä olennaisena pääsääntönä optioita koskevasta lainkohdasta voidaan nostaa esiin tulon jaksottamiseen liittyvän osa. Optioiden käyttämisestä verotettavaksi muodostuva tulo tulee verotettavaksi sinä verovuonna, kun optio on käytetty. Tällä voi olla huomattava merkitys esimerkiksi niissä tilanteissa, kun optio-oikeuden haltija haluaa käyttää option siten, että option käyttämisestä verotettavaksi muodostuva tulo jaksottuu mahdollisimman verotehokkaasti, ottaen huomioon valtion ansiotuloveron progressiivisuus ja option käyttämisestä muodostuva verotettavan tulon määrä.

Optioita on useita erilaisia ja niiden toteuttamistavat voivat vaihdella. Optiot kuuluvat johdannaisiin ja optioita on useita eri lajeja kuten esimerkiksi osto-optiot, jotka antavat haltijalleen oikeuden ostaa tietty option kohde ja myyntioptiot, jotka puolestaan antavat haltijalleen oikeuden myydä tietty option kohteena oleva osake tai etuus.<sup>16</sup> Optioiden sisältö ja käyttö eroavat toisistaan, kuten niistä käytettävät nimityksetkin antavat ymmärtää. Optio-ohjelmia voidaan toteuttaa esimerkiksi osakkeiden merkintään oikeuttavina optioina, osakkeiden

---

<sup>15</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

<sup>16</sup> Ryynänen 2002, s. 111.

osto-optioina tai synteettisinä optioina, joiden myötä option haltijalle ei muodostu varsinaista oikeutta saada optiot luovuttaneen yhtiön osakkeita, vaan ainoastaan rahasuoritus, jonka määrä perustuu kyseisen yhtiön osakkeiden arvoon.<sup>17</sup>

Optioiden tarkastelu on syytä aloittaa yhtiöoikeudellisista näkökohdista, koska osakeperusteisen kannustinjärjestelmän toteuttamisen kannalta edellytyksenä on, että sen katsotaan olevan yhtiöoikeudellisesti perusteltua ja hyväksyttävää. Kun yhtiön myöntämässä työsuhdeoptioissa on kyse tilanteesta, jossa optio-oikeuden myötä muodostuu esimerkiksi oikeus merkitä kohdeyhtiön osakkeita tietyllä ennalta määritellyllä hinnalla, voidaan tilanteen katsoa olevan verrattavissa tavallaan myös osakeantiin, koska yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärä kasvaa optioiden käyttämisen myötä tehtyjen osakemerkintöjen seurauksena. Näin ollen sovellettavaksi tulevat osakeyhtiölain 9 luvun 3 §:n mukainen pääsääntö, jonka mukaan osakeannissa osakkeenomistajilla on etuoikeus annettaviin osakkeisiin omistustensa suhteessa sekä osakeyhtiölain 9 luvun 4 §, jonka perusteella edellisestä pääsäännöstä voidaan poiketa, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Työsuhdeoptioiden antaminen perustuu näin ollen käytännössä edellä olevaan lainkohtaan, jolla poiketaan osakeantia koskevasta pääsäännöstä sekä osakeyhtiölain 10 luvun 1 §:än, jonka mukaan painavana taloudelliseen syyhyn perustuen yhtiö voi antaa erityisiä oikeuksia, jotka oikeuttavat maksua vastaan saamaan uusia osakkeita tai yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. Painavana taloudellisena syynä optiojärjestelyyn on pidetty muun muassa järjestelystä yhtiölle koituvia pitkän aikavälin taloudellisia hyötyjä. Tällaisena painavana syynä optiojärjestelyn toteuttamiselle voidaan pitää esimerkiksi optiojärjestelyn myötä seuraavaa omistaja-arvon kasvamista.<sup>18</sup> Päätöksen optio-oikeuksien antamisesta tekee yhtiökokous.

Tavanomaisissa työsuhdeoptioissa on kyse oikeudesta, jonka perusteella option haltijana oleva työntekijä saa oikeuden saada tai ostaa kohde-etuus ennalta määrätyillä ehdoilla. Osakeoptioissa tämä tarkoittaa sitä, että option haltija ostaa osakkeen tietyllä hinnalla. Tällöin ansiotulona verotettavan edun määrä muodostuu oikeudesta hankkia option kohteena oleva osake käypää arvoa alempaan hintaan, joka on seurausta yhtiön arvon nousemisesta optioiden saamisen jälkeen.<sup>19</sup> Verotuksessa erityisesti työsuhdeoption käsite on todella laaja. Lain esitöissä koskien tuloverolain 66 §:ää todetaan, että työsuhdeoptioihin voitaisiin rinnastaa

---

<sup>17</sup> Mäntysaari 2002, s. 785.

<sup>18</sup> Mäntysaari 2002, s.805-806.

<sup>19</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

myös muut järjestelyt, joilla pyritään samanlaiseen lopputulokseen sekä verotuksen piiriin tulee lisäksi saattaa myös kaikki muut oikeudet hankkia osakkeita tai osuuksia käypää arvoa alempaan hintaan työsuhteen perusteella.<sup>20</sup> Näin ollen kyseinen käsite on ymmärrettävä laajasti ilman ennalta määrättyjä kriteerejä varsinaisen optiojärjestelyn toteuttamiselle ja näin ollen erilaisilla tavoilla toteutettavat järjestelyt voidaankin katsoa niiden työsuhdeoptioluonteen takia verotuksen piiriin kuuluvaksi. Myös korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisussa 2014:66 holding-yhtiön kautta toteutettu järjestely rinnastetaan tavanomaisiin osakepalkkiojärjestelmiin, joihin työsuhdeoptiotkin katsotaan, vaikka holding-yhtiön kautta toteutetuissa järjestelyissä ei ole kyse luonnollisen henkilön suorasta osakeomistamisesta suhteessa yhtiöön, johon etua saava henkilö on työsuhteessa.<sup>21</sup> Järjestelyn toteuttamistavasta ja nimikkeestä huolimatta olennaista vaikuttaisi KHO:n ratkaisun perusteella olevan, onko järjestelyn taustalla työsuhdetta etua saavien henkilöiden tai holding-yhtiön osakkaiden ja osakkeita jakavan yhtiön välillä, sekä perustuuko edun muodostuminen nimenomaa työsuhteessa olevien henkilöiden saamaan hyötyyn työnantajayhtiön osakkeiden arvonnoususta.<sup>22</sup> Edellä mainitut seikat huomioon ottaen, lain esitöiden ja aikaisemman oikeuskäytännön perusteella voidaan ymmärtää, että tavoitteena on ollut ennakoida mahdollisimman suuri osa järjestelyistä, joilla osakkeen arvon nousemisesta muodostuva etu pyrittäisiin saamaan verotetuksi pääomatulona tapauksissa, joissa on työsuhde taustalla. Viimeaikainen oikeuskäytännön perusteella voidaan kuitenkin todeta, että ennakoinnissa ei aikanaan ole täysin onnistuttu, kuten korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisun 2019:26 lopputuloksen perusteella voidaan ymmärtää.<sup>23</sup>

Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verotuksessa on kuitenkin tiettyjä ongelmakohtia, joita ei suoranaisesti ole pystytty ratkaisemaan ainoastaan tuloverolain 66 §:n ja kyseisen lainkohdan laajan soveltamisen mahdollistavien esitöiden sekä aikaisemman oikeuskäytännön perusteella. Kyseisen tuloverolain kohdan laaja soveltaminen saattaa esimerkiksi holding-yhtiön muodossa toteutettujen kannustinjärjestelmiä koskevissa tilanteissa aiheuttaa tulkintaongelmia soveltamisessa. Usein johdon holding-yhtiöjärjestely perustuu tuloverolain 66 §:n mukaisesti työsuhteeseen ja siitä muodostuva etu osakkeen arvon nousemiseen. Kui-

---

<sup>20</sup> HE 175/1994, s. 3-4.

<sup>21</sup> KHO:2014:66.

<sup>22</sup> KHO:2009:8.

<sup>23</sup> KHO:2019:26.

tenkin holding-yhtiön myötä järjestely saa ulkoisesti tarkasteltuna sellaisen siviilioikeudellisen muodon, että sen perusteella osakkeen arvonnoususta saatua etuutta voitaisiin verottaa tuloverolain 45 § ja 46 §:ien mukaisesti luovutusvoittona, mikäli tehtyä järjestelyä verrattaisiin tilanteeseen, jossa holding-yhtiössä toimivat osakkaat olisivat tavanomaisia sijoittajia, jotka harjoittavat toimintaa holdingyhtiön muodossa suorien henkilökohtaisten osakeomistusten sijaan.<sup>24</sup> Myös korkein hallinto-oikeus on ratkaisussaan 2014:66 ottanut oikeudellisessa arvioinnissaan huomioon sen, että ainoastaan sen perusteella tuloa ei voida katsoa verotettavaksi ansiotulona, että yhtiön avainhenkilöt hankkivat velkarahoituksella yhtiön osakkeita holding-yhtiöön ja saavat järjestelyn myötä osakkeiden arvonnoususta etua.<sup>25</sup> Järjestelyä oli kuitenkin arvioitu toimenpiteiden tosiasiallisen luonteen perusteella ottaen huomioon sekä holding-yhtiön osakkaiden asema yhtiössä, jonka osakkeiden luovutuksesta muodostuvasta edusta oli kyse, sekä tämän kyseisen yhtiön toiminen kiinteästi mukana järjestelyssä.<sup>26</sup>

Optioiden suosio on erityisesti julkisesti noteerattujen yhtiöiden keskuudessa ollut viime vuosina kasvava. Esimerkiksi 2010-luvun vaihteessa yli neljännes pohjoismaisista pörssi-yhtiöistä otti käyttöönsä osakkeisiin perustuvan palkitsemisjärjestelmän ja näistä järjestelyistä yli puolet oli optioihin perustuvia. Lisäksi pienissä ja keskisuurissa yhtiöissä optiot olivat suosituin vaihtoehto henkilöstön palkitsemisessä.<sup>27</sup> Tämän voidaan katsoa kertovan siitä, että optiot ja mahdollisesti myös muutkin osakeperusteiset kannustinjärjestelmät ovat yleisyydessä myös noteeraamattomien yhtiöiden keskuudessa. Tämän vuoksi osakkeen käyvän arvon asianmukaisella ja mahdollisimman tarkalla määrittämisellä voidaan todeta olevan tällä hetkellä ja mahdollisesti tulevaisuudessa vieläkin suurempi merkitys erityisesti verotuksen kannalta, koska tuoreimmat korkeimman hallinto-oikeuden tapaukset antavat ymmärtää, että yhtenä merkittävänä tekijänä kannustinjärjestelmiä koskevan verokohtelun määrittämisessä on osakkeen käypä arvo.

### **2.3 Synteettiset optiot**

Synteettinen optio eroaa toteuttamistapansa perusteella tavanomaisesta työsuhdeoptiosta. Verotettavan edun muodostuminen synteettisissä optioissa perustuu tavanomaisten työsuhdeoptioiden tapaan myös työnantajayhtiön osakkeen arvon nousemiseen sekä työsuhteeseen,

---

<sup>24</sup> Manninen 2011, s. 784.

<sup>25</sup> KHO:2014:66.

<sup>26</sup> Knuutinen 2020, s. 101-102.

<sup>27</sup> KPMG:n selvitys: Optiot suosituin palkitsemismuoto, 2010.

mutta erona perinteiseen työsuhdeoptioon on, että työntekijä ei missään vaiheessa saa synteettisen option myötä omistukseensa työnantajayhtiön osakkeita. Synteettisissä optioissa työntekijälle sen sijaan muodostuu oikeus rahasuoritukseen, jonka määrä perustuu työnantajayhtiön osakekurssiin. Tämän myötä seuraa myös se, että synteettisiin optioihin ei sovelleta tuloverolain 66 §:n 3 momenttia, koska kyseisessä lainkohdassa annetaan ainoastaan määritelmä työsuhdeoptiolle, jonka edellytyksenä on, että työntekijälle on muodostunut etua osakkeiden merkitsemisestä työsuhteen perusteella käypää arvoa alempaan hintaan. Synteettisissä optioissa kyse ei ole osakkeiden merkitsemisestä, joten kyseinen lainkohta ei tule kyseeseen niiden verotuksessa.<sup>28</sup> Synteettisiin optioihin sovelletaan sen sijaan tuloverolain 61 §:n yleisiä ansiotuloja koskevia säännöksiä ja näin ollen tämä kyseinen erotus suoritetaan työntekijälle rahasuorituksena ja etu katsotaan työntekijän palkaksi.<sup>29</sup> Tilanteissa, joissa synteettisiin optioihin liittyy mahdollisuus luovuttaa niitä eteenpäin, katsotaan synteettisen option luovutushinta työntekijän veronalaiseksi ansiotuloksi.<sup>30</sup>

Synteettisten optioiden käyttöä yhtiöissä voidaan perustella sillä, että menettely voi olla joissain tilanteissa kevyempi toteuttaa kuin perinteisten työsuhdeoptioiden antaminen työntekijöille. Koska synteettisten optioiden perusteella ei muodostu työntekijöille oikeutta osakkeiden merkitsemiseen, ei kannustinjärjestelmän toteuttaminen niiden avulla johda näin ollen yhtiön hallussa olevien omien osakkeiden luovutukseen, eikä myöskään osakeannin järjestämiseen kannustinjärjestelmän toteuttamiseksi. Tämä tarkoittaa myös sitä, että synteettisten optioiden toteuttaminen ei vaadi yhtiökokouksen päätöstä asiasta, vaan riittävää on yksistään yhtiön hallituksen päätös niiden toteuttamisesta. Yhtiön aikaisempien osakkeenomistajien kannalta synteettisten optioiden käyttämisen eduksi voidaan mainita suhteellisen omistuksen pysyminen yhtiössä samana, koska synteettisten optioiden myötä yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärä ei muutu.<sup>31</sup> Lisäksi tämä vaikuttaa luonnollisesti myös osakkeiden matemaattiseen arvoon, joka synteettisten optioiden myötä pysyy suhteessa samana. Tällä luonnollisesti on huomattava merkitys noteeraamattomien yhtiöiden omistajina olevien luonnollisten henkilöiden kannalta, koska osakkeiden matemaattinen arvo vaikuttaa mahdollisten osinkojen verokohteluun. Lisäksi huomionarvoista synteettisissä optioissa on, että

---

<sup>28</sup> Rabinä ym. 2019, s. 559.

<sup>29</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

<sup>30</sup> Ks. KHO:2002:89.

<sup>31</sup> Haapaniemi 2006, s. 327.

niiden toteuttamistapoja voi olla useita erilaisia. Esimerkiksi aikaisemmassa oikeuskäytännössä on käsitelty yhtiön avainhenkilöilleen myöntämän osakesidonnaisen lainan verotuskohtelua ja kyseinen osakesidonnainen laina on rinnastettu synteettisiin optioihin, koska siihen ei liittynyt varsinaista oikeutta työnantajayhtiön osakkeiden merkitsemiseen kuten esimerkiksi optiolainassa tai vaihtovelkakirjalainassa.<sup>32</sup> Käytännössä synteettinen optio toteutetaan siten, että työntekijälle myönnetään optio-oikeus, joka ei oikeuta merkitsemään työnantajayhtiön osakkeita tiettyyn toteutushintaan vaan työntekijä saa rahasuorituksen, joka on option mukaisen toteutushinnan ja toteutushetken osakkeen käyvän arvon erotus.

## 2.4 Optiolaina

Optiolainasta ei ole voimassa olevassa osakeyhtiölaissa määritelmää optiolainan käsitteestä, vaan optiolainan katsotaan kuuluvan voimassa olevassa osakeyhtiölain 10 luvun 1 §:ssä mainittujen muiden erityisten oikeuksien alaisuuteen.<sup>33</sup> Optiolainassa on kyse työnantajayrityksen ja yhtiöön työsuhteessa olevan henkilön välillä järjestelystä, jossa henkilö antaa yhtiölle lainan, jonka myötä hänelle muodostuu oikeus lainatun pääoman takaisinmaksuun yhtiöltä sekä oikeus saada tämän takaisinmaksun lisäksi optio-oikeuksia, joilla merkitä lainanottajayhtiön osakkeita optioissa määritellyllä hinnalla. Optiot ja laina ovat kuitenkin sinällään erillisiä instrumentteja siinä merkityksessä, että optioiden käyttämisestä ei välttämättä tarvitse seurata sitä, että optioiden käyttäjän osakemerkinnästä muodostuva suoritusperuste yhtiölle vähentäisi yhtiön velkapääomaa lainanantajalle.<sup>34</sup> Optiolainaan sisältyvä optio-oikeus on rinnastettavissa perinteisiin työsuhdeoptioihin sisällöltään siinä määrin kuin optiolainan perusteella saadut optiot ovat pääsääntönsä mukaan haltijalleen ainoastaan oikeuksia muodostavia, mutta niiden myötä ei muodostu velvollisuutta merkitä kohdeyhtiön osakkeita. Sen sijaan tilanteet, joissa optio-oikeuteen on yhdistetty myös oikeuden lisäksi velvollisuus kohdeyhtiön osakkeiden merkitsemiseen, liittyvät yleensä esimerkiksi vaihtovelkakirjalainoihin.<sup>35</sup> Optiolainan keskeisin ero suhteessa vaihtovelkakirjalainaan perustuu siis siihen, että lainasaamista ei käytännössä osakkeiden merkinnän myötä vaihdeta kohdeyhtiön osakkeisiin.

---

<sup>32</sup> KHO:2002:89.

<sup>33</sup> Fasoúlas ym. 2019, s. 70.

<sup>34</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019 ja Räbinä ym. 2019, s. 538-539.

<sup>35</sup> HE 109/2005, s.114.

Optio-oikeudet toimivat lainan sivussa omana erillisenä instrumenttinaan, jonka myötä palkansaajalle muodostetaan osakeperusteinen kannustin. Työnantajayhtiön kannalta optiolainan hyötyjä voidaan tarkastella ensinnäkin yhtiön toiminnan rahoituksen lähteenä, koska yleensä optiolainassa yhtiön maksama korko on selvästi markkinahintaa alhaisempi.<sup>36</sup> Näin ollen työnantajayhtiö saa optiolainajärjestelyn myötä todennäköisesti edullisempaa rahoitusta, kuin se saisi vapailta markkinoilta. Optiolainajärjestelyn eräänlaisena varjopuolena voitaisiin pitää sitä, että työnantajayhtiö joutuu mahdollisesti tulevaisuudessa luovuttamaan osakkeitaan sen hetkistä käypää arvoa olennaisesti alhaisempaan hintaan johtuen optio-oikeuden myötä etukäteen määritellystä osakkeen ostohinnasta. Kuitenkin todellisuudessa optio-oikeuksien käyttämisen myötä seuraavasta tilanteesta, jossa merkitään tiettyä ajankohdantana osakkeita sen hetken osakkeen käypää arvoa alempaan hintaan, maksajiksi tällöin päätyvät välillisesti yhtiön muut aiemmat osakkeenomistajat.<sup>37</sup> Tätä voidaan perustella esimerkiksi osakkeen vertailuarvolla. Lain varojen arvostamisesta (1142/2005) 2 luvun 9 §:n mukaan osakkeen matemaattinen arvo lasketaan jakamalla tarkistetun nettovarallisuuden määrä yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärällä. Edelleen samaisen arvostamislain 2 luvun 5 §:n mukaan osakkeen vertailuarvo lasketaan noudattaen matemaattisen arvon laskemista koskevia säännöksiä tietyin poikkeuksin. Osakkeen matemaattisella arvolla on merkitystä esimerkiksi noteeraamattoman yhtiön osakkaina toimiville luonnollisille henkilöille ja vertailuarvolla voi olla merkitystä esimerkiksi tilanteissa, joissa noteeraamattoman yhtiön osakkaana toimii toinen noteeraamaton yhtiö, jonka taseen loppusummaan ja näin ollen myös nettovarallisuuteen tämän toisen yhtiön vertailuarvolla on merkitystä. Näin ollen tilanteessa, jossa yhtiö luovuttaa ulos osakkeitaan optio-oikeuksien haltijan käyttäessä optioitaan, alentaa tämä osakkeen matemaattista arvoa sekä vertailuarvoa. Huomionarvoista on, että sama vaikutus luonnollisesti toteutuu myös työsuhdeoptioissa sekä muissa osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä, joiden toteuttamisen myötä yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärä kasvaa.

Optiolainan myötä saaduissa optio-oikeuksissa verotus tapahtuu samalla tavoin kuin perinteistenkin työsuhdeoptioissa, mikäli optiolaina on toteutettu työsuhteeseen perustuen. Verotettavaksi tuloksi muodostuu siis etu, jonka arvo lasketaan osakkeen merkintähetken käyvän

---

<sup>36</sup> Knüpfer – Puttonen 2018, s. 42.

<sup>37</sup> Kauhanen 2012, s. 131-132.

arvon mukaan vähennettynä palkansaajan osakkeesta ja optio-oikeudesta yhteensä maksamalla hinnalla. Edun määrä verotetaan näissä tilanteissa ansiotulona, jos järjestely perustuu työsuhteeseen.<sup>38</sup>

## 2.5 Vaihtovelkakirjalaina

Vaihtovelkakirjalainasta ei ole osakeyhtiölaissa suoraa käsitteen määritelmää, vaan kyseinen instrumentti kuuluu myös osakeyhtiölain 10 luvun 1 §:ssä mainittuihin muihin erityisiin oikeuksiin. Vaihtovelkakirjalaina on optiolainan kaltainen järjestely, jossa palkansaaja antaa rahalainan työnantajayhtiölle. Merkittävin ero kuitenkin vaihtovelkakirjalainalla suhteessa optiolainaan liittyy velkapääoman takaisin maksamiseen. Lainan antaneella palkansaajalla on nimittäin mahdollisuus vaihtaa lainasaamisensa osakemerkinnän myötä työnantajayhtiön osakkeisiin joko kokonaan tai osittain riippuen kannustinjärjestelmälle asetetuista ehdoista.<sup>39</sup>

Kuitenkin vaihtovelkakirjalainoissa, kuten muissakin kannustinjärjestelmissä, sen liikkeellelaskijalla eli työnantajayhtiöllä on oikeus etukäteen määritellä ehdot sen toteuttamiselle. Vaihtovelkakirjalaina voi siis myös poiketa edellä mainitusta palkansaajan tahdonvaltaisuudesta kannustimen toteuttamisessa. Työnantajayhtiöllä on käytännössä mahdollisuus myös halutessaan asettaa vaihtovelkakirjalainalle sellaiset ehdot, joiden myötä velkojana toimivalla palkansaajalla voi olla vain osakkeiden merkintäoikeuden sijaan myös velvollisuus merkitä työnantajayhtiön osakkeita vaihtovelkakirjalainana velkapääomaa vastaan. Tämän lisäksi vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskijalla on mahdollisuus myös etukäteen määrittää, tuleeko palkansaajan käyttää velkapääomaa osakemerkinnässä osakkeiden merkintähinnan kuittaamiseen, tuleeko osakkeet merkitä jollain muulla kuin velkapääomalla, tai onko palkansaajalla mahdollisuus itse valita merkintähinnan kuittaamisesta velkapääomalla tai suorittamalla sen jollain muulla tavalla.<sup>40</sup>

Vaihtovelkakirjalainan perusteella saadun edun verottamisesta säädetään tuloverolain 66 §:n 3 momentissa. Veronalaista ansiotuloa on etu työsuhteeseen perustuvasta oikeudesta saada tai hankkia yhteisön osakkeita tai osuuksia käypää arvoa alempaan hintaan vaihtovelkakir-

---

<sup>38</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

<sup>39</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

<sup>40</sup> HE 109/2005, s.114.



jalainan perusteella. Veronalaisen edun määrää laskettaessa verotettavaksi summaksi muodostuu osakkeesta maksetun hinnan ja lainaa liikkeelle laskettaessa olleen osakkeen käyvän arvon erotus. Kuitenkin mikäli osakkeen käypä arvo ei ole lainaa liikkeelle laskettaessa tiedossa, verotettava etu määräytyy vasta osakemerkinnän myötä. Vaihtovelkakirjalainoista muodostuvan verotettavan edun määrittäminen saattaa kuitenkin joissain tilanteissa muodostua huomattavankin vaikeaksi. Esimerkiksi noteeraamattomien yhtiöiden osakkeissa käyvän arvon määrittäminen saattaa usein olla erityisen haastavaa ja tämän myötä vaihtovelkakirjalainan lainapäämällä tehdyissä osakemerkinnöissä voi muodostua ongelmaksi määrittää yhtiön osakkeen käypä arvo lainan liikkeelle laskemisen hetkellä.<sup>41</sup>

## **2.6 Holding-yhtiönä toteutettu osakeperusteinen kannustinjärjestelmä**

Kuten edellä todettiin, holding-yhtiön kautta toteutetussa osakeperusteisessa kannustinjärjestelmässä työnantajayhtiön työsuhteessa oleva henkilö ei lähtökohtaisesti omista työnantajayhtiön osakkeita itse henkilökohtaisesti, vaan kannustinjärjestelmä toteutetaan osakkeiden omistamista ja hallintaa varten perustetun osakeyhtiön kautta. Holding-yhtiön kautta toteutettuna järjestelystä saatava etu perustuu siis osakkeiden luovutuksesta saatavaan vastineeseen ja näin ollen myös osakkeiden arvon positiiviseen kehitykseen.

Holding-yhtiön muodossa toteutettu kannustinjärjestelmä koskee usein vain hyvin tarkkaan rajattua suppeaa osaa henkilöstöstä, kuten ylintä johtoa tai yrityksen toiminnan kannalta muita merkittäviä avainhenkilöitä. Yhtiön perustamisen jälkeen yhtiö hankkii holding-yhtiön osakkaiden työnantajana toimivan yhtiön osakkeita omistukseensa. Hankittavien osakkeiden rahoitus on toteutettavissa useilla tavoilla. holding-yhtiön osakkaat ovat voineet esimerkiksi tehdä sijoituksen holding-yhtiöön ja tällä vapaalla pääomalla rahoitetaan hankittavat varsinaisen työnantajayhtiön osakkeet. Toinen vaihtoehto on, että työnantajayhtiö myöntää lainan holding-yhtiölle ja tällä lainalla rahoitetaan työnantajayhtiön osakkeiden hankinta. Osakkeiden hankinta voidaan edellä mainittujen lisäksi rahoittaa näiden yhdistelmällä, jolloin rahoitukseen käytetään sekä holding-yhtiön osakkaiden tekemiä pääomansijoituksia yhtiöön, että työnantajayhtiön holding-yhtiölle myöntämää lainaa. Erityisesti viimeaikaisessa oikeuskäytännössä koskien holding-yhtiön kautta toteutettuja osakeperusteisia kannustinjärjestelmiä, on työnantajayhtiön osakkeiden rahoitus toteutettu edellä mainitulla yhdistelmällä

---

<sup>41</sup> HE 175/1994, s. 3-4.

käyttäen holding-yhtiön osakkaiden pääomansijoituksia ja työnantajayhtiön myöntämää lainaa. Lainan vakuutena ovat toimineet lainalla hankitut työnantajayhtiön osakkeet.<sup>42</sup> Lainoissa on myös yleensä määriteltä, että lainalle suoritetaan markkinaehtoista korkoa. Korko voidaan lainaehtoissa määritellä siten, että lainan korko suoritetaan työnantajayhteisön osakkeille suoritettavasta osingosta tai mikäli osinko ei riitä kattamaan vuotuista korkojen määrää, voidaan ylimenevä osa lisätä lainan pääomaan velallisen niin halutessa.

Holding-yhtiön osakkaiden yhtiöön tekemää pääomansijoituksen merkitystä voidaan perustella esimerkiksi sillä, että sijoituksen myötä järjestelystä muodostuu varsinainen kannustinjärjestelmä, koska pääomansijoituksen myötä työnantajayhtiön johdolle muodostuu henkilökohtainen riski sijoitetun pääoman menettämisestä, mikäli he eivät toiminnallaan saa yhtiön osakkeiden arvoa nousemaan. Jos työnantajayhtiön osakkeiden hankinta rahoitettaisiin ainoastaan yhtiön antamalla lainalla, ei järjestelyssä olisi varsinaista riskiä järjestelyssä mukana olevalle johdolle ja näin ollen järjestely ei välttämättä toimisi yhtä tehokkaasti kannustimena sekä toteuttaisi niin hyvin jo aiemminkin mainittua päämies-agentti-teoriaa. Työnantajayhtiön osakkeen arvon nousemisesta seuraa luonnollisesti myös, että tämän myötä holding-yhtiön arvo nousee, koska yhtiöllä ei käytännössä ole muuta toimintaa kuin kyseisten osakkeiden omistaminen.<sup>43</sup>

Holding-yhtiönä toteutettu kannustinjärjestelmä siis käytännössä perustuu myös työnantajayhtiön osakkeiden arvon nousemiseen. Kuitenkin perinteiseen työsuhteeseen verrattuna etu ei muodostu siitä, että työnantajayhtiön osakkeita olisi mahdollista ostaa ostohetken käypää arvoa alempaan hintaan option perusteella, vaan järjestelystä seuraava verotettava etu muodostuu mahdollisesti vasta järjestelyä purettaessa, yleensä kun työnantajayhtiön osake on saavuttanut jonkin etukäteen sovitun tietyn arvon, tai kunnes holding-yhtiöjärjestely on ollut olemassa tietyn etukäteen sovitun ajan. Järjestelyn purkamisesta on yleensä sovittu esimerkiksi holding-yhtiötä varten laaditussa osakassopimuksessa, jossa voidaan esimerkiksi määritellä, että järjestely tullaan purkamaan valitulla menetelmällä työnantajayhtiön osakkeen saavutettua tietyn arvon, taikka työnantajayhtiön myöntämän lainan ehdoissa on voitu määritellä, että laina eräännyy takaisin maksettavaksi työnantajayhtiön osakkeiden saavutettua tietyn arvon. Mikäli työnantajayhtiö on julkisesti noteerattu yhtiö, niin luonnollisesti osakassopimukseen on yksinkertaisempaa määrittää, että järjestely puretaan yhtiön osakkeen

---

<sup>42</sup> Ks. KHO:2014:66 ja KHO:2019:26.

<sup>43</sup> KHO:2019:26.

saavuttaessa tietyn kurssin. Julkisesti noteeraamattomissa yhtiöissä osakassopimukseen vastaavan purkuehdon laatiminen vaatii huomattavasti enemmän, mikäli purkaminen halutaan toteuttaa työntantajayhtiön osakkeen arvon perusteella, koska osakkeelle ei voida määrittää tiettyä osakkeen kurssiin perustuvaa arvoa, jonka myötä järjestelyn purkautuminen aktualisoituisi.

Purkautumisen toteuttamiseksi on useita erilaisia keinoja. Se voidaan toteuttaa esimerkiksi fuusioimalla holding-yhtiö työntantajayhtiöön tai työntantajayhtiö voi ostaa holding-yhtiön osakekannan esimerkiksi tekemällä osakevaihdon tai käyttäen muuta vastiketta. Lisäksi on mahdollista myös, että holding-yhtiö myy työntantajayhtiön osakkeita ja kuittaa lainapääoman takaisinmaksun osakkeiden myynnistä saadulla pääomalla, jolloin järjestely käytännössä päättyy suhteessa työntantajayhtiöön.<sup>44</sup> Holding-yhtiön purkautuminen on kuitenkin usein toteutettu joko sulautumisen tai osakevaihdon avulla. Elinkeinotulon verottamisesta annetun lain (360/1968) 52 a § ja 52 b §:ien mukaisesti sulautumisella tarkoitetaan menettelyä, jossa osakeyhtiö purkautuen ilman selvitysmenettelyä siirtää kaikki varansa ja velkansa toiselle osakeyhtiölle ja jossa sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat vastikkeena omistamiensa osakkeiden suhteessa vastaanottavan yhtiön osakkeita. Sulautuvan yhtiön osakkeenomistajan verotuksessa osakkeiden vaihtamista vastaanottavan yhtiön osakkeisiin ei pidetä luovutuksena. Elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 52 f §:n mukaan osakevaihdolla tarkoitetaan järjestelyä, jossa osakeyhtiö hankkii sellaisen osuuden toisen osakeyhtiön osakkeista, että sen omistamat osakkeet tuottavat enemmän kuin puolet toisen yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä ja antaa vastikkeena tämän toisen yhtiön osakkeenomistajille omia osakkeitaan. Myöskään tällöin osakkeita luovuttaneen osakkeenomistajan verotuksessa osakevaihdossa syntynyttä voittoa ei katsota veronalaiseksi tuloksi eikä tappiota vähennyskelpoiseksi menoksi.

Sulautuminen ja osakevaihto ovat erityisen tehokkaita keinoja holding-yhtiön purkamiseen, koska näiden myötä työntantajayhtiön johdolle tai avainhenkilöille, jotka ovat holding-yhtiön osakkaina, ei muodostu lähtökohtaisesti verotettavaa tuloa. Tämä johtuu sulautumisen ja osakevaihdon veroneutraalin transaktion luonteesta, mikäli ne on suoritettu asianmukaisesti elinkeinotulon verottamisesta annetun lain mukaisesti.<sup>45</sup> Tästä seuraa myös luonnollisesti se, että holding-yhtiön osakkaina olleet johtajat saavat käytännössä holding-yhtiöön tekemänsä

---

<sup>44</sup> Manninen 2011, s. 782-783.

<sup>45</sup> Juusela 2012, s. 147.

pääomansijoituksen seurauksena omistukseensa lähtökohtaisesti tuloverotuksessa verova- paasti työnantajayhtiön osakkeita järjestelyn purkamisesta.<sup>46</sup> Edellä olevaan perustuen voi- daan todeta, että holding-yhtiön muodossa toteutettu kannustin voi oikein toteutettuna olla huomattavasti verotehokkaampi vaihtoehto kuin perinteiset työsuhdeoptiot.

Holding-yhtiöiden muodossa toteutettaviin kannustinjärjestelmiin on kuitenkin verotuksessa katsottu tarpeen puuttua ja tietyissä tilanteissa niistä saadut tulot onkin katsottu verotetta- vaksi ansiotuloina. Yksi syy voi olla viime vuosina tapahtunut holding-yhtiön muodossa to- teutettujen osakeperusteisten kannustinjärjestelmien määrän lisääntyminen muun muassa Suomalaisten pörssiyhtiöiden keskuudessa.<sup>47</sup> Toisena ehkäpä todennäköisesti merkittäväm- pänä syynä tähän voi olla se, että järjestelyillä on saatettu pyrkiä veron kiertämiseen. Mikäli järjestelyn perusteella saatavat tulot verotetaan vasta holding-yhtiössä osakkaina olleiden henkilöiden myydessä järjestelyn purkamisesta saamiaan työnantajayhtiön osakkeita ja tulot verotettaisiin pääomatulojen verokannan mukaisesti, muodostuisi järjestelystä huomattavia etuja verrattuna työsuhdeoptioihin, jotka verotetaan aina ansiotulona niiden käyttöhetkellä. Huomioitavaa tässä on myös se, että molemmat järjestelyt käytännössä perustuvat työsuh- teeseen ja järjestelystä muodostuva etu kasvaa työnantajayhtiön osakkeen arvon nousemisen myötä.

Holding-yhtiönä toteutetun kannustinjärjestelmän verotuskohtelussa on asetettu erään- laiseksi lähtökohdaksi muun muassa järjestelyn rinnastettavuus työsuhdeoptioihin. Järjeste- lyt on verotuksessa rinnastettu työsuhdeoptioihin ja katsottu tehdyksi veron kiertämisen tar- koituksessa silloin, jos palkansaajan yksin tai yhdessä muiden palkansaajien kanssa hankkii holding-yhtiön välityksellä työnantajayhtiönsä tai samaan konserniin kuuluvan yhtiön osak- keita, järjestelyssä osallisena toimimisen voidaan katsoa käytännössä perustuvan työsuhtee- seen tai ylimmässä johdossa toimimiseen yhtiössä, jonka osakkeita holding-yhtiö hankkii. Lisäksi järjestely voidaan rinnastaa työsuhdeoptioihin, mikäli työnantajayhtiö tai samaan konserniin kuuluva yhtiö rahoittaa holding-yhtiön osakkeiden hankintaa siten, että rahoituk- sen voidaan katsoa olevan työntekijöiden näkökulmasta edullista, vaikka esimerkiksi lainan korko sinällään täyttäisi markkinaehtoisien koron määritelmän.<sup>48</sup> Osakkeiden hankinnan ra- hoittamisessa rahoituksen edullisuutta voitaisiin pohtia esimerkiksi siitä näkökulmasta, että

---

<sup>46</sup> Manninen 2011, s. 787.

<sup>47</sup> Knuutinen 2012, s. 154.

<sup>48</sup> Ks. KHO:2014:66.

olisiko työnantajayhtiö valmis tarjoamaan vastaavaa rahoitusta jollekin toiselle sijoittajataholle, jossa ei ole mukana työsuhhteessa olevaa tai yhtiön ylimpään johtoon kuuluvaa henkilöstöä ja rahoituksen hinta pysyisi silti samana toiminnan riskien kanssa.<sup>49</sup> Toisaalta tilannetta voidaan myös katsoa osakeyhtiölain 13 luvun 10 §:n perusteella, jonka mukaan yhtiö ei saa antaa rahalainaa käytettäväksi siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön osakkeita, ellei kyseessä ole jakokelpoisten varojen puitteissa annettu rahalaina yhtiön tai lähipiiriin kuuluvan yhtiön työntekijöille. Toisaalta osakeyhtiölakiin perustuen tilannetta, jossa yhtiö ensinnäkään antaa lainaa omien osakkeidensa hankkimiseksi, kuten holding-yhtiönä toteutetuissa kannustinjärjestelmissä on useimmiten ollut tapana, ei voi käytännössä muodostua, ellei sijoittajataho koostu yhtiön työntekijöistä. Tämä jo itsessään voi mahdollisesti aiheuttaa verotuksessa vaikeuksia arvioida rahoituksen edullisuutta työntekijöiden näkökulmasta. Korkeimman hallinto-oikeuden tapauksessa on kuitenkin lainan edullisuutta työntekijöille arvioitu myös koronmaksua koskevien ehtojen, lainan vakuuden ja takaisinmaksuehtojen kannalta, joiden perusteella on pystytty määrittämään missä tilanteissa lainaa voidaan pitää työntekijöille edullisena.<sup>50</sup> Muita kriteerejä holding-yhtiö järjestelyn rinnastamiselle työsuhdeoptioihin ovat järjestelyä koskevien työsuhdeoptioille ominaisten ehtojen sopiminen, kuten osakkeiden luovutusrajoitukset sekä viimeisenä se, että järjestelyn ilmeinen tarkoitus on siihen osallistuvien henkilöiden kannustaminen ja sitouttaminen työnantajayhtiön toimintaan sekä mahdollisuus hyötyä työnantajayhtiön osakkeiden arvonnoususta. Myös muut mahdolliset järjestelyt, jotka täyttävät edellä mainitut kriteerit, mutta joissa saadaan esimerkiksi etu suoraan rahana työnantajayhtiön osakkeiden sijaan, voidaan rinnastaa työsuhdeoptioihin.<sup>51</sup>

Holding-yhtiöjärjestelystä ansiotulona verotettavan edun määrä muodostuu käytännössä korkeimman hallinto-oikeuden vuoden 2014 ratkaisun sekä Verohallinnon ohjeistuksen mukaan osingonmäärästä, jonka työsuhhteessa oleva henkilö mahdollisesti saa holding-yhtiön osakkuuden perusteella. Tämä luonnollisesti vain, mikäli osinkotuloja on niin paljon, että sitä pystytään ja päätetään jakaa vielä mahdollisen työnantajayhtiölle suoritetun lainanlyhennyksen jälkeenkin. Muilta osin ansiotulona verotettavan tulon määrä riippuu valitusta tavasta, jolla holding-yhtiö ja sen avulla muodostettu kannustinjärjestelmä tullaan purkamaan, mutta laskentatapa kuitenkin pysyy samanlaisena. Mikäli järjestelyn purkamistavaksi

---

<sup>49</sup> Knuutinen 2012, s. 155.

<sup>50</sup> KHO:2014:26.

<sup>51</sup> Verohallinnon ohje, Diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

on valittu holding-yhtiön sulautuminen työnantajayhtiöön elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 52 a §:n mukaisesti ja varsinainen kannustin muodostuu työsuhteessa olevan henkilön saadessa sulautumisvastikkeena työnantajayhtiön osakkeita, verotettavaksi tuloksi muodostuu osakkeiden käypä arvo siltä osin, kuin se ylittää holding-yhtiön osakkeisiin sijoitetun määrän. Mikäli järjestelyn purkamistavaksi on valittu yhtiön purkautuminen selvitysmenettelyssä, katsotaan ansiotulona verotettavaksi määräksi purkautumisesta holding-yhtiön osakkaan saama jako-osan määrä siltä osin kuin se ylittää osakkaan holding-yhtiön osakkeista maksaman määrän, toisin sanoen holding-yhtiöön tehdyn pääomansijoituksen määrän.<sup>52</sup> Elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 51 d §:n mukaan purkautuvan yhteisön verotuksessa rahoitus-, vaihto-, sijoitus-, ja käyttöomaisuuden sekä muun omaisuuden luovutushinnaksi katsotaan omaisuuden todennäköistä luovutushintaa vastaava määrä eli käytännössä omaisuuden käypä arvo. Tämän jälkeen purkautuvan yhtiön osakkaille jaetaan jako-osat pääsääntöisesti osakeomistusten suhteessa.<sup>53</sup>

Viimeaikaisen oikeuskäytännön myötä korkeimman hallinto-oikeuden tulkintalinjaan mahdollisesti aiheutuu kuitenkin muutos kevyempään suuntaan aiemmasta, ehkä jopa tiukasta tulkintalinjasta holding-yhtiöjärjestelystä saadun tulon katsomiseksi ansiotuloksi verotusmenettelystä annetun lain 28 §:n perusteella. Korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisun 2019:26 mukaan työsuhteessa olleen henkilön osakkeiden luovutuksesta saama luovutusvoitto katsotaan tuloverolain mukaan verotettavaksi pääomatulona tiettyjen edellytysten täytyessä, vaikka taustalla olikin myös työsuhde. Korkein hallinto-oikeus perusteli ratkaisuaan muun muassa sillä, että tuloverolaissa ei ole säännöstä, jonka nojalla luovutusvoiton verottamisesta pääomatulona voidaan poiketa edes niissä tilanteissa, joissa työntekijä luovuttaa kannustinjärjestelmän nojalla hankkimiaan tai saamiaan osakkeita työnantajayhtiön lähipiiriin kuuluvalla taholla kauppahintaan, joka ei ole yli osakkeiden käyvän arvon luovutushetkellä. Korkein hallinto-oikeus otti ratkaisun lopussa kantaa myös aiempaan lähestulkoon vastaavanlaisesta tapauksesta annettuun ratkaisuun vuodelta 2014, jossa ratkaisun lopputulos oli kuitenkin päinvastainen, eli järjestelystä saatu etu verotettiin työntekijällä ansiotuloina toteuttamistavasta riippumatta soveltaen yleistä veronkiertosäännöstä.

---

<sup>52</sup> KHO:2014:66.

<sup>53</sup> Verohallinnon ohje, diaarinumero VH/5874/00.01.00/2019.

Aikaisemmasta korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisusta korostettiin uudemman ratkaisun perusteluissa sitä, että edun verottamiseen ansiotulona voidaan edelleenkin päätyä tilanteissa, joissa työsuhteessa olevalle henkilölle muodostuu järjestelyn myötä oikeus merkitä osakkeita käypää hintaa alempaan hintaan ja jos järjestelyyn on ryhdytty ainoastaan siinä tarkoituksessa, että sen myötä työntekijän omistukseen tulee työnantajayhtiön osakkeita, joista on arvonnousun myötä maksettu käypää arvoa alempi hinta.<sup>54</sup> Keskeisimpänä erona vuosien 2014 ja 2019 tapauksessa voitaisiin olevan ratkaisun perusteleminen yleisen veronkiertosäännöksen soveltamisella. Vuoden 2014 tapauksessa työntekijät olivat perustaneet ensin holding-yhtiön ja tämän jälkeen tehneet yhtiöön pääomansijoituksen, jonka jälkeen yhtiö oli merkinnyt työnantajayhtiön osakkeita työnantajayhtiön myöntämällä lainalla. Vuoden 2019 tapauksessa työsuhteessa ollut henkilö oli puolestaan merkinnyt aiemmin perustetun holding-yhtiön osakkeita hintaan, jonka oli merkintähetkellä katsottu olleen käypä arvo kyseisen yhtiön osakkeelle. Yhtenäistä molemmissa tapauksissa oli se, että osakemerkintöjen tekemiseen käytettiin suurimmaksi osin vierasta pääomaa, mutta merkittävimpana erona käytetyissä vieraissa pääomissa oli, että vuoden 2014 tapauksessa työnantajayhtiö oli myöntänyt lainan työntekijöiden perustamalle holding-yhtiölle ja vuoden 2019 tapauksessa lainan oli myöntänyt työsuhteessa olevan henkilön työnantajayhtiön intressipiirissä ollut yhtiö suoraan työsuhteessa olevalle henkilölle. Näin ollen vuoden 2019 tapauksessa työntekijä on kantanut suuremman henkilökohtaisen riskin sijoituksestaan, koska hän on ollut henkilökohtaisesti vastuussa velan takaisinmaksusta toisin kuin vuoden 2014 tilanteessa, jossa laina oli myönnetty työntekijöiden holding-yhtiölle, jolloin vastuu velan takaisinmaksusta on rajoittunut kyseiseen osakeyhtiöön ja työsuhteessa olevat henkilöt ovat kantaneet riskin ainoastaan holding-yhtiöön tekemänsä pääomansijoituksen menettämisestä, mikäli esimerkiksi työnantajayhtiön osakkeet olisivat menettäneet arvonsa.

Korkein hallinto-oikeus ei ole ratkaisun perusteluissaan suoranaisesti ottanut kantaa asiaan siltä osin, että onko verotuksen kannalta merkitystä riskillä, jonka työsuhteessa oleva henkilökohtaisesti kantaa osakkeiden hankkimisesta. Kuitenkin ottaen huomioon edellä mainittu ja korkeimman hallinto-oikeuden vuoden 2014 ratkaisu, jonka mukaan myös järjestelyn mahdollisesta purkautumisesta purkamalla holding-yhtiö, saatava jako-osa verotettaisiin

---

<sup>54</sup> KHO:2019:26.

työntekijän ansiotulona, voidaan päätellä, että jossain määrin rajanvetoon edun verokohtelussa vaikuttaa työntekijän henkilökohtainen riski järjestelyn toteuttamisessa.

Mikäli tapauksia pohditaan kokonaisuutena, niin kovinkaan suurta eroa ei voida nähdä työntekijälle muodostuvan edun kannalta tilanteessa, jossa työntekijä myy omistamiaan holding-yhtiön osakkeita työnantajayhtiön intressipiirissä olevalle yhtiölle verrattuna tilanteeseen, jossa työntekijöiden omistama holding-yhtiö purkautuu ja työntekijä saa yhtiöstä jako-osan. Molemmissa tapauksissa osakkeiden hankinta on pääasiassa tehty velkapääomalla ja järjestelystä saatu etu on käytännössä perustunut työnantajayhtiön osakkeiden arvon nousemiseen. Lisäksi järjestelyn piiriin pääseminen on käytännössä perustunut työsuhteeseen. Merkittävin ero on järjestelystä kannetussa työntekijän henkilökohtaisessa riskissä, joka vuoden 2014 tapauksessa on huomattavasti pienempi ja järjestelyn verotuksessa onkin päädytty edun verottamiseen ansiotulona, vaikkakin ratkaisua on perusteltu järjestelyn tarkastelulla kokonaisuutena, joka johti veronkiertosäännöksen soveltamiseen.<sup>55</sup> Kuitenkaan ei voida sanoa, että tähän olisi päädytty ainoastaan työntekijän henkilökohtaisen riskin perusteella, mutta sillä voi mahdollisesti olla vaikutusta ratkaisun lopputulokseen, koska sitäkin on tapausten yhteydessä käsitelty. Vuoden 2019 tapauksessa korkein hallinto-oikeus sen sijaan ratkaisun suoran sanamuodon perusteella nojautuu pääasiassa osakkeiden käypään arvoon, mutta vain toteamalla, että työsuhteessa ollut henkilö ei ollut luovuttanut kannustinjärjestelmän perusteella saamiaan osakkeita niiden käypää arvoa ylittävään hintaan. Korkein hallinto-oikeus ei ole ratkaisussa suoraan ottanut kantaa osakkeiden käyvän arvon määrittämiseen tai menetelmään, koska se ei ole ollut asiassa riidanalaista. Asianosainen on kuitenkin esittänyt asiassa käyvän arvon määrittämisestä, että kyseessä ei ole pörssinoteerattu yhtiö, joten osakkeilla ei ole päivittäistä pörssinoteerauksen kaltaista yksiselitteistä käypää hintaa, vaan osakkeen arvostuksesta on erikseen sovittu.<sup>56</sup> Tämänkin perusteella osakkeen käyvän arvon määrittämisen voidaan katsoa olevan olennaista osakeperusteisten kannustinjärjestelmien kannalta, koska erityisesti noteeraamattomat yhtiöt voivat aiheuttaa vaikeuksia mahdollisesti tulevissa vastaavanlaisissa tapauksissa, mikäli eteen tulee tilanne, jossa osakkeiden käyvästä arvosta ei ole yksimielisyyttä.

---

<sup>55</sup> KHO:2014:66 ja Ossa 2020, s. 31-32.

<sup>56</sup> KHO:2019:26.



## 2.7 Työsuhteeseen perustuva osakeanti

Osakeanti ja sen toteuttaminen perustuvat osakeyhtiölain 9 lukuun. Sen mukaan yhtiö voi antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeita ja järjestely voidaan toteuttaa maksullisena tai maksuttomana. Osakeannista päätetään yhtiökokouksessa ja lähtökohtaisesti perinteisessä osakeannissa vanhoilla osakkeenomistajilla on etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin aiempien omistamiensa osakkeiden suhteessa. Vanhojen osakkeenomistajien etuoikeudesta merkitä osakeannissa osakkeita voidaan kuitenkin poiketa tietyin edellytyksin. Tämä edellyttää, että etuoikeudesta poikkeamiselle on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etu huomioon ottaen erityisen painava taloudellinen syy. Suunnatun annin hyväksyttävyyteen vaikuttaa myös osakeannin ehtojen mukainen osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhde.

Työsuhdeoptioiden toteuttamisessa erityisen painavana taloudellisena syynä on pidetty esimerkiksi järjestelystä seuraavaa omistaja-arvon kasvua tai muita mahdollisia yhtiölle koituvia hyötyjä. Tärkeää on kuitenkin huomioida kannustinjärjestelmän ehdot, koska tilanteissa joissa järjestelmän ehdoista seuraa mahdollisesti vain lyhytaikainen ja tilapäinen nousu osakkeen arvoon, voi järjestely muodostua kyseenalaiseksi yhtiön edun kannalta.<sup>57</sup> Voidaan myös mahdollisesti katsoa, että myös työsuhteeseen perustuvan osakeannin ollessa lähtökohtaisesti suunnattu osakeanti, voidaan sen toteuttamisessa soveltaa taloudellisen syyn arvioinnissa samaa perustetta kuin työsuhdeoptioissakin perustuen siihen, että molempien järjestelyjen seurauksena ohitetaan vanhojen osakkeenomistajien etuoikeus merkitä osakkeita ja yrityksen ulkona olevien osakkeiden lukumäärä kasvaa. Taloudellisen syyn painavuutta arvioitaessa sen sijaan pitää arvioida sitä, että olisiko suunnitteilla olevan järjestelyn myötä saatava etu saavutettavissa, joillain muilla työnantajayhtiön kannalta edullisimmilla keinoilla. Toisin sanoen järjestelyä tulee arvioida sen tarkoituksenmukaisuuden kannalta.<sup>58</sup>

Työsuhteeseen perustuvalla osakeannilla on sen suuntaamisen lisäksi ominaista myös osakkeiden käypää alempi merkintähinta tai jopa maksuttomuus.<sup>59</sup> Työsuhteeseen perustuvan osakeannin ollessa maksuton, on tällä luonnollisesti merkitystä painavan ja taloudellisen syyn arvioimiseen myös osakeyhtiölain 9 luvun 4 §:n 1 momentin perusteella, koska anti on

---

<sup>57</sup> Mäntysaari 2002, s. 805-806 vrt. Laine 2016, s. 317.

<sup>58</sup> Laine 2016, s. 317.

<sup>59</sup> Verohallinnon ohje, diaarinumero VH/572/00.01.00/2019.

suunnattu. Erityisesti maksuttoman työsuhteeseen perustuvan osakeannin painavan syyn perustelu yhtiön kannalta voi olla vaikeaa, koska maksuttoman suunnatun annin myötä saavutettavien päämäärien tulisi olla yhtiön kannalta merkittävämpiä kuin esimerkiksi optioiden tai maksullisen osakeannin myötä saatavien etujen. Tästä seuraa, että maksuton osakeanti on käytännössä kannustinjärjestelmistä viimesijainen, koska harvoin tilanne on sellainen, että vastaavia järjestelystä saatavia etuja ei yhtiön kannalta saavutettaisi esimerkiksi perinteisillä työsuhdeoptioilla. Lisäksi pohdittaessa työsuhteeseen perustuvan osakeannin järjestämistä ja sen toteuttamistapaa tulee ottaa huomioon yksi osakeperusteisten kannustinjärjestelmien perimmäisistä tarkoituksista, eli henkilöstön tai johdon sitouttaminen yrityksen toimintaan. Lähtökohtaisesti voitaisiin ajatella, että sitoutuminen yhtiön toimintaan on vahvempaa niissä tilanteissa, joissa kannustinjärjestelmän piirissä olevat henkilöt ovat sijoittaneet henkilökohtaisia varojaan yhtiön toimintaan. Myös tämä puhuu muiden vaihtoehtojen kuin maksuttoman osakeannin puolesta.<sup>60</sup>

Työsuhteeseen perustuvan osakeannin verotuksesta säädetään tuloverolain 66 §:n 1 momentissa. Ansiotuloa on etu työsuhteeseen perustuvasta oikeudesta merkitä yhteisön osakkeita tai osuuksia käypää hintaa alempaan hintaan. Etu on veronalaista siltä osin kuin osakkeen tai osuuden hinnasta saatu alennus on enemmän kuin 10 prosenttia osakkeen tai osuuden käyvästä hinnasta. Jos etu ei ole henkilöstön enemmistön käytössä, saatu alennus on koko määrältään veronalaista tuloa. Merkittävin ero verotuksen kannalta työsuhteeseen perustuvalla osakeannilla verrattuna työsuhdeoptioihin on tuloverolain mahdollistama 10 prosentin verovapaa alihinta osakkeiden merkitsemisen yhteydessä, toisin kuin työsuhdeoptioissa, jotka ovat veronalaista ansiotuloa koko työntekijän saaman edun määrästä.<sup>61</sup> Työsuhteeseen perustuvassa osakeannissa on työsuhteen kriteerissä myös omaksuttu sama käytäntö kuin työsuhdeoptiossa, eli työsuhteen perusteella saatavaan etuun rinnastetaan myös yhtiön toimitusjohtajan ja hallitusten jäsenten saama etu, vaikka usein kyseiset henkilöt eivät toimi yhtiön varsinaisina työntekijöinä.

Työsuhteeseen perustuvan osakeannissa on lisäksi huomattava, että verotuksessa tuloverolain 66 § 1 momentin säännöksiä verotettavasta tulosta ei sovelleta niissä tilanteissa, joissa työsuhteessa olevalle henkilölle annetaan mahdollisuus merkitä työntekijäyhtiön hallussa olevia omia osakkeita käypää arvoa alempaan hintaan, elleivät osakkeet ole tulleet yhtiön

---

<sup>60</sup> Laine 2016, s. 319-320.

<sup>61</sup> Andersson ym. 2016, s. 314.

haltuun sen itselleen suuntaamalla maksuttomalla osakeannilla. Näissä tilanteissa merkintähinnan ja osakkeen käyvän arvon erotus katsotaan kokonaisuudessaan työsuhteessa olevan veronalaiseksi ansiotuloksi ilman 10 prosentin verovapaata alihintaa.<sup>62</sup>

Seuraava merkittävä edellytys työsuhteannille verotuksessa määritellyissä kriteereissä on, että edun tulee olla henkilöstön enemmistön käytössä. Verotuksessa henkilöstön enemmistön kriteerin katsotaan täyttyvän, jos henkilöstöannin myötä tarjotaan mahdollisuus osakkeiden merkintään yli puolelle yhtiön henkilöstöstä. Kuitenkaan edun verottamiselle työsuhteantina ei ole esteenä se, että osa henkilöstä jättää edun käyttämättä vaan riittävää on, että yli puolella henkilöstöstä on ollut siihen mahdollisuus. Enemmistön kriteeriä voidaan soveltaa sekä yhtiö-, että konsernitasolla, joka tarkoittaa käytännössä sitä, että riittävää on työsuhteannin järjestäminen esimerkiksi ainoastaan tytäryhtiön työntekijöille, mikäli tämä käsittää yli puolet henkilöstöstä. Näin ollen työsuhteannin tarjoaminen ainoastaan ylimmälle johdolle ei lähtökohtaisesti ole mahdollista rajatun henkilöpiirin takia, joten tämän kaltainen järjestely tulee verotettavaksi kokonaisuudessaan etua saavien veronalaisena ansiotulona. Veronalaisen edun määräksi säännöksen mukaan muodostuu 10 prosentin ylittävä alennus osakkeen merkinnän yhteydessä, joten työsuhteantia koskeva tuloverolain säännös ei tule sovellettavaksi, mikäli osakemerkintä tehdään osakkeen käypään hintaan.<sup>63</sup>

Työsuhteannin ja työsuhteoptioiden välinen rajanveto saattaa herättää kysymyksiä ja rajanvedolla on myös merkitystä, kun lasketaan verotettavan edun määrää. Työsuhteannissa kaikkien edellytysten täytyessä verotettavan edun määräksi muodostuu ainoastaan 10 prosentin ylittävä alennus osakkeen merkinnässä, kun taas vastaavaa etua ei ole, mikäli järjestely katsotaan tuloverolain 66 §:n 3 momentin mukaiseksi työsuhteoptioksi. Lisäksi verotettavan edun määrään työsuhteannissa sovelletaan tuloverolain 66 §:n 2 momenttia, jonka mukaan julkisesti noteeratun osakkeen käypä arvo on osakeantipäätöstä edeltäneen kalenterikuukauden ajalta laskettu keskimääräinen tai osakkeen ensimmäistä noteerausta seuraavan kalenterikuukauden hinta, mikäli se on alempi. Työsuhteoptioon puolestaan sovelletaan tuloverolain 66 §:n 3 momenttia, jonka mukaisesti osakkeen käypä arvo määritellään option käyttöhetken mukaisesti, jolloin muodostuu verotettavan edun määrä. Korkein hallinto-oikeus on ottanut vuonna 2009 ratkaisussaan kantaa työsuhteannin ja työsuhteoptioiden väliseen rajanvetoon. Korkein hallinto-oikeus on perustellut henkilöstöannin ja työsuhteoption

---

<sup>62</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/572/00.01.00/2019.

<sup>63</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/572/00.01.00/2019.

välistä rajanvetoa muun muassa sillä, että työsuhdeoptioissa työsuhhteessa olevalle henkilölle luodaan mahdollisuus hyötyä osakkeen arvonnoususta kannustinjärjestelmän toteutusaikana merkitsemällä työnantajayhtiön osakkeita myöhempänä ajankohtana käypää arvoa alempaan hintaan.<sup>64</sup> Verotuksessa korkeimman hallinto-oikeuden ratkaisua on tulkittu siten, että työsuhdeoptioihin rinnastetaan tilanteet, joissa merkintähinnan määrittämisen ajankohta ja merkintäajan päättymisen välillä on aikaa useita kuukausia. Käytännössä raja on vedetty tuloverolain 66 §:n 2 momenttiin perustuen kolmeen kuukauteen, joka katsotaan osakeannin merkintäajaksi. Tämän ylittävät merkintäajat voi ja todennäköisesti johtavat järjestelyn verottamiseen tuloverolain 66 §:n 3 momentin mukaisena työsuhdeoptiona.<sup>65</sup> Merkitystä ei ole sillä mitä nimitystä järjestelylle käytetään, kuten korkeimman hallinto-oikeuden vuoden 2009 ratkaisu ja tuloverolain mukainen työsuhdeoption laaja tulkinta antavat ymmärtää.

Henkilöstöanteja koskien on vireillä kuitenkin mielenkiintoinen uusi säädösvalmistelu. Kyseisen hallituksen esityksen eduskunnalle listaamattomien osakeyhtiöiden henkilöstöantien verotusta koskevaksi sääntelyksi mukaan verovelvollisen merkityksessä listaamattoman osakeyhtiön uusia osakkeita, veronalaiseksi ansiotuloksi katsottaisiin se määrä, jolla osakkeiden merkintähinta alittaa varojen arvostamisesta annetun lain mukaisen yhtiön osakkeelle lasketun osakkeen matemaattisen arvon. Muita edellytyksiä säädösvalmistelun mukaisen kannustinjärjestelmän katsomiseksi henkilöstöanniksi ovat työnantajayhtiön sijainti Euroopan talousalueella, edun oleminen henkilöstön enemmistön käytettävissä, yhtiön elinkeinotoiminnan harjoittaminen merkintähetkellä sekä yhtiöltä edellytettävä säännöllinen palkanmaksu ja kuuluminen ennakkoperintärekisteriin. Lisäedellytyksenä on, että henkilöstöannin säännöstä ei sovelleta niihin tilanteisiin, joissa verovelvollinen yksin tai yhdessä perheensä kanssa omistaa vähintään 10 prosenttia yhtiön osakekannasta tai osakkeiden tuottamasta äänimäärästä suoraan tai välillisesti.<sup>66</sup> Vastaavanlaista sääntelyä on kuitenkin jo aikanaan pohdittu lain esitöissä silloista varallisuusverolakia muutettaessa.<sup>67</sup>

Olennaista tämän mahdollisen uuden voimaan tulevan henkilöstöanteja koskevan ja nykyisen voimassa olevan henkilöstöanteja koskevan sääntelyjen välillä on ensinnäkin nykyisen tuloverolain 66 § 1 momenttiin sisällytetty verovelvollisen mahdollisuus tietyin edellytyksin

---

<sup>64</sup> KHO:2009:8.

<sup>65</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/572/00.01.00/2019.

<sup>66</sup> HE 73/2020 vp.

<sup>67</sup> HE 184/1994, s. 4.

merkitä työnantajayhtiön osakkeita alle osakkeen käyvän hinnan verovapaasti niissä tilanteissa, joissa osakkeen merkintähinta on enintään 10 prosenttia alle osakkeen käyvästä hinnasta. Uudessa henkilöstöanteja koskevassa sääntelyssä ei vastaavanlaista verovapaata osaa ole, vaan veronalaista ansiotuloa on kokonaisuudessaan määrä, jolla merkintähinta alittaa osakkeen matemaattisen arvon. Toisena merkittävänä erona nykyiseen työsuhdeanteja koskevaan sääntelyyn on edellytys, että uutta työsuhdeannin sääntelyä ei sovellettaisi tilanteissa, joissa verovelvollinen yhdessä perheensä kanssa omistaa suoraan tai välillisesti yli 10 prosenttia osakkeista tai niiden tuottamasta äänimäärästä. Nykyisessä työsuhdeanteja koskevassa sääntelyssä ei vastaavaa edellytystä säännöksen soveltamiselle ole. Kyseisessä ehdotuksessa esiin tuodulla edellytyksellä on luultavasti pyritty esimerkiksi siihen, että perheyhtiöt eivät saa järjestelyä osakeomistuksiaan verotuksellisesti edullisemmin ja näin ollen mahdollisen uuden lainsäädännön jälkeisissä järjestelyissä pyritään edelleen puhtaasti henkilöstön kannustamiseen mahdollisista tuloverolakiin tulevista muutoksista huolimatta.

Mahdollisesta tulevasta lakimuutoksesta voidaan kuitenkin esittää joitain verotuksen kannalta haitallisia vaikutuksia. Myös hallituksen esityksessä tosin todetaan, että nettovarallisuuden perustuvan matemaattisen arvon suhde todelliseen osakkeen käypään hintaan voi vaihdella riippuen yrityksestä ja monissa tilanteissa nettovarallisuus voi olla todellisuudessa käypää arvoa huomattavan paljon alhaisempi. Erityisesti tilanne on tämä startup-yrityksissä ja muissa kohtalaisten uusissa kasvuyrityksissä sekä sellaisissa yrityksissä, jotka tekevät huomattavaa tulosta ilman suurempia investointeja. Kyseisten esitöiden mukaan kuitenkin mahdollista menetystä ansiotulojen verotuksessa kompensoidaan myöhemmillä pääomatuloilla, jotka ovat luonnollisesti suuremmat johtuen osakkeiden matalasta hankintahinnasta, joka on aikanaan määräytynyt yhtiön aikaisemman nettovarallisuuden perusteella.<sup>68</sup>

Myös oikeuskirjallisuudessa on oltu jossain määrin samoilla linjoilla hallituksen esityksessä todetun kanssa. Ossa on muun muassa todennut yrityksen sukupolvenvaihdosta koskevassa teoksessaan, että julkisesti noteeraamattoman yrityksen osakkeen käyvän arvon määrittämiseksi ei ole olemassa yhtä oikeaa menetelmää vaan arvon määrittäminen kyseisille yhtiöille on aina tapauskohtaista. Lisäksi arviointimenetelmän kautta saatavaan arvoon vaikuttavat monet eri tekijät kuten yrityksen toimiala ja tarkoitus, toiminnan laajuus, yrityksen

---

<sup>68</sup> HE 73/2020, s. 15-18.

rahoitusrakenne, osakaspiiri ja osakkeiden jakautuminen, yhtiön toimintatavat, yhtiön omaisuuden sisältö, kehitys- ja kilpailunäkymät sekä yleinen taloudellinen tilanne.<sup>69</sup> Edellä mainittuun viitaten voidaankin todeta, että yrityksen osakkeen arvon määrittäminen perustuen ainoastaan osakkeen matemaattiseen arvoon olisi liian yksioikoinen tapa osakkeen arvon, ja sen myötä määräytyvän henkilöstöannista seuraavan ansiotulona verotettavan edun määrittämiseksi. Myös muualla oikeuskirjallisuudessa on todettu, että matemaattinen arvo voi poiketa todella paljon käyvästä arvosta, erityisesti noteeraamattomissa yhtiöissä ja näin ollen sen käyttämisestä ei voida kaikissa tilanteissa pitää perusteltuna.<sup>70</sup> Mahdollisen lakimuutoksessa voidaankin katsoa otettavan jossain määrin tietoinen riski muutettaessa henkilöstöantien verotusta siten, että käypä arvo jatkossa pohjautuisi useissa tapauksessa todennäköisesti liian kevyeen arviointiin käytettäessä arvon mittarina osakkeen matemaattista arvoa. Riski kuitenkin sinällään on hallituksen esityksen perusteella tietoinen, koska aikomus mahdollisen ansiotuloverokertymän pienenemiseen henkilöstöanneista on tarkoitus kompensoida tulevaisuuden kasvavalla luovutusvoittoverotuksesta saatavalla verokertymällä. Tämä on kuitenkin joiltain osin ongelmallista, koska etukäteen on mahdotonta sanoa milloin verovelvolliset tulevat myymään henkilöstöanneissa saamiaan osakkeita ja toisekseen etukäteen ei voida tietää, että muodostuuko kyseisten osakkeiden luovutuksesta luovutusvoittoa vai -tappiota. Lisäksi ongelmaksi voivat muodostua verovelvollisasemaan liittyvät seikat, joiden myötä voi esimerkiksi seurata se, että aikanaan henkilöstöannin perusteella saadut osakkeet tullaan verottamaan jossain toisessa valtiossa kuin Suomessa ja näin ollen osakkeista ei muodostu luovutuksen perusteella verotettavaa tuloa Suomessa missään vaiheessa.<sup>71</sup>

## 2.8 Osakepalkkiojärjestelmä ja osakesäästöohjelmat

Osakepalkkiojärjestelmällä tarkoitetaan järjestelyä, jossa palkansaajalle muodostuu oikeus tiettyyn määrään työnantajayhtiön osakkeita järjestelyssä määriteltyjen edellytysten täyttyessä. Osakepalkkiojärjestelmän myötä saadut osakkeet rinnastetaan lähtökohtaisesti tuloverolain 66 §:n 3 momentin mukaisiin työsuhdeoptioihin ja näin ollen niissä ei ole työsuhdeantia vastaavaa verovapaata osaa. Edellytyksenä osakepalkkiojärjestelmän perusteella annettaville osakkeille voi olla esimerkiksi tiettyjen tilinpäätöksen perusteella määritettävien tun-

---

<sup>69</sup> Ks. Ossa 2018, s. 60.

<sup>70</sup> Andersson ym. 2016, s. 314.

<sup>71</sup> HE 73/2020 vp, s. 16-17.

nuslukujen saavuttaminen tai pelkästään myös tietyn ajanjakson täytyminen. Osakepalkkiojärjestelmässä toteutus voidaan tehdä siten, että työnantaja myy osan osakepalkkiojärjestelmän myötä luovuttamistaan osakkeista niistä menevien verojen kattamiseksi tai työnantaja sopii maksavansa erillisen rahasuorituksen työsuhteessa olevalle osakepalkkiosta menevien verojen kattamiseksi. Näissä tilanteissa verotus tapahtuu joko siten, että työnantajan luovuttamien osakkeiden arvo luetaan myös mukaan työsuhteena verotettavan edun määrää laskettaessa ja työnantajan suoraan työntekijälle maksama rahasuoritus osakepalkkion verojen suorittamiseksi katsotaan työntekijän tavalliseksi rahapalkaksi.<sup>72</sup>

Osakesäästöjärjestelmissä on kyse usein yhtiön koko henkilöstölleen tarjoamasta vaihtoehdosta saada työnantajayhtiön osakkeita maksutta esimerkiksi tietyn järjestelmässä määritellyn ajanjakson jälkeen työntekijän aiemmin ostamia osakkeita vastaan. Nämä maksuttomat osakkeet luonnollisesti katsotaan työntekijän saamaksi veronalaiseksi eduksi osakkeiden käyvästä arvosta, vähennettynä merkinnästä työntekijälle mahdollisesti aiheutuneilla kustannuksilla.<sup>73</sup>

Osakepalkkiojärjestelmissä on huomattava kuitenkin, että niihin saattaa myös sisältyä erilaisia luovutusrajoituksia, koska onhan järjestelmän perimmäinen tarkoitus kuitenkin työntekijän sitouttaminen yhtiön toimintaan.<sup>74</sup> Sitouttaminen osakepalkkiojärjestelmiin toteutuu todennäköisesti tehokkaimmin sillä, että järjestelyssä varsinainen työntekijän palkitseminen tapahtuu työnantajayhtiön osakkeiden arvonnousun perusteella kuten optioissakin. Osakepalkkiojärjestelmässä tätä ei voisi helposti muilla keinoin varmistaa kuin osakkeille järjestelyssä asetettavilla luovutusrajoituksilla, koska työntekijää verotetaan osakepalkkiona saamistaan osakkeista heti osakkeiden merkintähetkellä. Osakesäästöohjelmissä varsinainen työntekijän sitouttaminen voi periaatteessa tapahtua asettamalla järjestelmästä saatavien osakkeiden saamisen ehdoksi työntekijän aiemmat työnantajayhtiön osakeomistukset, jonka myötä työntekijälle muodostuu eräänlainen henkilökohtainen riski myös osakesäästöohjelmasta saatujen osakkeiden kannalta. Ei kuitenkaan ole sanottua, etteikö myös osakesäästöohjelman myötä työntekijöille luovutettaviin osakkeisiin voisi sisältyä luovutusrajoituksia.

---

<sup>72</sup> Råbinä ym. 2019, s. 539 ja Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/6143/00.01.00/2019.

<sup>73</sup> Hakonen ym. 2014, luku 5.

<sup>74</sup> Karttunen – Pasanen 2019, s. 247-248.

Tilanteessa, jossa osakepalkkiojärjestelmän tai osakesäästöpuhjan perusteella saatuihin osakkeisiin sisältyy luovutusrajoituksia, tulee työntekijän kuitenkin huomioida tärkeänä seikkana, että mahdollisen ajanjakson aikana, jolloin osakkeisiin kohdistuva luovutusrajoitus on voimassa, ei osakkeen käyvän arvon muutoksilla ole vaikutusta 3 momentin perusteella verotettavaksi muodostuvaan ansiotulon määrään. Korkein hallinto-oikeus on ratkaissaan linjannut, että osakkeiden luovutusrajoitukset eivät ole peruste poiketa tuloverolain 66 §:n 3 momentin mukaisesta osakkeiden arvostamishetkestä.<sup>75</sup> Tästä johtuen perinteiset työsuhdeoptiot voidaan nähdä työntekijän kannalta joissain tilanteissa edullisemmaksi vaihtoehdoksi, koska molemmissa tapauksissa kannustin perustuu työnantajayhtiön osakkeen arvon nousemiseen, mutta tilanteessa, jossa kannustinjärjestelmän toteutusaikana työnantajayhtiön osakkeen arvo sattuu laskemaan, eivät työsuhdeoptiot tule verotettavaksi lainkaan työntekijällä mikäli niitä ei käytetä. Osakepalkkiojärjestelmän perusteella saatavat osakkeet puolestaan tulevat verotettavaksi siitäkin huolimatta, että työnantajayhtiön osakkeen arvo sattuisi laskemaan kannustinjärjestelmän toteutusaikana.

---

<sup>75</sup> KHO:2011:91.



### 3 KÄYPÄ ARVO KÄSITTEENÄ

#### 3.1 Lähtökohdat käyvän arvon määrittämiselle

Eräänlaisena lähtökohdana tarkasteltaessa käypää arvoa yhtiön osakkeille voidaan pitää ensinnäkin arvon ymmärtämistä käsitteenä. Käsitteen ymmärtäminen on tärkeää jo senkin takia, että arvoa määritettäessä arvostamisen menetelmä on riippuvainen siitä. Yksi tapa määrittellä arvo on taloudellinen arvo, joka määritetään yhtiön taloudellisen tilan perusteella. Taloudellinen arvokaan ei ole kuitenkaan käsitteenä ehdoton, vaan on otettava huomioon, että arvo perustuu käsitykseen. Tällöin esimerkiksi joku toinen voi tarkastella taloudellista arvoa todennäköisen kauppahinnan perusteella ja toinen voi määrittellä taloudellisen arvon sen kautta, paljonko omaisuuden omistaminen, tässä tapauksessa osakkeiden omistaminen, tuottaa. Tällöin puhutaan todennäköisen kauppahinnan kannalta vaihtoarvosta ja omistamisen tuottaman arvon kannalta puolestaan omistaja-arvosta. Kyseiset käsitykset arvosta voivat erota paljonkin toisistaan esimerkiksi tarkasteltavan yhtiön taloudellisesta tilanteesta tai yhtiön liiketoiminnan muodosta riippuen.<sup>76</sup>

Eri arvokäsitteistä voidaan mainita muutamia esimerkkejä. Käyvällä markkina-arvolla tarkoitetaan sitä arvoa, jolla omaisuus oltaisiin valmiita ostamaan tai myymään sellaisten osapuolten välillä, jotka ovat riippumattomia toisistaan. Käsitteenä käypä markkina-arvo ei ole Suomessa kovinkaan yleinen ja verotuksessakin osakkeen arvoa määritettäessä useimmiten käytetään arvokäsitteenä käypää arvoa. Käypää arvoa määriteltäessä on olennaista ensinnäkin tunnistaa käsitteen tavoite. Esimerkiksi kirjanpitoon liittyvien IFRS-standardeissa tavoitteeksi on esitetty arvioida hinta, jolla liiketoimi omaisuuden myymiseksi tai velan siirtämiseksi toteutuisi markkinaosapuolten välillä. Markkinaosapuolilla tarkoitetaan toisistaan riippumattomia, liiketoimesta asiantuntevia, liiketoimeen pystyviä ja kyseisen liiketoimen suorittamiseen halukkaita osapuolia. Käypä arvo on siis IFRS-standardien mukaisena määritelmänä lähestulkoon käypää markkina-arvoa vastaava, mutta yleisemmin ainakin Suomessa vero-oikeudessa ja muillakin oikeudellisen arvonmäärityksen osa-alueilla käytetty. Käyvän arvon käsitteen määrittelyssä kuitenkin korostetaan sitä, että kyseessä on hypoteettinen arvo.<sup>77</sup> Käyvästä arvosta puhuttaessa ei siis voida todeta, että arvo olisi absoluuttisen oikea, vaan kyseessä on aina jossain määrin kaikkia osapuolia tyydyttävä arvostusratkaisu.

---

<sup>76</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 4-6.

<sup>77</sup> Vehmanen 2013, s. 306-320.

Investointiarvolla tarkoitetaan arvoa, joka esimerkiksi yritykselle voidaan määrittää käytännössä riippuen omistajan subjektiivisista ominaisuuksista. Investointiarvoa määritettäessä ei siis voida, toisin kuin käypää arvoa ja käypää markkina-arvoa määritettäessä, määrittää todennäköistä kauppahintaa riippumattomien osapuolten välillä, vaan kyseisessä arvokäsitteessä arvoon vaikuttavat esimerkiksi omistajan odotukset yrityksen tuotoista.<sup>78</sup> Todellisella arvolla tarkoitetaan yrityksen arvoa, joka perustuu käytännössä kaikkeen saatavilla olevaan materiaaliin yrityksestä, kuten varoihin, tuottoihin, tulevaisuuden näkymiin sekä myös yrityksen johtoon. Todellisen arvon määrittäminen perustuu myös käyvän luovutushinnan selvittämiseen. Todellista arvoa kuitenkin sovelletaan usein vain pörssiyhtiöissä sen selvittämiseksi, että onko vallitseva kurssi julkisesti noteeratuille osakkeille liian suuri tai pieni mahdollisen ostopäätöksen tekemiseksi.<sup>79</sup> Näin ollen voitaisiin katsoa, että todellisen arvon käyttäminen arvonmäärityksen perusteena ei ole käytännössä kovin tarpeellista noteeraamattomien yhtiöissä, koska niillä ei ole olemassa kurssia johon verrata todellisen arvonmäärityksen perusteella saatua lopputulosta ostopäätöksen tekemiseksi.

Arvon määrittämisen yhteydessä on ensinnäkin tärkeää määritellä alkuun se tarkoitus, jota varten arvoa ollaan määrittämässä. Tämä johtuu siitä, että esimerkiksi yhtiön osakkeiden arvoa määritettäessä yrityskauppaa varten voi arvo erota määrittämisen jälkeen huomattavasti arvosta, joka on määritetty kannustinjärjestelmästä muodostuvan edun laskemiseksi. Yrityskaupassa luonnollisesti osapuolilla on hyvin erilainen intressi verrattuna esimerkiksi verovelvolliseen, jonka tulee määrittää arvo vaikkapa kannustimena saamilleen työnantajayhtiön osakkeille. Lopulta kyse on arvokäsitteestä, jolla määritetään arvonmäärityksen tarkoitus, esimerkiksi osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verotuksessa arvokäsitteenä olisi tuloverolakiin perustuen käypä arvo.<sup>80</sup>

Edellä esiteltiin erilaisia osakeperusteisia kannustinjärjestelmiä ja niiden rakenteita, käytiin läpi järjestelmien verotuskohtelun perusteet sekä ehkä tämän tutkielman kannalta olennaisimpana asiana tarkasteltiin verotettavaksi muodostuvan edun määrittämistä. Käytännössä osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä verotettavan edun määrä perustuu kaikissa tilanteissa työnantajayhtiön osakkeen käyvän arvon määrittämiseen. Kysymyksiä verotuskohtelun kannalta ovat aiheuttaneet muun muassa lähinnä holding-yhtiön muodossa toteutetut

---

<sup>78</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 11.

<sup>79</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 12.

<sup>80</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 8. ja Karsio ym. 2009, s. 120

ylimmän johdon tai avainhenkilöiden kannustinjärjestelmät sekä mahdollinen lakimuutos koskien työntekijöille suunnattuja osakeanteja. Kysymykset koskien näitä kyseisiä holding-yhtiön kautta toteutettuja järjestelyjä ovat kohdistuneet eriyettyyn tuloverojärjestelmään ja erityisesti siihen, milloin muodostuva etu tulisi katsoa verovelvollisen ansiotuloksi ja milloin pääomatuloksi.<sup>81</sup> Luonnollisesti kannustinjärjestelmien koskiessa yhtiöiden ylintä johtoa tai avainhenkilöitä, on järjestelyn piirissä olevien henkilöiden taholta usein pyritty saamaan kannustinjärjestelystä muodostunut etu verotettavaksi verovelvollisen pääomatulona joh-tuen ansiotulojen verotuksen jyrkemmästä progressiosta verovelvollisen saavuttaessa riittä-vän korkean tulotason.

Osakkeen käyvän arvon määrittämisessä on syytä ottaa myös huomioon se, että osakkeelle määritettävä arvo voi ensinnäkin aiemmin lyhyesti esiteltyjen arvokäsitteiden lisäksi vaih-della riippuen arvon määrittämisen tarkoituksesta. Arvon määrittäminen voidaan esimer-kiksi jaotella oikeudelliseen arvon määrittämiseen ja liiketaloudelliseen arvon määrittämi-seen. Edelleen oikeudellinen arvon määrittäminen voidaan vielä jakaa esimerkiksi vero-oi-keudelliseen arvon määrittämiseen ja yhtiöoikeudelliseen arvon määrittämiseen. Lisäksi vero-oikeudellinen arvon määrittäminen voidaan edelleen jakaa esimerkiksi tuloverolain mukai-seen käyvän arvon määrittämiseen, perintö- ja lahjaverolain mukaiseen käyvän arvon määri-telmään sekä varojen arvostamisesta verotuksessa annetun lain mukaiseen käyvän arvon määrittämiseen. Näitä arvon määrittämisen eri osa-alueita ei tule vapaasti sekoittaa keskenään, vaan esimerkiksi osakeperusteisten kannustinjärjestelmissä tulee käyvän arvon määrittämi-sen pääasiassa perustua vero-oikeudelliseen käyvän arvon käsitteeseen ja verotuksessa käy-tettävään arvonmäärittämenetelmään.<sup>82</sup>

Noteeraamattomissa yhtiöissä on kuitenkin huomioitava myös se, että tuloverolaissa ei ole lainkaan lainkohtaa, jonka myötä voitaisiin yhtiön käypä arvo määrittää samoin kuin julki-sesti noteeratuilla yhtiöillä. Tämä voi olla syynä siihen, että myös osakeperusteisista kan-nustinjärjestelmistä muodostuvan edun, eli osakkeen käyvän arvon määrittämisessä verovi-ranomaiset käyttävät lähtökohtaisesti Verohallinnon ohjetta varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa ohjeen nimestä riippumatta.<sup>83</sup> Kyseisessä Verohallinnon ohjeessa kui-

---

<sup>81</sup> KHO:2014:66 ja KHO:2019:26.

<sup>82</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 9.

<sup>83</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

tenkin todetaan noteeraamattomien yhtiöiden arvon määrittämisestä, että ohjeen kirjaimellinen noudattaminen saattaa joissain tilanteissa johtaa siihen, että sen perusteella saatu käypä arvo ei vastaa todellista käypää arvoa johtuen ohjeen kaavamaisuudesta ja siitä, että ohje ei anna riittävästi mahdollisuuksia arvostamisen kohteena olevan yhtiön ominaispiirteiden tai toimintaympäristön huomioimiseen. Verohallinnon ohjeessa todetaan myös, että on mahdollista käyttää yhtiön arvon määrittämiseen muitakin kuin ohjeessa mainittuja menetelmiä, kuten liikeloudellisia arvonmääritysmenetelmiä, mikäli kyseiset menetelmät antavat mahdollisuuden käyvän arvon perustamiseen laajempaan tosiasia-aineistoon kuin mitä kyseinen Verohallinnon ohje mahdollistaa.<sup>84</sup>

Seuraavaksi on tarkoitus käydä läpi arvon määrittämisen perusteita julkisesti noteeratuista yhtiöistä ja noteeraamattomista yhtiöistä sekä tämän jälkeen erilaisia arvonmääritysmenetelmiä, niin liikeloustieteellisestä, kuin oikeudellisesta arvonmäärityksestä. Lisäksi on tarkoitus pohtia missä määrin verotuksen perusteeksi otettava osakkeen käypä arvo lopulta voidaan perustaa esimerkiksi yhtiöoikeudelliseen tai liikeloudelliseen arvonmääritykseen, vai onko kyseisiä arvonmääritysmenetelmiä mahdollista käyttää ainoastaan jossain määrin tukena verotuksen perusteeksi esitetylle käyvälle arvolle.

### **3.2 Julkisesti noteerattu yhtiö**

Julkisesti noteeratuissa yhtiöissä käyvän arvon määrittäminen ei aiheuta varsinaisesti mitään suurempia epäselvyyksiä. Julkisesti noteeratuissa yhtiöissä osakeperusteiset kannustinjärjestelmät ovat aiheuttaneet lähinnä ongelmia osakkeiden arvostamisajankohdan kannalta, toisin sanoen sen, minkä hetken käyvän arvon perusteella yhtiön osakkeet tulee arvostaa verotettavan edun määrittämiseksi.<sup>85</sup>

Julkisesti noteerattujen yhtiöissä tuloverotukseen liittyvän käyvän arvon määrittämisen niin sanottu helppous johtuu siitä, että laissa on suoraan määritelty verotettavaksi muodostuvan edun määrittämisen ehdot sekä laskentaperusteet. Tuloverolain 66 §:n 2 momentin mukaan julkisesti noteeratun osakkeen tai osuuden käypä arvo on osakeantipäätöstä edeltäneen ka-

---

<sup>84</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>85</sup> KHO:2011:91.

lenterikuukauden ajalta laskettu keskimääräinen hinta, ja jos osakkeen ensimmäistä noteerausta seuraavan kalenterikuukauden keskimääräinen hinta on edellä tarkoitettua hintaa alempi, edun veronalaisuus ja sen arvo määritetään alemman arvon perusteella.

Edellä mainittua tuloverolain sääntöä julkisesti noteeratun osakkeen arvon määrittämiseksi juuri osakeantipäätöstä edeltäneen kalenterikuukauden mukaisella arvolla voidaan perustella sillä, että tilanne työnantajayhtiössä saattaa olla sellainen, että esimerkiksi henkilöstöanti toteutetaan perinteisen yhtiön ulkopuolelle suunnatun osakeannin yhteydessä. Tämä tarkoittaa luonnollisesti sitä, että osakeannin seurauksena osakkeen arvo saattaa laskea yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärän noustessa.<sup>86</sup> Mikäli osakeannissa käypä arvo määritettäisiin julkisesti noteerattujen yhtiöissä vasta sen kalenterikuukauden ajalta lasketun keskimääräisen hinnan perusteella, jolloin esimerkiksi osakeanti toteutetaan ja työnantajayhtiön osakkeet merkitään, muodostuisi verotettavan edun määrä mahdollisesti liian pieneksi suhteessa työntekijän todellisuudessa osakeannista saamaan etuun. Tämä olisi vastoin lainsäätäjän tarkoitusta, jonka tuloverolain sanamuodon perusteella voidaan katsoa olevan, että työsuhteen perusteella saadun taloudellisen edun tulee olla verotuksen perusteena kokonaisuudessaan muilta osin kuin työsuhdeanteja koskevan verovapaalta osuudelta.

### 3.3 Noteeraamaton yhtiö

Kuten edellä on jo käynyt muutamaan otteeseen ilmi, on noteeraamattomissa yhtiöissä osakkeen käyvän arvon määrittäminen jokseenkin ongelmallista. Verotuksen kannalta yrityksen käypää arvoa tarkasteltaessa eräänlaisena lähtökohtana yrityksen käyvän arvon määrittämiselle julkisesti noteeraamattomissa yhtiöissä voidaan pitää Verohallinnon ohjetta Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa. Kyseisen ohjeen mukaan lähtökohtaisesti osakeyhtiön osakkeen käypä arvo saadaan, kun yrityksen käypä arvo jaetaan yhtiön ulkona olevien osakkeiden lukumäärällä.<sup>87</sup>

Esimerkiksi oikeuskirjallisuudessa on oltu myös sillä kannalla, että noteeraamattoman yhtiön arvoa ei voida määrittää käyttäen jokaiselle yhtiön osakkeelle yhtä ja samaa arvostuskeinoa ja näin ollen päätyä aina absoluuttisen oikeaan lopputulokseen. Sen sijaan arvon määrittäminen vaatii aina tapauskohtaista kokonaisharkintaa ja näin ollen menetelmät voivat

---

<sup>86</sup> Niskakangas – Knuutinen 2000, luku 9 Työsuhteeseen perustuva osakeanti.

<sup>87</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

vaihdella.<sup>88</sup> Tästä seuraa se, että käypä arvo voi vaihdella huomattavastikin riippuen käytetystä arvostamismenetelmästä ja näin ollen sen tarkastelu vaatii tietynlaista kriittistä suhtautumista. Joissain tilanteissa tarpeen voi olla ottaa huomioon useita eri arvonmäärittämissuunnitelmia ja soveltaa niitä keskenään toistensa tukena.

Tämän voidaan katsoa olevan sinällään myös veroviranomaisten kanta asiaan, koska Verohallinto ohjeessaan suoranaisesti toteaa, että on mahdollista käyttää muitakin kuin ohjeen sisältämiä verotuksessa lähtökohtaisesti sovellettavia arvonmäärittämissuunnitelmia osakkeen käyvän arvon määrittämiseen, mikäli näillä keinoin arvo voidaan määrittää laajemman aineiston pohjalta kuin vain Verohallinnon ohjeen mukaisesti arvostettaessa. Lisäksi ohjeessa todetaan vielä, että käyvän arvon määrittäminen ohjeen tarjoamin keinoin johtaa ainoastaan varovaiseen arvioon, eikä anna riittävästi mahdollisuuksia muiden arvoon vaikuttavien seikkojen huomioimiseen.<sup>89</sup> Ottaen molemmat edellä mainitut seikat huomioon, ei liene ole liioiteltua väittää, että veroviranomainen jossain määrin ehkä jopa kannustaa verovelvollista antamaan muutakin selvitystä osakkeen käyvästä arvosta kuin vain yksioikoisesti ilmoittamaan arvon, joka on laskettu Verohallinnon ohjeen menetelmiä noudattaen. Näin ollen on perusteltua tarkastella käypää arvoa myös muiden arvonmäärittämissuunnitelmien kautta kuin vain oikeudellisen arvon määrittämisen, mikäli näillä keinoin saadaan aikaan käypä arvo, joka voidaan perustella ja ennen kaikkea perustuu laajempaan tosiasia-aineistoon.

Myös lain esitöissä koskien erityisesti mahdollista tulevaa muutosta työsuhdeantien verotukseen on otettu kantaa noteeraamattomien yhtiön arvonmäärittämissuunnitelmien ongelmallisuuteen osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä. Kyseisissä lain esitöissä on esimerkiksi otettu kantaa peruseriaatteisiin kannustimista muodostuvien etujen verottamisessa ja todettu, että lähtökohtaisesti on verovelvollisen velvollisuus selvittää veroviranomaiselle järjestelystä saatujen osakkeiden käypä arvo sekä muut verotettavan edun määrään vaikuttavat seikat. Vasta selvityksen puuttuessa voidaan soveltaa edellä käsiteltyä Verohallinnon ohjetta varojen arvostamisesta perintö- ja lahjaverotuksessa. Lisäksi kyseisissä lain esitöissä on otettu kantaa Verohallinnon ohjeen tarjoamiin arvostamismenetelmiin ja jossain määrin sivuttu myös sitä, että ohjeen tarjoamat vaihtoehdot eivät noteeraamattomissa yhtiöissä ole kaikissa tilanteissa toimivia.<sup>90</sup> Hallituksen esityksen lisäksi myös oikeuskirjallisuudessa on päädytty

---

<sup>88</sup> Ossa 2018, s. 60.

<sup>89</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>90</sup> HE 73/2020 vp, s. 6-7.

vastaavanlaisiin lopputuloksiin käyvän arvon määrittämisestä, eli käypää todellista ja ehdottoman tarkkaa arvoa on mahdotonta määrittää yhtiölle ja tästä johtuen käsite on luultavasti jätettykin tulkinnanvaraiseksi niin lainsäädännössä kuin Verohallinnon ohjeistuksessakin.<sup>91</sup>

---

<sup>91</sup> Nuolimaa 1984, s. 535-547.

## 4 LIIKETALOUSTIETEELLINEN KÄYVÄN ARVON MÄÄRITTÄMINEN

### 4.1 Lähtökohtia

Liiketaloustieteellisessä arvonmäärityksessä olennaista ei ole ainoastaan yrityksen arvostushetken arvo, vaan huomioon tulee ottaa lisäksi mahdolliset tulevaisuuden näkymät yrityksen toiminnassa ja sen kehityksessä. Edellä mainitusta johtuen esimerkiksi yrityksen arvo ainoastaan taseeseen perustuvalla arvostusmenetelmällä voi poiketa käyvästä arvosta, joka saadaan arvostusmenetelmällä, jonka perusta on osittain yhtiön mahdollisessa tulevaisuudessa.<sup>92</sup> Tämän perusteella jo voidaan siis todeta, että esimerkiksi vero-oikeudellisessa arvonmäärityksessä käytettävä substanssiarvo, joka perustuu Verohallinnon ohjeeseen, saattaa tarjota yrityksen käyväksi arvoksi huomattavasti eri arvon kuin arvo, joka on saatu liiketaloustieteellisen arvostamisen perusteella. Vero-oikeudellisen arvonmääritysmenetelmän puolustukseksi tosin täytyy tuoda esiin se tosiseikka, että Verohallinto ohjeessaan tarjoaa myös mahdollisuuden arvon perustamiseen liiketaloustieteelliseen arvonmääritykseen, mikäli sen myötä saatava käypä arvo perustuu laajempaan yhtiön ominaisuuksien tarkasteluun kuin esimerkiksi vain taseen mukaiseen substanssiarvoon.

Liiketaloustieteellisen yhtiön arvonmäärityksen suorittamiseksi on ensinnäkin tärkeää ymmärtää seuraavat arvonmäärityksen päävaiheet. Ensinnäkin strategisella analyysillä tarkoitetaan yrityksen toimialan ja markkinoiden tuntemusta. Strateginen analyysi voidaan edelleen jakaa sisäiseen analyysiin, jonka avulla tarkastellaan esimerkiksi yhtiön tuotteita ja niiden hinnoittelua sekä tuotantoon, osaamiseen ja henkilöstöön liittyviä seikkoja. Toinen osa sitä on ulkoinen analyysi, jonka myötä tarkastellaan yhtiön kilpailijoita, toimialaa sekä muita mahdollisia yhtiön arvoon ja menestykseen vaikuttavia tekijöitä. Strategisen analyysin sisäinen puoli perustuu siis käytännössä seikkoihin, joihin yhtiö voi itse omalla toiminnallaan vaikuttaa ja ulkoinen puoli niihin seikkoihin, joihin yhtiö ei välttämättä pysty itse suoranaisesti yksittäisillä liiketoimintaansa koskevilla päätöksillä vaikuttamaan.<sup>93</sup>

---

<sup>92</sup> Kallunki – Niemelä 2007, s. 13.

<sup>93</sup> Kallunki – Niemelä 2007, s. 27.



Yhtiön strategisen analyysin jälkeen vuorossa on tilinpäätösanalyysi. Tilinpäätösanalyysi kuvaa yrityksen taloudellista tilaa erinäistä päätöksentekoa varten. Tilinpäätös on erinomainen väline tähän, koska niiden laadintaperiaatteet perustuvat ensinnäkin säädettyihin normeihin, joten ne ovat jokseenkin luotettavia välineitä analysointia varten. Tilinpäätöstä analysoitaessa tulee kuitenkin ottaa huomioon, että niiden standardisoinnista huolimatta, on laajalle mahdollistettu jossain harkintavaltaa esimerkiksi tulossuunnitteluun verotusta varten erilaisten merkintöjen myötä. Näin tuloslaskelman ja taseen oikaisu voi olla useissa tilanteissa tarpeen, jotta tilinpäätöksiä voidaan käyttää yhtiön taloudellisen tilan arviointiin asianmukaisesti.<sup>94</sup>

Viimeinen olennainen päävaihe liiketaloustieteellisessä yhtiön käyvän arvon määrittämisessä on yhtiön tulevan kehityksen ennakoiminen. Tulevan kehityksen ennakoiminen voi muodostua jossain määrin ongelmalliseksi erityisesti tilanteissa, joissa kehitystä arvioimaan joutuu täysin yhtiön toiminnasta ulkopuolinen henkilö, koska arvioinnin tulisi perustua mahdolliseen yhtiön omiin arvioihin tulevaisuudestaan, mutta ulkopuolisella henkilöllä on yleensä käytettävissään vain sellaisia tietoja kuten tilinpäätökset.<sup>95</sup> Esimerkiksi osaperusteisissa kannustinjärjestelmissä osakkeen käypää arvoa määritettäessä voi veroviranomaisen olla todella vaikea käyttää yhtiön tulevan kehityksen ennakointia perusteena arvon määrittämiselle, koska käytettävissä ovat juurikin vain sellaiset tiedot, jotka yhtiö on lakisäätteisten velvoitteidensa hoitamiseksi toimittanut. Tämän takia onkin tärkeää, että verovelvollinen pyrkii oma-aloitteisesti näyttämään osakkeiden käyvän arvon tilanteissa, joissa liiketaloustieteellisen arvion perusteena muodostettu osakkeen käypä arvo poikkeaa olennaisesti Verohallinnon ohjeen mukaan määritetystä käyvästä arvosta.

## **4.2 Yksittäiset tunnusluvut käyvän arvon määrittämiseksi**

Yhtiön arvon määrittämistä tunnuslukujen perusteella voidaan kutsua myös suhteelliseksi arvon määrittämiseksi, koska tunnuslukujen avulla laskettua arvoa verrataan toisiin samankaltaisiin yhtiöihin, jolloin voidaan arvioida tunnusluvun perusteella saadun arvon suhteellista paikkansapitävyyttä. Tällä tarkoitetaan käytännössä sitä, että arvostuksen kohteena olevan yhtiön lisäksi otetaan tarkasteluun muita yhtiöitä samaiselta toimialalta ja esimerkiksi

---

<sup>94</sup> Kallunki – Niemelä 2007, s. 32 ja Kallunki 2014, s. 12-14.

<sup>95</sup> Kallunki – Niemelä 2007, s. 33.

samankaltaisilla tulevaisuuden näkymillä. Tämän jälkeen arvostettavan yhtiön tunnuslukujen perusteella saatuja tuloksia verrataan muiden vastaavien yhtiöiden samojen tunnuslukujen keskiarvoon, jolloin voidaan saada aikaan päätelmä, onko varsinaisen arvostuksen kohteena olevan yhtiön osakkeen arvo tunnuslukujen perusteella arvostettuna liian matala tai korkea. Yksittäisiä tunnuslukuja käytettäessä yhtiön käyvän arvon määrittämiseen tulee kuitenkin olla jossain määrin kriittinen, koska yksittäisten tunnuslukujen perusteella saatua arvoa ei voida pitää absoluuttisen oikeana arvona yhtiölle, vaan tunnusluvut omat omiaan esimerkiksi täydentämään muita arvostusmenetelmiä ja antamaan osviittaa jonkin toisen arvostusmenetelmän perusteella saadun arvon oikeellisuudesta.<sup>96</sup> Usein kuitenkin esimerkiksi uudehkoilla kasvuyhtiöillä voi olla sellainen tilanne, että riittävän samankaltaisia vertailuyhtiöitä ei ole saatavilla. Tällöin vertailulukuna voidaan käyttää yhtiön toimialan keskimääräisiä tunnuslukujen perusteella saatuja arvoja taikka noteerattuja vertailuyhtiöitä. Näissä tilanteissa tunnuslukujen perusteella saatu arvo kuitenkin muodostuu vielä aiempaakin epätarkemmaksi ja lisäksi tilanteessa, jossa noteeraamattoman yhtiön arvostuksessa vertailuyhtiönä käytetään noteerattuja yhtiöitä, tulee tunnuslukujen suhteuttamisen perusteella saadussa arvostuksessa huomioida, että noteeraamaton yhtiö on lähtökohtaisesti aina arvoltaan alhaisempi verrattuna samalla toimialalla toimivaan pörssi-yhtiöön.<sup>97</sup>

Tunnuslukujen soveltaminen tapahtuu käytännössä siten, että valitaan vertailuyhtiöitä ja sen jälkeen käytettävä tunnusluku ja kerrotaan arvostettavan yhtiön tilinpäätöksestä valittuja muuttujia näistä kyseisistä vertailuyhtiöistä lasketulla arvostuskertoimella. Tilinpäätös muutujia ovat esimerkiksi tilinpäätöksen tuloslaskelmasta laskettavat käyttökate (EBITDA), liikevoitto (EBIT), nettotulos (Earnings) ja liikevaihto (Sales).<sup>98</sup>

Usein erilaisia tunnuslukuja tarkasteltaessa huomio kiinnittyy P/E -lukuun. Kyseisellä tunnusluvulla tarkoitetaan aikaa, jonka yhtiö tarvitsee, että yhtiön voittojen määrä vastaisi sen oman pääoman markkina-arvoa. Toisin sanoen tunnusluvun perusteella saadaan laskettua se laskennallinen aika, jolla osakkeesta saatu tuotto kattaa siihen menneen hankintahinnan.<sup>99</sup> Yhtiön P/E -luku saadaan, kun jaetaan yhtiön oman pääoman markkina-arvo edellisen vuoden nettotuloksella. Yhtiön oman pääoman markkina-arvo muodostuu osakkeen hinnasta

---

<sup>96</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s.189-191.

<sup>97</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 194.

<sup>98</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 26-29.

<sup>99</sup> Leppiniemi 1999, s. 39.

kerrottuna osakkeiden lukumäärällä. Nettotulos saadaan, kun liikevaihdosta vähennetään liiketoiminnan kulut, rahoituksen kulut sekä tilikauden verot.<sup>100</sup> P/E -luvun käyttämisen ongelmaiseksi yhtiön arvon määrittämisessä voidaan katsoa se, että kyseinen arvostuskerroin ei ota huomioon mahdollista tuloksen kasvua tai riskiä ja toisekseen sen myötä voidaan saada väärä kuva yhtiön arvosta sellaisissa tilanteissa, joissa yhtiö on poikkeuksellisesti tehnyt joko todella korkean tai todella matalan tuloksen sellaisena vuotena, joka tulee mukaan laskentaan.<sup>101</sup> Toisaalta P/E -luku ei voi tulla arvonmäärittämisessä käytettäväksi myöskään niissä tilanteissa, joissa yhtiön toiminta on ollut tappiollista. Näin ollen kyseinen tunnusluku voi olla jossain määrin ongelmallinen käytettävä erityisesti tulevaisuuden kasvuyhtiöissä, joilla toisaalta voi olla myös intressiä sitouttaa työntekijöitään yhtiöön kannustinjärjestelmien avulla.

Muita yhtiön tulokseen suhteutettuja tunnuslukuja ovat EV/EBIT ja EV/EBITDA -luvut. Ensimmäisellä tarkoitetaan yhtiön oman pääoman markkina-arvon ja vieraan pääoman arvojen summan suhteuttamista yhtiön tulokseen ennen korkoja ja veroja, eli toisin sanoen lukuun, joka saadaan vähentämällä yhtiön tilikauden liikevaihdosta liiketoimintaan kohdistuvat kulut. Tätä lukua kutsutaan liikevoitoksi. Jälkimmäisellä tarkoitetaan yhtiön oman pääoman markkina-arvon ja vieraan pääoman arvojen summan suhteuttamista lukuun, joka saadaan vähentämällä yhtiön tilikauden liikevaihdosta muut kulut kuin poistot, rahoituskulut ja välittömät verot, eli käyttökatteeseen.<sup>102</sup>

Yhtiön substanssiin suhteutettuna tunnuslukuna tunnetaan P/B -luku, joka tarkoittaa osakkeen hinnan suhdetta osakekohtaiseen oman pääoman tasearvoon. Luvun avulla saadaan käytännössä tieto oman pääoman markkina-arvosta suhteessa tasearvoon, joka käytännössä määrittää yhtiön kannattavuutta kertomalla mikä on yhtiön tuoma lisäarvo kyseiselle pääomalle. Toisin sanoen voidaan siis todeta, että mitä suurempi on yhtiölle laskettu P/B -luku, sitä suurempi on myös yhtiön käypä arvo, koska kyseisen tunnusluvun kasvaessa, tarkoittaa se sitä, että yhtiön taseessa olevalle pääomalle tuoma lisäarvo on myös suurempi. Yhtiön

---

<sup>100</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 196.

<sup>101</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 28.

<sup>102</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 202.

taseessa olevalla omalla pääomalla tarkoitetaan käytännössä sidotun ja vapaan oman pääoman yhteissummaa lisättyinä mahdollisella kertyneellä poistoerolla, jossa on otettu huomioon verovelat, mikäli yhtiöllä sellaisia on.<sup>103</sup>

Liikevaihtoon suhteutetuista tunnusluvuista tunnettuja ovat ainakin P/S- ja EV/S -luvut. Ensimmäisellä luvulla tarkoitetaan oman pääoman suhdetta jonkin vuoden liikevaihtoon ja jälkimmäisellä tarkoitetaan yritysarvoa suhteessa liikevaihtoon. Liikevaihtoon suhteutettuja tunnuslukuja voidaan kuitenkin pitää jossain määrin epätarkkoina käyvän arvon määrittämiseen sellaisenaan ja näin ollen niitä voidaan sanoa olevan suositeltavaa käyttää esimerkiksi vain muiden arvonmäärittämenetelmien tukena.<sup>104</sup>

Yksittäisten tunnuslukujen käyttöä yhtiön käyvän arvon määrittämiseen osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä verotettavaksi muodostuvan edun laskennassa voidaan perustella jossain määrin mahdollisesti myös tarpeettomaksi. Useimmat luvuista edellyttävät laskenta-kaavoissaan huomioon otettaviksi yhtiön tasolla yhtiön markkina-arvon ja toisaalta osaketasolla osakekurssin. Kun tarkastellaan osakeperusteisia kannustinjärjestelmiä erityisesti noteeraamattomissa yhtiöissä, muodostuu ongelmaksi jo pelkästään se, että noteeraamattomilta yhtiöiltä puuttuu osaketasolla osakekurssi, koska ne eivät ole listattuja, joten niille ei muodostu samanlaista päiväkohtaista keskikurssia kuin pörssinoteeratuille osakkeille.

Toisena ongelmana noteeraamattomien yhtiöiden arvostuksessa voidaan mainita vertailukelpoisten yhtiöiden puute. Tunnusluvut menettävät jossain määrin merkityksensä, mikäli niitä laskettaessa ja myöhemmin arvioitaessa ei ole ainakaan suoraan vertailukelpoisia yhtiöitä, jotta tunnuslukujen tulkintaan olisi mahdollista saada edes jonkinlainen varteenotettava vertailukohta. Tunnuslukujen itsessään voidaan sanoa olevan vain numeroita, jos niitä ei ole mahdollista verrata jonkin toisen vertailukelpoisen yhtiön vastaaviin lukuihin.

Tunnusluvut ovatkin ehkä jossain määrin toimivampi arvonmäärittäminen listattujen pörssi-yhtiöiden arvonmäärittämiseen esimerkiksi sijoituspäätöstä varten, kuin kannustinjärjestelmästä muodostuvan verotettavan edun laskemiseen noteeraamattoman yhtiön osakkeille. Tämä johtuu siitä, että listayhtiöille on huomattavasti yksinkertaisempaa löytää vertailuyhtiöitä samalta toimialalta ja toisekseen kyseisille yhtiöille on yksinkertaisempaa määrittää markkina-arvo ja osakekurssi. Tunnuslukujen käytöstä yhtiön käyvän arvon määrittämiseen

---

<sup>103</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 205.

<sup>104</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 209-210.

täytynee myös todeta se, että laskentakaavan myötä muodostuva tunnusluku ei sinällään kerro euromääräistä arvoa yhtiölle, vaan ainoastaan tarjoaa vertailukelpoisen luvun verrattavaksi samalla toimialalla toimiviin muihin yhtiöihin. Osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä ongelmaksi muodostuva käypä arvo noteeraamattomia yhtiöitä tarkasteltaessa sen sijaan koskee nimenomaa euromääräistä käypää arvoa yhtiön osakkeelle. Näin ollen tunnusluku ei tarjoa vastausta verotettavan edun määrittämiseen suoraan vaan ainoastaan mahdollistaa esimerkiksi verovelvolliselle keinon perustella veroviranomaisille esittämänsä käypää arvoa kannustimena saamilleen osakkeille, mikäli käytettävissä on riittävästi vertailuyhtiöitä tunnuslukujen hyödyntämiseen.

### **4.3 Vieraan ja oman pääoman tuottovaatimus arvonmäärittämisessä**

Pääoman arvon määrittämisen kautta muodostuvaa käypää arvoa yhtiölle pidetään liiketaloustieteellisessä arvonmäärittämisessä jossain määrin parempana tapana arvon määrittämiselle kuin esimerkiksi tunnuslukuihin perustuvia arvonmäärittämismenetelmiä. Kyseisen mallin mukaisen arvon määrittämisen katsotaan olevan kuitenkin haastavampaa, mutta samalla sitä kuitenkin pidetään täsmällisempänä tapana määrittää käypä arvo, koska kyseiset menetelmät eivät pohjautu ainoastaan yhtiön tasearvoihin tai yhtiön aiempaan toimintaan, vaan ottavat tämän lisäksi huomioon mahdolliset yhtiön tulevaisuuden näkymät ja mahdollisen kehityksen sekä liiketoiminnan mahdolliset riskit.<sup>105</sup> Pääoman tuottovaatimuksesta käytetään yhtiön näkökulmasta asiaa tarkasteltaessa määritelmänä myös pääoman kustannusta.

Oman ja vieraan pääoman sijoittajat saavat tuottoa tai toisin sanoen korvauksen tekemästään sijoituksesta rahavirtana yhtiön toiminnan kautta. Oman pääoman sijoittajilla, esimerkiksi osakkeenomistajilla, tuotto tai korvaus muodostuu osingoista tai osakkeen arvonnoususta taikka molemmista. Vieraan pääoman sijoittajilla tuotto muodostuu etukäteen sovitusta korvauksesta sijoitetulle pääomalle, kuten lainan koroista. Pääoman tuottovaatimuksen laske-  
miseksi täytyy tehdä tulevaisuudessa saatavien rahavirtojen diskonttaus, jolla tarkoitetaan käytännössä joskus tulevaisuudessa saatavien rahavirtojen muuttamista tämän päivän arvoon. Diskonttauksen tarvetta voidaan havainnollistaa esimerkiksi sillä, että pohditaan tilannetta, jossa pääomaa sijoittanut saa rahavirtana yhtiöltä heti 1000 euroa verrattuna tilanteeseen, jossa hän saisi saman 1000 euroa vasta muutaman vuoden kuluttua. Heti saatava kas-

---

<sup>105</sup> Kallunki – Niemelä 2007, s. 35.

savirta on sijoittajalle huomattavasti arvokkaampi, koska sijoittaja pystyy esimerkiksi sijoittamaan tämän 1000 euroa ja saamaan siitä tuottoa jo näiden vuosien ajan, joiden toisessa tilanteessa joutuisi odottamaan tätä saatavaa 1000 euron summaa.<sup>106</sup>

Vieraalla pääomalla tarkoitetaan esimerkiksi yhtiön toimintaansa varten ottamia pankkilainoja. Tuottovaatimuksena pidetään tällöin pankin saamaa tuottoa kyseisestä lainasta, eli korkoa. Vieraan pääoman tuottovaatimus voidaan määrittää yhtiön kaiken vieraan pääoman eli pankkilainojen ja muiden mahdollisten lainojen keskiporkkona.<sup>107</sup>

Yhtiön oma pääoma koostuu käytännössä yhtiön pääomasta, joka on saatu esimerkiksi osakeantien myötä saatuina sijoituksina yhtiöön tai liiketoiminnasta muodostuneiden tuottojen avulla. Oman pääoman tuottovaatimus onkin jossain määrin haastavampi määrittellä kuin vieraan pääoman tuottovaatimus, joka voidaan havaita suoraan esimerkiksi vuosittain vieraalle pääomalle maksettujen korkojen avulla. Lisäksi oman pääoman tuottovaatimukseen vaikuttavat yhtiöön ja liiketoimintaan liittyvät tekijät. Yksi olennainen yhtiön oman pääoman tuottovaatimukseen olennaisesti vaikuttava tekijä on sijoitukseen liittyvä riski.<sup>108</sup> Riskillä tarkoitetaan käsiteltävässä tilanteessa vuotuista tuoton vaihtelua, joka omalle pääomalle saavutetaan.<sup>109</sup> Riskiin vaikuttavia tekijöitä ovat esimerkiksi oman pääoman tuottovaatimukseen kannalta ennalta määrittelemätön tuotto, saamisten viimesijaisuus maksukyvyttömyys-tilanteissa sekä esimerkiksi osakesijoituksen ennalta määrittelemätön kesto toisin kuin vieraan pääoman tuottovaatimuksessa. Luonnollisesti tilanteessa, jossa yhtiöön tehtyä oman pääoman ehtoista sijoitusta pidetään korkean riskin omaavana sijoituksena, myös sijoittaja odottaa sijoitukselleen korkeampaa tuottoa kuin matalariskisissä tilanteissa.<sup>110</sup> Tästä esimerkkinä voitaisiin mainita niin kutsutut ”enkelisijoittajat”, jotka sijoittavat uusiin noteeraamattomiin startup-henkisiin yhtiöihin, joilla katsotaan olevan kasvupotentiaalia, jolloin esimerkiksi osakesijoitukselle voidaan kasvun toteutuessa saada huomattavia tuottoja ja toisaalta sijoituksen riski on todella korkea tällaisten yhtiöiden kohdalla.

Oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen voidaan käyttää esimerkiksi CAP-mallia (Capital Asset Pricing), jota käytettäessä tuottovaatimuksen määrittämisessä huomioiduksi tulevat käytännössä tekijöinä riskitön korko, osakkeista vaadittu keskimääräinen tuottolisä

---

<sup>106</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 137-141.

<sup>107</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 145-146.

<sup>108</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 148.

<sup>109</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 274.

<sup>110</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 149.

eli riskipremio, beeta-kerroin ja muut riskilisät. Muihin riskilisiin kuuluvat muun muassa listaamattomien yhtiöiden omistusrakenteesta aiheutuvat riskit ja mahdollinen yhtiön suppeasta asiakaskunnasta aiheutuva riski liiketoiminnalle tulevaisuudessa.<sup>111</sup> CAP-mallin mukaisesti oman pääoman tuottovaatimus voidaan laskea lisäämällä riskittömän sijoituksen tuottoon osakkeen riskiä kuvaava, beeta-kertoimella kerrottu riskilisa.<sup>112</sup> CAP-mallissa riskittömällä korolla tarkoitetaan esimerkiksi valtion 10-vuotisen obligaatiolainan laskentahetken mukaista tuottoa. Riskipremiolla tarkoitetaan käytännössä markkinoiden myötä pitkältä aikaväliltä muodostunutta tuottovaatimusta osakemarkkinoille vähennettynä riskittömän sijoituskohteen, eli valtion obligaatiosta saatavalla tuotolla. PricewaterhouseCoopers Oy:n (PwC) tekemän selvityksen mukaan riskipremion mediaani on ollut vuosina 2012-2017 5 % ja 5,5 % välissä, joka on lähellä myös pitemmän aikavälin vuosien 1999-2017 keskiarvoja.<sup>113</sup> Beeta-kertoimella tarkoitetaan markkinoiden vaihtelusta muodostuvaa riskiä osakkeelle ja erityisesti listaamattomissa yhtiöissä beeta-kertoimen määrittäminen on jossain määrin ongelmallista, koska ei ole noteerattujen osakkeiden kaltaisia markkinoita. Näin ollen noteeraamattomissa yhtiöissä toimivampi keino beeta-kertoimen määrittämiselle on tilinpäätöstietojen käyttäminen siihen. Tilinpäätöstietoja käytettäessä beeta-kertoimen määrittämiseen esimerkiksi Kallunki ja Niemelä ovat todenneet, että parhaiten yhtiön riskisyyttä kuvaavia tilinpäätöksistä ilmeneviä tietoja ovat tuloksen vaihtelu, joka tarkoittaa yhtiön palvelujen ja tuotteiden kysynnän vaihtelua, operatiivinen velkaantuminen, eli kiinteiden kulu- jen suhde kokonaiskuluihin tai yhtiön liikevaihtoon. Muita tilinpäätöksistä ilmeneviä beeta-kertoimen määrittämiseen käytettäviä tietoja ovat toimialan riski, joka tarkoittaa kyseisen yhtiön toimialan riskisyyttä suhteessa yleisiin markkinoihin keskimääräisesti ja viimeisenä beeta-kertoimeen vaikuttavana tekijänä yhtiön koko.<sup>114</sup> Muihin riskilisiin voidaan esimerkiksi mainita listaamattomilla yhtiöillä riskiin vaikuttava yhtiöiden osakkeiden useimmissa tapauksissa heikko rahaksi muutettavuus verrattuna noteerattujen yhtiöihin osakkeisiin.<sup>115</sup>

Listaaamattomissa yhtiöissä oman pääoman tuottovaatimusta tarkasteltaessa täytynee siis arviointia lähteä muodostamaan esimerkiksi tilinpäätöstietoihin perustuen, koska kyseisistä yhtiöistä ei ole olemassa markkinaperusteisten menetelmien vaatimia kurssitietoja, eikä

---

<sup>111</sup> Katramo ym. 2013, s. 148.

<sup>112</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 150.

<sup>113</sup> PwC 2018, s.4.

<sup>114</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 166-168.

<sup>115</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 171.

oman pääoman laskeminen edellä selostetun CAP-mallin perusteella ole mahdollista ennen kuin beeta-kerroin on määritetty laskentaa varten. Tilinpäätöstietojen käyttäminen oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiseen ei kuitenkaan anna suoraan ehdotonta vastausta. Tämä johtuu siitä, että tuottovaatimuksessa käytännössä riskien määrittäminen vaatii jossain määrin ennustamista yhtiön tulevaisuuden näkymistä ja näin ollen arvon määrittämisessä tuottovaatimukseen vaikuttavia riskejä ei voida kaikissa tilanteissa määrittää ehdottoman oikein, koska kaikkia tulevaisuudessa esimerkiksi tietyllä toimialalla muodostuvia kehityskulkuja ei voida ennalta huomioida.<sup>116</sup> Toisin sanoen siis, mitä vakaampaa tulosta yhtiö on aiempina vuosina tehnyt, sitä matalamman riskitason yhtiön voidaan katsoa omaavan lähtökohtaisesti, jos ei huomioida edellä mainittua epätietoisuutta toimialan yleisestä kehityskulusta.

Arvonmäärittämissä mallien perusteella laskettaessa yhtiön pääoman käypää arvoa, pääoman tuottovaatimuksena käytetään usein WACC-mallin mukaista pääoman kustannusta, jonka perusteella muodostuu myös diskonttauksessa tarvittava korkoluku. WACC-malli muodostaa käytännössä vieraan pääoman ja oman pääoman kustannusten keskiarvon.<sup>117</sup> Yhtiön oman pääoman arvon määrittämiseen voidaan käyttää seuraavaksi käsiteltäviä arvonmäärittämissä malleja.

#### **4.4 Osinkoperusteinen arvonmäärittäminen**

Osinkoperusteisella arvonmäärittämisellä tarkoitetaan yhtiön mahdollisesti tulevina vuosina jakamien osinkojen arvostusta tämän hetken arvoon. Koska oman pääoman sijoituksille ei ole vieraan pääoman tavoin yleensä määritetty mitään tiettyä määräaika, kuten esimerkiksi pankkilainan takaisinmaksuaika, muodostuu tulevasta osingoista laskennan kannalta käytännössä päättymätön määrä. Käytännössä oman pääoman tuottoarvon määrittämiseksi tarvitaan suorittaa tulevien osinkojen diskonttaus, eli arvostus nykyhetkeen. Tämän tekemiseksi tarvitaan ensinnäkin oman pääoman tuottovaatimus sekä odotus yhtiön tulevaisuudessa jakamien osinkojen määrästä. Näiden arvojen muodostamisen myötä saadaan käytännössä aikaan kaava, jossa osakkeen tämän hetken arvo on osinkojen odotettu määrä jaettuna oman pääoman tuottovaatimuksen ja osinkojen kasvun erotuksella.<sup>118</sup>

---

<sup>116</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 119.

<sup>117</sup> Leppiniemi 1999, s. 31 ja <https://pankkiasiat.fi/wacc>.

<sup>118</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 221-222.



Osinkoperusteisen arvonmäärittämisen ongelmana ja erityisesti verotuksellisen arvon perusteena käyttämisen estävänä tekijänä voitaisiin nähdä se, että kyseinen arvonmäärittäminen perustuu lähes täysin ennusteisiin sekä arvon määrittämistä tekevän henkilön näkemykseen esimerkiksi riskien vaikutuksesta laskennassa käytettävälle oman pääoman tuottovaatimuk- selle. Lisäksi oman haasteensa osinkoperusteisen arvonmäärittämiselle muo- dostaa tulevien vuosien osinkojen määrien arvioiminen. Osinkojen määrän kasvua esimer- kiksi voidaan tietysti jossain määrin arvioida aikaisempien vuosien yhtiön jakamien osinko- jen perusteella, mutta tämänkään ei voida katsoa olevan tae sille, että yhtiö jatkaisi osinkojen maksua esimerkiksi samassa suhteessa yhtiön vuosittaisen tuloksen kanssa jatkossakin. Ja- ettavan osingon määrään voivat vaikuttaa myös yllättävät tapahtumat, joista ehkä kaikkein ajankohtaisimpana esimerkkinä voidaan mainita keväällä 2020 Koronan aiheuttamat vaiku- tukset jopa julkisesti noteerattujen yhtiöiden osinkojen jakamiseen. Useat yhtiöt jättivät tuol- loin osingot jakamatta kokonaan kyseisten tapahtumien aiheuttamien taloudellisten seurauk- sien takia.

#### **4.5 Kassavirtaperusteinen arvonmäärittäminen**

Kassavirtaperusteinen yhtiön käyvän arvon määrittäminen perustuu osinkoperusteisen mal- lin tavoin myös diskonttaamiseen, eli yhtiön tulevat kassavirrat käytännössä arvostetaan ar- vostamishetken mukaisesti. Kassavirta muodostuu, kun yhtiön liiketoiminnan tuottamasta operatiivisesta kassavirrasta, josta on vähennetty verot, vähennetään käyttöpääoman ja -in- vestointien maksut. Lopulta oman pääoman arvo muodostuu, kun diskontataan kassavirta liiketoiminnan kulujen, verojen ja korkojen vähentämisen jälkeen oman pääoman kustan- nuksella, tai toisin sanoen sijoittajien näkökulmasta oman pääoman tuottovaatimuksella. Kassavirran avulla voidaan määrittää myös koko yhtiön arvo sen sijaan, että määritettäisiin vain yhtiön oman pääoman arvo. Koko yhtiön arvoa määritettäessä kassavirrassa ei huomi- oida rahoituksesta johtuvia kuluja tai osinkoja lainkaan.<sup>119</sup>

Kassavirran perusteella laskettavaa arvon määrittämistä voidaan jossain määrin pitää tehok- kaampana tapana kuin osinkojen perusteella laskettavaa arvonmäärittäystä. Tämä johtuu en- sinnäkin siitä, että yhtiön jakamat osingot käytännössä ovat aina jossain määrin täysin yhtiön omaan harkintaan perustuvia, eikä yhtiöllä sinänsä ole mitään varsinaista velvollisuutta ja-

---

<sup>119</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 225-226.

kaa osinkoa tekemästään tuloksesta riippumatta. Operatiivinen kassavirta sen sijaan on sellainen elementti yhtiön toiminnassa, johon yhtiö ei juurikaan voi vaikuttaa, mikäli yhtiö esimerkiksi haluaa pitää liiketoimintansa kannattavana. Kassavirtamallissa täytyy kuitenkin myös huomioida se, että kyseinen arvonmäärittäminen perustuu myös jossain määrin ennusteisiin tulevaisuuden kassavirroista, jotka on muodostettu yhtiön aiempien vuosien kassavirtalaskelmien perusteella, joten absoluuttisen oikean tai riittävän hyvin perustellun arvon määrittäminen kyseisen mallin perusteella voi olla haasteellista verotuksellisia tilanteita varten.

#### **4.6 Lisäarvomallin mukainen arvonmäärittäminen**

Lisäarvomallin mukaisessa arvonmäärittämisessä osakkeen arvona pidetään sen kirjanpidollista arvoa, johon on lisätty yhtiön tulevina vuosina tekemät voitot niiltä osin kuin ne ylittävät sijoittajien tuottovaatimuksen. Merkittävässä asemassa lisäarvomallissa on kuitenkin oman pääoman kirjanpidollinen arvo, joten mahdolliset virhearvioinnit yhtiön tulevaisuudessa tekemien sijoittajien tuottovaatimusten ylittävien voittojen ennusteissa eivät aiheuta niin suurta virhettä yhtiön arvoa määritettäessä, kuin esimerkiksi osinkoperusteisen tai kassavirtaperusteisen arvonmäärittämissä yhteydessä tehdyt virhearvioinnit yhtiön tulevaisuudesta.<sup>120</sup> Lisäarvomallin käyttäminen käyvän arvon perustana voi mahdollisesti olla samoin edellytyksin mahdollista kuin osinkoperusteisen tai kassavirtaperusteisen mallin käyttäminen, koska kaikki malleista perustuvat ennusteisiin tulevien vuosien toiminnasta ja ainakin kassavirtaperusteisen arvonmäärittämyksen myötä saatua arvoa voidaan Verohallinnon ohjeistuksessaan ottaman kannan perusteella käyttää käyvän arvon perusteena. Lisäarvomallin perusteella saatu käypä arvo voisi kuitenkin mahdollisesti olla vielä tehokkaammin perusteltavissa, koska kirjanpidollinen oman pääoman arvo on niin merkittävässä asemassa kyseisessä arvonmäärittämissä, joten arvon perusteena on muutakin kuin arvonmäärittämyksen tehneen henkilön ennuste yhtiön toiminnan tulevaisuudesta.

---

<sup>120</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 237.

## 5 OIKEUDELLINEN KÄYVÄN ARVON MÄÄRITTÄMINEN

### 5.1 Lähtökohtia

Liiketaloustieteellisen osakkeen käyvän arvon määrittämisen lisäksi osakkeen käypä arvo voidaan määrittää eräissä oikeudellisissa tilanteissa esimerkiksi osakeyhtiölain tilanteita varten taikka erinäisiä vero-oikeudellisia tilanteita varten. Yhtiöoikeudellisissa tilanteissa osakkeen käyvällä arvolla on merkitystä erityisesti erilaisissa lunastustilanteissa sekä suunnatuissa osakeanneissa.<sup>121</sup> Osakeyhtiölain 3 luvun 7 §:n 2 momentin mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osakkeenomistajalla, yhtiöllä tai muulla henkilöllä on oikeus lunastaa muulta omistajalta kuin yhtiöltä toiselle siirtyvä osake. Lunastuksessa on noudatettava lunastushintana osakkeen käypää hintaa, jota vastikkeellisessa saannossa voidaan pitää soveltuna hintana, ellei muuta selvitystä anneta. Huomioitava lunastustilanteissa kyseistä lainkohtaa sovellettaessa on kuitenkin se, että lunastushintana on pidettävä osakkeen käypää hintaa vain, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei toisin sovita. Lisäksi lunastustilanteista säädetään osakeyhtiölaissa yritysjärjestelyjen yhteydessä. Osakeyhtiölain 16 luvun 13 §:n 4 momentin mukaan lunastushinta on osakkeen sulautumispäätöstä edeltävän ajankohdan käypä hinta, jota määritettäessä ei oteta huomioon sulautumisesta mahdollisesti aiheutuvaa arvoa alentavaa vaikutusta yhtiön osakkeisiin. Jakautumistilanteissa lunastuksesta säädetään osakeyhtiölain 17 luvun 13 §:n 4 momentissa, joka on sisällöltään käytännössä sulautumistilanteita vastaava. Lisäksi lunastustilanne voi tulla kysymykseen vähemmistöosakkeiden lunastamisessa, josta säädetään osakeyhtiölain 18 luvun 7 §:n 1 momentissa, jonka mukaan osakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän käyvän hinnan mukaan. Viimeisenä yhtiöoikeudellisena lunastustilanteena kyseeseen voi tulla vaikutusvallan väärinkäyttöön liittyvä lunastustilanne, josta säädetään osakeyhtiölain 23 luvun 1 §:n 2 momentissa, jonka mukaisesti kyseisissä tilanteissa lunastushinnaksi määritetään käypä hinta, joka osakkeella olisi ilman vaikutusvallan väärinkäyttöä. Osakeyhtiölain mukaisissa lunastustilanteissa on myös huomioitava, että lain sanamuodon mukaisesti lunastustilanteissa osakkeen lunastushinnasta käytetään terminä käypää hintaa. Liiketaloustieteellisessä arvon määrittämisessä käytetään yleisemmin termiä osakkeen käypä arvo. Käyvän hinnan voidaan kuitenkin käsitteenä käytännössä katsoa vastaavan käypää arvoa.<sup>122</sup>

---

<sup>121</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 18.

<sup>122</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 18.

Erityisesti osakkeiden lunastuslauseketta koskevaa lainkohtaa tulkittaessa on huomioitava, että lunastushintana pidetään käypää hintaa. Käypänä hintana pidetään kuitenkin sovittua hintaa muun selvityksen puuttuessa. Kyseessä on siis tahdonvaltainen säännös, joka perustuu käytännössä osakeyhtiölain 1 luvun 9 §:n mukaisesti osakkeenomistajien mahdollisuuteen yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta, mutta ei kuitenkaan siten, että se olisi osakeyhtiölain tai muun pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastaista. Kyseiseen lainkohtaan perustuva käyvän hinnan määrittäminen eroaa siis merkittävästikin vero-oikeudellisesta käyvän arvon määrittämisestä, jossa lähtökohtaisesti osapuolilla ei ole mahdollisuutta määrittää käypää arvoa osakkeelle sopimusvapautensa puitteissa. Huomioitavaa kuitenkin näissä osakeyhtiölain mukaisissa lunastustilanteissa on, että osapuolten keskenään sopimaa hintaa ei voida lähtökohtaisesti pitää verrannollisena laissa määriteltyjen arvostusmenetelmien mukaisesti määritettyyn käypään hintaan. Tällöin kyseessä on lunastustilanteen osapuolten keskenään sopimusvapautensa puitteissa määrittämä arvo, jota ei suoranaisesti voida verrata lain tarkoittamaan käypään hintaan.<sup>123</sup> Osakeyhtiölain esitöissä on kuitenkin otettu kantaa tähän käsitteeseen ja pyritty määrittelemään mitä osakeyhtiölain mukaisella käyvällä hinnalla tarkoitetaan. Hallituksen esityksen mukaan osakeyhtiölain 3 luvun 7 §:n 2 momentin mukaisessa lunastustilanteessa vastikkeellisessa saannossa käyväksi hinnaksi voidaan katsoa oikeustoimen osapuolten sopimaa hintaa, ellei käypä hinta todistettavasti siitä poikkea.<sup>124</sup> Yhtiöoikeudellisessa osakkeen käyvän hinnan määrittämisessä voidaan lähteä liikkeelle siitä, että käyvän hinnan määrittämisellä tarkoitetaan oikeuskäytännön ja oikeuskirjallisuuden perusteella muodostettuja vakiintuneita periaatteita arvon määrittämiseksi, joiden mukaan se muodostetaan lähtökohtaisesti luotettavan markkinahinnan perusteella ottaen huomioon kuitenkin myös osakkeen tuotto- ja substanssiarvon mahdolliset vaikutukset.<sup>125</sup> Näin ollen käypä hinta ei siis käsitteenä lähtökohtaisesti muodostu osapuolten välillä ainoastaan sopimalla, vaan osapuolten välillä sovitun hinnan täytyy käytännössä vastata lain sanamuodon mukaisesti yleisesti hyväksytyjä menetelmiä käyttäen saatua hintaa.

---

<sup>123</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 18.

<sup>124</sup> HE 109/2005, s. 55.

<sup>125</sup> HE 109/2005, s. 173.

## 5.2 Yhtiöoikeudellinen osakkeen arvonmääritys

### 5.2.1 Markkina-arvo osakkeen arvon määrittämisessä

Yhtiöoikeudellisissa osakkeen arvonmäärityksissä lain sanamuodon mukaan on kyse osakkeen käyvän hinnan määrittämisestä esimerkiksi lunastustilannetta varten. Kuten edellä todettiin, terminä käyvän hinnan katsotaan käytännössä vastaavan käyvän arvon käsitettä lain esitöiden perusteella. Käyvän arvon taas voidaan käsitteenä katsoa ensinnäkin tarkoittavan yhtiön osakkeen vaihtoarvoa eli arvoa, joka käytännössä tarkoittaa hintaa, joka kyseisen yhtiön osakkeista mahdollisesti maksettaisiin, mikäli osakkeilla käydään kauppaa vapailla markkinoilla.<sup>126</sup> Toisaalta käyvällä arvolla voidaan tarkoittaa omistajanarvoa, eli sitä minkä arvoisena yhtiötä voidaan pitää tietyn omistajan näkökulmasta. Vaihtoarvoa voidaan kuitenkin pitää tarkempänä ja objektiivisempänä tapana käyvän arvon määrittämiseen, koska siinä on kyse ideaalitulanteesta riippumattomien osapuolten välillä tapahtuvasta kaupasta ja määrittelystä kauppahinnasta. Tämä tarkoittaa sitä, että arvoa ei määritetä riippuen subjektiivisista tekijöistä, kuten siitä minkä arvon tietty omistaja luo yhtiölle ollessaan yhtiön toiminnassa mukana, vaan tällöin arvon pohjana voidaan katsoa olevan yhtiön todellinen arvo riippumatta siitä, mikä taho yhtiön omistaa. Näin ollen puhtaasti osakeyhtiölain mukaisiin lunastustilanteissa käytettäviin arvokäsitteisiin sekä käyvän arvon perimmäiseen tarkoitukseen perustuen lienee perusteltua sanoa, että myös yhtiöoikeudellisissa arvonmäärityksissä voidaan osakkeen markkina-arvoa pitää ensisijaisena keinona käyvän arvon määrittämiselle samoin kuin vero-oikeudellisessa käyvän arvon määrittämisessä noudatettaessa Verohallinnon ohjetta varojen arvostamisesta perintö- ja lahjaverotuksessa.

Osakkeiden markkina-arvoa määritettäessä tulee kuitenkin kiinnittää huomiota myös siihen, mitä tarkoitetaan markkinoilla, joihin osakkeen käyvän hinnan määrittäminen yhtiöoikeudellisessa arvonmäärityksessä voidaan perustaa. Käytännössä hinnan muodostamisella markkinoiden perusteella tarkoitetaan yrityksestä tai sen osakkeesta markkinoilla myytäessä saatavaa hintaa tai ostettaessa maksettavaa hintaa, jolloin markkinahinnaksi muodostuu kysyntään ja tarjontaan pohjautuva toisistaan riippumattomien kaupankäynnin osapuolten käyväksi katsoma hinta. Markkinoita tulee kuitenkin myös arvioida kriittisesti. Pörssinoteerautuisissa yhtiöissä käypä hinta markkina-arvon perusteella käytännössä muodostuu osakkeen

---

<sup>126</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 4.

kurssista.<sup>127</sup> Tämän voidaan sinänsä katsoa näyttävän ulospäin yksinkertaiselta tavalta markkina-arvon määrittämiseksi, koska ovathan pörssikurssit helposti ja nopeasti saatavilla. Tällöin markkina-arvon määrittäminen ei vaatine sen suurempia selvityksiä esimerkiksi aiemmista yrityskaupoista tai osakkeiden lukumäärästä, joilla kauppaa on käyty, toisin kuin noteeraamattomien yhtiöiden osakkeita arvostettaessa.

Markkina-arvoa määritettäessä tulee kuitenkin kiinnittää huomiota niiden markkinoiden tehokkuuteen, joilla kaupat on osapuolten välillä tehty tai joihin pörssikurssi perustuu, koska markkinoiden tehokkuus heijastaa käytännössä niiden luotettavuutta, jolla puolestaan on merkitystä siihen, voidaanko kauppoihin perustuvaa markkinoilla määräytynyttä hintaa pitää luotettavana. Markkinoiden tehokkuudella tarkoitetaan markkinoilla määräytyneiden hintojen suhdetta hintaan vaikuttavaan informaatioon.<sup>128</sup> Markkinoiden tehokkuutta voidaan arvioida esimerkiksi sen perusteella, onko niiden tehokkuus heikkoa, puolivahvaa tai vahvaa. Heikolla tehokkuudella tarkoitetaan hinnan heijastumista ainoastaan niin sanottuun vanhaan informaatioon, joka on ollut aiempien hinnanmuutosten perustana, puolivahvoilla markkinoilla tarkoitetaan sellaisia markkinoita, jotka reagoivat välittömästi julkistettuun tietoon ja vahvoilla markkinoilla tarkoitetaan sellaisia markkinoita, jotka reagoivat välittömästi kaikkien informaatioon, jolla on merkitystä hinnanmuodostumisessa. Tästä seuraa, että sijoittajaryhmät eivät voi vaikuttaa markkinoiden perustella muodostuvaan hintaan. Tehokkuus kuitenkin voi myös vaihdella esimerkiksi ajoittain ja käytännössä markkinat ovat tehokkaimmillaan yleensä silloin kuin osakkeiden vaihtomäärät ovat suuria. Tehokkuutta ei näin ollen voida tarkastella tiukan kategorisesti aina vain määrittäen tietyt markkinat tietyn tehokkuusluokan alle, vaan markkinoiden tehokkuus tulee arvioida tapauskohtaisesti ajan ja yhtiön perusteella, jonka osakkeista on kyse. Selvää kuitenkin esimerkiksi Leppiniemen mukaan on, että sellaisilla markkinoilla, joiden ei voida katsoa täyttävän heikon tehokkuudenkaan ehtoja, pörssikurssien perusteella ei voida päätellä osakkeen käypää hintaa, koska kurssi ei perustu yrityksestä julkaistuun tietoon, jolloin kurssin perusteella määritetyn hinnan ei voida katsoa välttämättä olevan yhtiön osakkeen todellinen hinta, vaikka hinta onkin muodostunut markkinoiden perusteella.<sup>129</sup>

---

<sup>127</sup> Leppiniemi 1999, s. 18.

<sup>128</sup> Leppiniemi 1999, s. 19.

<sup>129</sup> Leppiniemi 1999, s. 19-20.

Markkinoiden tehokkuuteen liittyvän arvioinnin voidaan perustellusti katsoa olevan vielä suurempi haaste julkisesti noteeraamattomia yhtiöitä arvostettaessa, jos osakkeen hinta perustetaan markkina-arvoon. Noteeraamattomien yhtiöiden osakkeiden markkina-arvoa määriteltäessä aiemmin tehtyjen kauppojen perusteella tehokkuuden arvioinnissa lienee perusteltua todeta, että markkinat eivät käytännössä täytä vahvan tai edes puolivahvan tehokkuuden määritelmää. Tämä johtuu siitä, että kyseisistä yhtiöistä on huomattavasti niukemmin arvoon vaikuttavaa julkistettua informaatiota tarjolla ja toisekseen yrityskauppojen määrä on niin vähäistä, että vaihdon ei voida sanoa olevan suurta, kuten monilla pörssinoteeratuilla osakkeilla. Savolainen on myös todennut, että pienyrityksissä markkinaperusteisia menetelmiä ei useinkaan voida käyttää, koska yritys ei useimmiten aiemmin ole ollut sellaisen kaupankäynnin kohteena, jossa sille olisi muodostunut markkinahinta. Myöskään sopivia vertailuyrityksiä ei helposti ole löydettävissä, joten vertailumenetelmiäkään ei voida käyttää. Näin ollen pienyrityksissä arvonmääritysmenetelmän valinta tarkoittaakin usein valintaa tuottoarvon ja substanssiarvon välillä.<sup>130</sup> Näin ollen noteeraamattomien yhtiöiden arvostamisen kannalta voidaan katsoa olevan perusteltua todeta, että mielekkäämpää on markkinoiden tehokkuuden sijaan kiinnittää fokus yrityskauppoissa kaupan osapuolten arviointiin sekä siihen mistä näkökulmasta osapuolet arvioivat yhtiön arvoa kauppahintaa määritellessään.

Osakkeiden käyvän arvon määrittäminen markkina-arvon perusteella voi perustaa joko osakkeilla tehtyihin aiempiin kauppoihin tai vertailumenetelmiä käyttämällä. Markkinahinnan käyttämisen ensisijaisuutta yhtiön ja sen osakkeiden käyvän arvon määrittämisessä voidaan perustella ensinnäkin sillä, että se kuvastaa kaikkien markkinaosapuolten käsitystä osakkeiden käyvästä arvosta.<sup>131</sup> Se ei näin ollen perustu ainoastaan yhden osakkeenomistajan, kuten yhtiön omistajan arvokäsitykseen. Julkisesti noteeratuissa pörssiyhtiöissä osakkeen käyvän arvon yhtiöoikeudellinen arvonmääritys ei aiheuttane suurempia ongelmia, koska markkinahintana voidaan pitää pääsääntöisesti esimerkiksi lunastustilanteissa pörssikurssia sillä hetkellä, kun lunastusvaatimus on esitetty, ottaen kuitenkin huomioon arvioinnin markkinoiden tehokkuudesta. Myös julkisesti noteeraamattomilla yhtiöillä pääsääntönä voidaan pitää samaa kuin noteeratuilla yhtiöillä, eli käypä arvo voidaan perustaa yhtiön osakkeilla aiemmin tehtyihin kauppoihin. Lisäksi oikeuskirjallisuudessa on otettu kantaa, että aiempia kauppvoja noteeraamattomien yhtiöiden osakkeilla tulisi olla useampia, että käypä

---

<sup>130</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 13.

<sup>131</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 725.

arvo ei muutu kauppojen vähäisen määrän takia sattumanvaraiseksi eikä arvoa tulisi perustaa yksittäisen osakkeenomistajan sijoituspäätöksiin.<sup>132</sup> Toisaalta muualla oikeuskirjallisuudessa ja varhaisemmassa oikeuskäytännössä on otettu linjaukseksi, että noteeraamattomien yhtiöiden osakkeiden käypä arvo markkina-arvon perusteella voitaisiin tietyissä tilanteissa perustaa yksittäisen henkilön tekemiin kaappoihin mikäli osakkeiden lukumäärä luovutustilanteessa on ollut riittävän suuri.<sup>133</sup> Olennaisinta kuitenkin markkina-arvon käyttämisessä osakkeen käyvän arvon määrittämisessä on lain esitöiden mukaan, että sen voidaan katsoa muodostuneen luotettavasti.<sup>134</sup>

Lain esitöiden ja korkeimman oikeuden ratkaisun sekä oikeuskirjallisuuden perusteella asiaa tarkasteltaessa voidaan siis päätyä siihen lopputulokseen markkinahinnan käyttämisestä käyvän arvon määrittämiseen, että se on ensisijainen keino arvon määrittämiseen ottaen huomioon, että markkinahinta on luotettava ja luotettavaksi markkinahinnaksi voidaan mahdollisesti edellä mainituin perustein katsoa sellainen hinta, joka on muodostunut sellaisten kauppojen perusteella, joiden kohteena on ollut riittävä määrä arvostettavan yhtiön osakkeita. Lisäksi kauppahinnan on perustuttava osakkeiden vaihtoarvoon ja kaupan osapuolten on oltava asiantuntevia, eikä heidän kesken saa muodostua intressipiiriä, jolloin muodostunutta vaihtohintaa voidaan pitää aitona ja näin ollen myös luotettavana.<sup>135</sup>

Markkina-arvon määrittäminen vertailumenetelmien avulla tarkoittaa käytännössä markkinaperusteisten arvonmäärittämenetelmien käyttämistä osakkeen arvon määrittämiseksi. Näitä menetelmiä ovat vertailuyhtiöihin ja toteutuneiden yrityskauppojen kauppahintoihin perustuvat menetelmät. Erityisesti julkisesti noteeraamattomiin yhtiöihin vertailumenetelmien soveltaminen voi olla luontevampaa perustaa yrityskauppojen kauppahintoihin, koska kuten aiemmin liiketaloustieteellisen osakkeen käyvän arvon määrittämisen yhteydessä todettiin, on vertailukelpoisten yhtiöiden löytäminen noteeraamattomien yhtiöiden ollessa kyseessä kohtalaisen haastavaa, ellei mahdotonta ja toisekseen yhtiöille ei ole pörssinoteerattujen yhtiöiden tapaan tiedossa osakekurssia. Yrityskauppoihin liittyvää tietoa voi toisaalta olla haasteellista saada noteeraamattomista yhtiöistä, mutta yrityskauppatietojen etuna voidaan katsoa olevan niiden koskeminen yleensä koko yrityksen arvoa ja kauppahinnat eivät

---

<sup>132</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 726.

<sup>133</sup> KKO:1993:31 ja Pönkä 2015, s. 258-259.

<sup>134</sup> HE 109/2005, s. 173.

<sup>135</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 26.



vaihtu päivittäin, kuten osakekurssit. Kauppahintoihin perustuvat menetelmät toimivat siten, että toteutunut kauppahinta jaetaan tilinpäätösmuuttujalla, kuten käyttökatteella. Tällöin toteutuneen kauppahinnan voidaan katsoa jossain määrin rinnastuvan liiketoiminnan arvoon, koska on perusteltua ajatella, että toteutetun yrityskaupan kauppahinta kuvastaa kyseisen yhtiön vaihtoarvoa. Arvostuskertoimet muodostuvat käytännössä yhtiön liiketoiminnan arvon tai oman pääoman arvon jakamisella tilinpäätösmuuttujilla, joita ovat muun muassa käyttökatte ja liikevoitto. Arvostuskertoimia tai toiselta nimeltään tunnuslukuja puolestaan ovat esimerkiksi EV/EBITDA ja P/E -luvut.<sup>136</sup> Yhtiön arvon määrittämistä tunnuslukuihin perustuen on käyty tarkemmin läpi edellä liiketaloustieteellisen osakkeen käyvän arvon määrittämisen yhteydessä. Samassa yhteydessä on käsitelty arvostuskertoimien käyttämisestä noteeraamattomiin yhtiöihin ilmeneviä ongelmia sekä erilaisia arvostuskertoimia on käsitteellisesti yksityiskohtaisemmin avattu.

### **5.2.2 Tuottoarvo osakkeen arvon määrittämisessä**

Oikeudellisessa arvonnäilyksessä tuottoarvon perusteella tapahtuva yhtiön käyvän hinnan määrittäminen perustuu pitkälti samoihin periaatteisiin kuin edellä on käyty läpi liiketaloustieteellisestä yhtiön käyvän arvon määrittämisestä osinkoperusteisen, kassavirtaperusteisin ja lisäarvomallin mukaisten arvonnäilyksmallein. Tuottoarvon perusteella tapahtuva arvonnäilyks tapahtuu myös siis oikeudellisen arvonnäilyksessä arvostamalla tulevaisuudessa saatavat rahavirrat niiden nykyarvoon. Kyse on siis jossain määrin ennusteisiin perustuvasta arvonnäilyks määrittämisestä, mikäli osakkeen käypä hinta oikeudellisessa arvonnäilyks määrittämisessä perustetaan ainoastaan tuottoarvoon.

Oikeudellisessa arvonnäilyks määrittämisessä ainoastaan tuottoarvoon perustuvan arvonnäilyks on voitu nähdä olevan jossain määrin ongelmallinen ja näin ollen sitä ei ole aina pidetty luotettavana, koska se perustuu ennusteisiin ja toisekseen tuottoarvon perusteella muodostunut käypä hinta osakkeelle on voinut vaihdella sen perusteella minkä rahavirtojen nykyarvoon laskemista, eli diskonttaamista, käytetään laskennassa. Tätä tukevat myös eräät välitystuomiot, joissa on ollut kyse oikeudellisen käyvän hinnan määrittämisestä. Kyseisissä välitystuomioissa Helsingin Lääkärikeskus Oy 31.12.2008 ja Oy Husön Ratsastuskeskus Ab 7.2.2011 katsottiin tuottoarvoon perustuvan käyvän hinnan määrittämisessä olevan epäluotettava, koska erilaisilla laskentatavoilla päädyttiin olennaisiin eroihin osakkeiden käyvässä

---

<sup>136</sup> Kallunki – Niemelä 2012, s. 190-191 ja Savolainen 2014 osa II, s. 26-27.

hinnassa ja näin ollen minkään tuottoarvoon perustuvan laskentatavan ei voitu perustellusti katsoa olevan luotettavampi kuin jonkin toisen vaihtoehdon.<sup>137</sup>

Kuitenkin esimerkiksi Savolainen katsoo, että tuottoarvolaskentaan liittyvien käyvän hinnan epävarmuustekijöiden ei tulisi vaikuttaa niin voimakkaasti oikeudelliseen käypään hintaan. Sen sijaan tuottoarvon tulisi olla vähintäänkin käyvän hinnan määrittämisessä prosessissa mukana ainakin tukemassa arvon määrittämisessä saatua ratkaisua. Tuottoarvon käyttäminen kuitenkin vaatii myös oikeudellisessa käyvän hinnan määrittämisessä perusteellista tietämystä liiketaloustieteellisestä perustasta arvon määrittämiselle. Tämä on sen takia, että tuottoarvoon perustuva käypä hinta voitaisiin riittävän vahvasti perustella ristiriitatilanteissa, jotka mahdollisesti joudutaan ratkaisemaan viimekädessä välitystuomiolla. Tällöin tuottoarvon perusteella käyvän hinnan muodostaneen tulisi voidakseen tehdä ratkaisun ymmärtää ensinnäkin liiketaloustieteellisten arvonmääritysmallien sisältö, ja lisäksi kyettävä perustelemaan tuottoarvon laskennassa käytettyjen korkokannat sekä niihin vaikuttavat tekijät kuten liiketoiminnan riskit.<sup>138</sup> Myös Leppiniemi on todennut, että tulo-odotusten ja rahavirtojen nykyarvon laskeminen on jossain määrin ongelmallista, koska laskenta vaatii runsaasti selvitystä ja erinäistä arviointia. Tämän lisäksi yhtiön tuottoarvo on subjektiivinen, joka johtuu siitä, että tuottoarvoon käytännössä vaikuttaa kuka toimii yhtiön omistajana, miten sitä johdetaan ja lisäksi tuottovaatimus voi vaihdella riippuen siitä kenen näkökulmasta laskentaa tehdään. Tällä on merkitystä tuottoarvon määrittämisessä, kun lasketaan tulevien rahavirtojen nykyarvoa.<sup>139</sup>

### **5.2.3 Substanssiarvo osakkeen arvon määrittämisessä**

Yhtiön substanssiarvolla tarkoitetaan käytännössä varojen ja velkojen erotusta, toisin sanoen yhtiön nettovarallisuutta. Substanssiarvon laskemiseksi tulee yhtiön varat arvostaa niiden todennäköiseen arvoon. Varojen arvostaminen niiden todennäköiseen arvoon, eli luovutus-hintaan, tulee tehdä jokaisen taseessa olevan hyödyke-erän osalta erikseen.<sup>140</sup>

---

<sup>137</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 33.

<sup>138</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 33.

<sup>139</sup> Leppiniemi 1999, s. 27-37.

<sup>140</sup> Leppiniemi 1999, s. 52.

Aineettomien hyödykkeiden arvostukseen vaikuttaa ensinnäkin se, että kyseinen hyödyke-erä sisältää usein sellaisia eriä, joilla ei käytännössä luovutustilanteissa ole taloudellista arvoa vastaanottajalle, vaan ainoastaan sille yritykselle, joka ne on merkinnyt taseeseensa. Tällaisia aineettomia hyödykkeitä ovat esimerkiksi perustamismenot ja pitkävaikutteiset menot. Sen sijaan sellaiset aineettomat hyödykkeet, kuten patentit tai tekijänoikeudet tulee arvostaa niiden todennäköiseen luovutushintaan substanssiarvolaskelmassa, koska niillä voi olla edelleen arvoa myös vastaanottavalle osapuolelle. Aineellisiin hyödykkeisiin kuuluvat esimerkiksi maa-alueet ja rakennelmat. Tästä hyödyke-erästä on huomioitava, että esimerkiksi vuosien mittaan tehdyillä poistoilla voi olla suuri merkitys arvoon, joka kyseisille hyödykkeille on merkitty yhtiön taseeseen, joten kyseisistä eristä substanssiarvon määrittäminen vaatiikin usein esimerkiksi ulkopuolisen arviota todennäköisen luovutushinnan selvittämiseksi. Sijoituksiin kuuluvat esimerkiksi käyttöomaisuusosakkeet tai osakassaamiset, jotka tulee arvostaa myös todennäköiseen luovutushintaan ottaen huomioon mahdolliset arvoa alentavat tekijät, kuten osakassaamisten perintävaikeudet. Yhtiön vaihto-omaisuus on arvostettava todennäköiseen luovutushintaan siten, että siinä huomioidaan esimerkiksi keskenraiset hyödykkeet siltä osin kuin niillä ei ole arvoa yrityksestä erilleen irrotettuina. Rahoitusarvopaperien substanssiarvona pidetään joko niiden alkuperäistä hankintahintaa tai mahdollista alentunutta luovutushintaa, mutta mahdollista arvonnousua ei huomioida, joten substanssiarvoksi muodostuu näin ollen vähintään kyseisten rahoitusarvopapereiden kirjanpitoarvo. Rahat ja pankkisaamiset ovat pääsääntöisesti arvostettavissa tasearvoonsa, koska ne ovat likvidejä heti käytettävissä olevia varoja. Mahdolliset kertyneet taseeseen merkityt tilinpäätössiirrot, kuten poistoerot tai vapaaehtoiset varaukset huomioidaan laskennallisina verovelkoina nimellisarvonsa määräisinä, ellei voida todeta niiden olevan todellisuudessa epärealistisia esimerkiksi yhtiöllä olemassa olevien muiden tuloksenjärjestelykeinojen takia. Vieras pääoma arvostetaan lähtökohtaisesti nimellisarvonsa suuruisena.<sup>141</sup>

Substanssiarvoa voidaan katsoa pidettävän eräällä tapaa arvonmäärittämisessä yhtiön vähimmäisarvona, koska substanssiarvon myötä saadaan muodostettua vähimmäishinta, jolla yhtiöstä mahdollisesti on kannattavaa luopua. Toisin sanoen käyvän arvon tulisi olla vähintäänkin sen verran kuin yhtiön varojen ja velkojen määräksi muodostuu. Tämä luonnollisesti johtaa myös siihen, että substanssiarvoa käytetään oikeudellisessa arvonmäärittämisessä sil-

---

<sup>141</sup> Leppiniemi 1999, s. 52-59.

loin, kun sen myötä muodostuva käypä arvo yhtiölle on suurempi kuin tuottoarvomenetelmän perusteella saatava arvo.<sup>142</sup> Kyseinen toimintatapa on vakiintunut oikeudellisessa arvonmäärityksessä myös esimerkiksi Verohallinnon ohjeistuksen kautta, jonka mukaan substanssiarvon ollessa suurempi kuin tuottoarvo, käypä arvo on tällöin yhtiön substanssiarvon määrä ottaen kuitenkin huomioon mahdolliset siihen vaikuttavat arvostettavaan yhtiöön liittyvät tekijät.<sup>143</sup>

Substanssiarvon käyttäminen oikeudellisessa arvonmäärityksessä ei kuitenkaan ole missään nimessä ongelmaton, vaikka kyseisen käsitteen määritelmä yhtiön varojen ja velkojen erotuksena voi mahdollisesti joissain tilanteissa kuulostaa yksinkertaiselta. Ensimmäinen ongelma substanssiarvoa määritettäessä muodostuu omaisuuden arvostamisessa sen laajuusongelmana. Arvostuksen kohteena olevassa yhtiössä voi olla sellaista omaisuutta, joka ei kuulu varsinaiseen yritystoimintaan lainkaan, josta seuraa, että arvostusta tekevän tahon, erityisesti yhtiön ulkopuolisen sellaisen, voi olla erittäin haastavaa erotella omaisuuseristä sellainen omaisuus, joka ei kuulu yhtiön toimintaan. Toisaalta sama laajuusongelma kohdistuu myös yhtiön velkoihin, koska sellaiset velat, jotka eivät kohdistu varsinaiseen yritystoimintaan eivät tule huomioiduksi substanssiarvolaskelmassa substanssiarvoa pienentävänä tekijänä. Toinen substanssiarvon käyttämiseen liittyvä ongelma on varojen arvostamiseen liittyvä. Varat voidaan arvostaa esimerkiksi nimittäin niiden kirjanpitoarvoihin, jälleenhankinta-arvoihin tai niiden likvidaatioarvoon. Omaisuudelle muodostuva substanssiarvo luonnollisesti vaihtelee riippuen käytettävästä arvostustavasta.<sup>144</sup>

Substanssiarvon määrittämisessä seuraavaksi ongelmaksi oikeudellisessa arvon määrityksessä muodostuu sen perusteena käytettävä arvokäsite. Oikeudellisessa arvonmäärityksessä tämä on, kuten edellä on jo todettu, lain sanamuotoon perustuva käypä arvo, joka pohjautuu vaihtoarvoon eli siihen arvoon, joka omaisuudella olisi sillä kauppaa käytäessä tietyt kriteerit täyttävien osapuolten välillä. Arvostustilanteesta seuraten tulee siis aina huomioida käytettävä arvokäsite, joka käytännössä määräytyy sen tilanteen perusteella, jota varten arvostusta suoritetaan.<sup>145</sup>

---

<sup>142</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 51.

<sup>143</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>144</sup> Pönkä 2015, s. 262-263.

<sup>145</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 50.

Eräänlainen ongelma substanssiarvon määrittämisessä silloin, kun yhtiön käypä arvo perustetaan siihen, on myös niin sanotun yhtiön goodwill-arvon huomioimatta jättäminen. Goodwill-arvolla tarkoitetaan toisin sanoen yhtiön liikearvoa, joka ei suoranaisesti ilmene kaikissa tilanteissa yhtiön taseen perusteella.<sup>146</sup> Liikearvoon sisältyy esimerkiksi sellaisia tekijöitä kuin yhtiön nimi ja siihen perustuva maine, vakiintunut asiakaskunta, sijainti ja liikepaikka sekä yhtiöön kuuluva työvoima, joka toimii merkittävässä osassa erityisesti niissä tilanteissa, kun kyseessä on toimintaansa jatkava yhtiö. Noteeraamattomissa yhtiöissä liikearvo voi myös jakautua yhtiöön liittyvään liikearvoon, joita ovat juurikin edellä mainitut osatekijät liikearvosta tai sitten yrittäjään liittyvään liikearvoon, joita ovat esimerkiksi ammatillinen maine ja menestys verrattuna muihin samalla alalla toimiviin henkilöihin.<sup>147</sup>

Edelleen substanssiarvon kannalta ja erityisesti oikeudellisessa arvonmäärittämisessä voidaan katsoa haasteeksi se, että perimmäisenä ajatuksena on usein yhtiön varojen arvostaminen niiden substanssiarvoon ajatellen yhtiön omaisuudesta saatavaa myyntihintaa, mikäli yhtiön toiminta lopetettaisiin. Tätä kutsutaan yhtiön likvidaatioarvoksi. Kuitenkin tilanteissa, joissa oikeudellinen yhtiön käyvän arvon määrittäminen on tarpeen, kysymykseen tulee todennäköisesti, että yhtiön toimintaa jatketaan vielä senkin jälkeen, kun arvonmäärittäystä vaatineet toimenpiteet, kuten osakkeiden lunastus on suoritettu. Tällöin laskettavan substanssiarvon määrä saattaa vaihdella suurestikin ottaen huomioon, että yhtiöiden taseessa saattaa olla sellaisia eriä esimerkiksi raaka-aineita tai koneita, jotka eivät erikseen myytävänä ole arvoltaan kuin murto-osa siitä, mitä ne tulevat olemaan sen jälkeen, kun yhtiö on jalostanut tuotteita tai käyttänyt niitä yritystoiminnassaan.<sup>148</sup> Substanssiarvoa ei siis tule yksioikoisesti soveltaa vain sillä ajatuksella, että yhtiön osakkeen arvo muodostuu yhtiössä olevista varoista, kun yhtiö lopetetaan, vaan arvioitava on yhtiön tilannetta kokonaisuutena ottaen huomioon yhtiön tulevaisuuden näkymät sekä yhtiön omaisuuden arvostamiseen liittyvät haasteet ja muuttujat.<sup>149</sup>

---

<sup>146</sup> Kirjanpitolain (1336/1997) 5 luvun 9 §:n mukaisesti liikearvon hankintameno voidaan aktivoida taseeseen ja se on poistettava suunnitelman mukaisin poistoin enintään kymmenessä vuodessa. Näin ollen liikearvon ilmeneminen taseesta voi tulla kyseeseen esimerkiksi yrityskauppatilanteissa.

<sup>147</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 10-13.

<sup>148</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 52-54.

<sup>149</sup> HE 109/2005, s. 173.

## 5.3 Vero-oikeudellinen osakkeen arvonmääritys

### 5.3.1 Lähtökohtia

Vero-oikeudessa osakkeen käyvän arvon määrittämistä tarvitaan käytännössä useissa erilaisissa tilanteissa, joista arvon määrittäminen erilaisista kannustinjärjestelmistä verotettavaksi muodostuvan edun määräksi on vain yksi. Vero-oikeuden osa-alueella käyvän arvon määrittäminen osakkeille voi ensinnäkin tulla kyseeseen tuloverolain 66 §:n mukaisten työsuhteeseen perustuvissa kannustinjärjestelmissä. Niissä käyvän arvon määrittämisen ongelmallisuutta on jo edellä käsitelty. Vero-oikeuden osa-alueella käyvän arvon käsitettä käsitellään myös varojen arvostamisesta verotuksessa annetun lain (22.12.2005/1142) 18 §:ssä. Kyseisen lainkohdan mukaan käyvällä arvolla verotuksessa tarkoitetaan omaisuuden todennäköistä luovutushintaa. Myöskään varojen arvostamisesta verotuksessa annetun lain esitöissä ei ole avattu käyvän arvon määrittystapaa oikeastaan lainkaan lainkohtaa tarkemmin, vaan esitöiden mukaan käyvällä arvolla tarkoitetaan omaisuuden todennäköistä luovutushintaa avoimilla markkinoilla riippumattomien osapuolten välillä.<sup>150</sup> Kolmas tilanne, jossa käyvän arvon määrittäminen osakkeille tulee vero-oikeudellisissa tilanteissa kysymykseen, on perintö- ja lahjaverolain (12.7.1940/378) 9 §:n 1 momentin mukaan perintöveron perustetta määritettäessä. Kyseisen lainkohdan mukaan perintöveron perusteeksi asetetaan se arvo, joka omaisuudella oli verovelvollisuuden alkaessa ja käyvällä arvolla tarkoitetaan omaisuuden todennäköistä luovutushintaa. Kyseinen lainkohta perustuu samoihin esitöihin kuin varojen arvostamisesta verotuksessa annetun lain 18 §. Näin ollen lain esitöistä ei tässäkään yhteydessä saada sen parempaa selvennystä käyvän arvon määrittämiselle kuin käsitteen lyhyehkö määritelmä. Edellä mainittujen tilanteiden lisäksi osakkeiden käypää arvoa voidaan kuitenkin vero-oikeudessa tarvita myös tilanteissa, joissa yhtiö lunastaa osakkaalta omia osakkeitaan, peiteltyyn osingon verottamisen tilanteissa sekä yhtiön purkautumisesta veron perustetta osakkaalle määritettäessä.<sup>151</sup>

Vero-oikeudellisessa arvonmäärityksessä on kuitenkin joitain eroavaisuuksia edellä käsiteltyihin liiketaloustieteelliseen ja yhtiöoikeudelliseen osakkeen arvonmääritystilanteisiin. Ensinnäkin vero-oikeudellisen ja yhtiöoikeudellisessa osakkeen käyvän arvon määrittämisessä olennaisin ero perustuu lainsäädäntöön, johon arvokäsite pohjautuu. Vero-oikeudellisessa lainsäädännössä arvokäsitteenä toimii käypä arvo ja yhtiöoikeudellisissa tilanteissa käypä

---

<sup>150</sup> HE 144/2005, s.24.

<sup>151</sup> Saarnilehto 2002, s. 83.

hinta, mutta kuten edellä on jo käsitelty kyseisiä käsitteitä, voidaan perustellusti todeta, että niillä käytännössä tarkoitetaan lähestulkoon samaa asiaa, vaikkakin käytetty termi sanamuodoltaan hieman eroaa. Normeissa erona kuitenkin on se, että yhtiöoikeudellisissa tilanteissa, kuten juuri lunastustilanteissa, normit ovat dispositiivisia eli osakkeen arvo on näin ollen lähestulkoon vapaasti osapuolten keskenään päätettävissä sillä edellytyksellä, että molemmat osapuolet ovat tyytyväisiä arvonmäärityksen lopputulokseen ilman tarvetta riitauttaa ja saattaa lunastustilanteessa määritettyä hintaa esimerkiksi välimiesoikeuden ratkaistavaksi. Tämä luonnollisesti voi myös johtaa siihen, että lunastustilanteessa käytettävä lunastushinta ei todellisuudessa vastaa osakeyhtiölaissa käytettyä termiä käypä hinta, vaan kyseessä on jokin toinen arvokäsite, jonka osapuolet ovat keskenään sopineet. Vero-oikeudellisissa tilanteissa sen sijaan, oli sitten kyse tuloverotuksesta tai perintö- ja lahjaverotuksesta, normit käypää arvoa koskien ovat sellaisia, että osapuolet eivät voi vapaasti keskenään sopia osakkeille käytettävää arvoa, vaan sen tulee todellisuudessa vastata verolainsäädännön mukaista todellista ja lopullista käypää arvoa.<sup>152</sup>

Savolaisen mukaan säännösten dispositiivisuudesta yhtiöoikeudellisissa tilanteissa voi myös seurata se, että yhtiöoikeudellisille ratkaisuille koskien osakkeiden käypää hintaa, jotka on tehty tuomioistuimessa tai välimiesoikeudessa, ei voida ainakaan kaikissa tilanteissa antaa merkitystä vero-oikeudellista käypää arvoa määrittäessä, koska käypään hintaan vaikuttavat seikat rajoittuvat käytännössä osapuolten esittämiin vaatimuksiin. Tästä seuraa, että käypää arvoa ei viran puolesta sen laajemmin selvitetä kuin osapuolet ovat esittäneet.<sup>153</sup> Tämä käy myös ilmi korkeimman oikeuden ratkaisusta 2008:74, jossa ositusta varten arvostettiin asianosaisen henkilön omistuksessa olleen osakeyhtiön osakkeet osituksen toimittamista varten. Kyseisessä ratkaisussa toinen asianosaisista esitti osakkeiden arvostamista niiden nimellisarvoon vedoten lunastuslausekkeeseen kyseisiä osakkeita koskien ja toinen vaati osakkeiden arvostamista niiden substanssiarvoon.<sup>154</sup> Korkein oikeus ei tapauksessa ottanut vaihtoehtona huomioon osakkeiden arvostamista esimerkiksi tuottoarvon perusteella, koska kumpikaan asianosaisista ei ollut sitä vaatinut, vaikka se olisi voinut periaatteessa olla mahdollista, että tuottoarvon määrittämisen avulla osakkeille olisi saatu mahdollisesti paremmin todellisuutta vastaava arvo kuin substanssiarvoa käyttämällä, koska kyseessä oli kuitenkin

---

<sup>152</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 23.

<sup>153</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 23.

<sup>154</sup> KKO 2008:74 ja Savolainen 2014 osa I, s. 23.

yhtiö, jonka toiminnan oli ratkaisun sisällöstä päätellen tarkoitus vielä jatkua tulevaisuudessakin. Tämän myötä lienee perusteltua todeta, että dispositiivissa asioissa oikeuskäytännön perusteella ei ainakaan kaikissa tilanteissa voida saada absoluuttisen oikeaa tapaa osakkeen käyvän arvon määrittämiseen verotusta ajatellen, koska merkitystä on osapuolten vaatimuksilla asiassa. Vero-oikeudellisissa käyvän arvon määrittämistä koskevista tapauksista tilanne taas on se, että asiaa käsiteltäessä hallintotuomioistuimessa tuomioistuin on sidottu hallintolain (6.6.2003/434) 31 §:n mukaiseen selvittämisvelvollisuuteen, jonka mukaan viranomaisen on huolehdittava asian riittävästä ja asianmukaisesta selvittämisestä hankkimalla asian ratkaisemiseksi tarpeelliset tiedot ja selvitykset. Käypää arvoa koskevien ratkaisujen tulee siis perustua luotettavaan, riittävään ja objektiiviseen informaatioon.<sup>155</sup> Vero-oikeudellisissa tilanteissa ongelmaksi tosin voidaan todeta se, ettei osakkeen arvostamista käypään arvoon ole juurikaan hallintotuomioistuimissa ratkaistu sovellettavan arvonmääritysmenetelmän kannalta, muutoin kuin toteamalla ratkaisujen yhteydessä, että arvoa voidaan pitää käypänä.<sup>156</sup>

Liiketaloustieteellisen ja vero-oikeudellisen arvon määrittämisen välillä voidaan myös katsoa olevan merkittäviä eroavaisuuksia käytettävän arvokäsitteen kannalta. Liiketaloustieteellinen osakkeen arvon määrittäminen ei ensinnäkään perustu lainkaan lakiin, vaan arvostamismenetelmien pohjana toimivat käytännössä yleisesti tunnustetut liiketaloustieteelliset arvonmääritysmenettelyt. Näin ollen liiketaloustieteessä ei voida katsoa olevan aina kyseessä suoranaisesti käypä arvo, vaan kyseessä on vaihtoarvo, jota liiketaloustieteellisen osakkeen arvon määrittämisen yhteydessä voidaan käyttää esimerkiksi yrityskauppoihin. Vaihtoarvoa kuitenkin toisaalta voidaan Savolaisen mukaan pitää käyvän arvon peruspremissinä.<sup>157</sup> Tämän lisäksi merkittävänä erona liiketaloustieteellisen ja vero-oikeudellisen arvon määrittämisen välillä voidaan nähdä olevan se, että liiketaloustieteellinen arvonmääritys perustuu monessa tapauksessa arvioon tulevaisuudessa arvostamisen kohteena olevasta yhtiöstä saatavista tuotoista. Vero-oikeudellisessa arvonmäärityksessä sen sijaan käytetään pääasiassa arvon määrittämiseen Verohallinnon antamaa ohjeistusta varojen arvostamisesta perintö- ja lahjaverotuksessa muun perustellun selvityksen puuttuessa. Tämän kyseisen ohjeen mukaan yhtiötä arvostettaessa, vaaditaan ratkaisulta todennettavuutta ja ratkaisun tulee

---

<sup>155</sup> Mäenpää 2018, luku 7.

<sup>156</sup> Ks. KHO 2019:26.

<sup>157</sup> Savolainen 2014 osa I, s.23.



olla näin ollen perusteltavissa.<sup>158</sup> Ratkaisun todennettavuudella tarkoitetaan, että arvonmääritys ei saa perustua korostetusti arvioihin tulevaisuuden tuotoista ja perusteltavuudella tarkoitetaan arvon perustumista yleisesti sovellettavaan arvonmääritysmenetelmään, jonka myötä saatu arvo voidaan katsoa realistiseksi. Vero-oikeudellisen arvonmäärityksen eräänlaisiksi ongelmaksi voidaan katsoa muodostuvan perustuminen yhtiön menneisyyden tietoihin. Yhtiön aikaisempien vuosien tuottojen ei voida sellaisenaan katsoa olevan peruste sille, että tuotot tulevat myös tulevaisuudessa jatkumaan samanlaisina.<sup>159</sup>

Verolainsäädännön ollessa pääasiassa sellaista, että osapuolet eivät voi sopimusvapautensa turvin sopia käytettävästä arvokäsitteestä, muodostuu käytettäväksi arvoksi erilaisissa vero-oikeudellisissa tilanteissa käytännössä laissa määritelty arvo.<sup>160</sup> Osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä, kuten muissakin vero-oikeudellisten tilanteissa, arvokäsitteenä pidetään lain mukaan käypää arvoa. Olennaista verotuksessa käytettävän käyvän arvon määrittämiselle on ensinnäkin kyseisen käsitteen sisällön ymmärtäminen. Lain esitöiden mukaan käyvällä arvolla on käytännössä tarkoitettu omaisuuden todennäköistä luovutushintaa.<sup>161</sup> Omaisuuden todennäköinen luovutushinta voidaan kuitenkin käsitteenä nähdä erittäin häilyvänä, koska esimerkiksi osakeperusteisten kannustinjärjestelmien myötä verotettavaksi määritettävää tuloa varten ei ole läheskään kaikissa tilanteissa tehty sellaista luovutusta, josta ilmeneisi todennäköinen luovutushinta, vaan osakkeiden omistuksen siirto perustuu muuhun järjestelyyn kuin kauppaan. Tätä vaikeuttaa entisestään vielä noteeraamattomien yhtiöiden osakkeilla tehtyjen muiden osakekauppojen vähäisyys tai se, että kauppvoja ei ole tehty lainkaan. Näin ollen näissä tilanteissa todennäköinen luovutushinta ei voi perustua edes markkina-arvoon.

Penttilän mukaan käyvällä arvolla voidaan katsoa tarkoitettavan markkina-arvoa ja tätä arvoa on myös lain esitöissä käytetty ajoittain. Markkina-arvolla puolestaan tarkoitetaan lähtökohtaisesti taloustieteellisen käsitteenä täydellisen kilpailun markkinoilla muodostuvaa hintaa, johon yksittäiset osapuolet eivät pysty vaikuttamaan.<sup>162</sup> Markkina-arvo on kuitenkin käsitteenä ongelmallinen erityisesti noteeraamattomien yhtiöiden toteuttamien kannustinjärjestelmien kannalta, kuten edellä mainittiin. Käyvän arvon voidaan näin ollen perustellusti

---

<sup>158</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>159</sup> Saarnilehto 2002, s. 90.

<sup>160</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 16.

<sup>161</sup> HE 144/2005, s. 24.

<sup>162</sup> Penttilä 1991, s. 73-74.

todeta olevan jossain määrin käsitteenä tulkinnanvarainen, vaikka se onkin lain tasolla käytetty.<sup>163</sup>

Vero-oikeudellisissa tilanteissa on myös ominaista, että verotuksellisiin tilanteisiin liittyy jonkinlaista päätöksentekoa. Tämä tarkoittaa yleensä myös käytännössä sitä, että verotuksessa käyväksi arvoksi täytyy muodostua yksi luku ja näin ollen päätöksenä annettavan arvon ei tulisi olla perusteiltaan liian tulkinnanvarainen, vaan arvon tulee olla selkeästi myös ulospäin perusteltavissa. Käypä arvo toimii käytännössä tällöin eräänlaisena ohjeena arvostusmenetelmän valintaan, jolla arvo tullaan määrittämään. Näin käyvän arvon käsitettä sovellettaessa, valitun arvostusmenetelmän myötä muodostuvan arvon osakkeelle tulisi vastata mahdollisimman hyvin arvoa vapailta markkinoilla ottaen huomioon vapaiden markkinoiden hinnanmuodostusperiaatteet.<sup>164</sup> Käypä arvo käsitteenä määrittää siis toisin sanoen eräänlaiset rajat, vaikkakin jollain tapaa tulkinnanvaraiset sellaiset, päätöksentekijälle arvostuspäätöstä tehtäessä.

Kuten aiemmin on todettu, listaamattomissa yhtiöissä vero-oikeudellisen käyvän arvon määrittäminen on sinällään haastavaa, koska määrittämistavasta ei ole olemassa suoraa laissa määriteltyä tapaa ja arvostamistilanteet vaihtelevat arvostuksen kohteena olevista yhtiöistä riippuvista seikoista. Kuten hallituksen esityksessä eduskunnalle listaamattomien osakeyhtiöiden henkilöstöantien verotusta koskevaksi sääntelyksi todetaan, on velvollisuus verotuksellisissa tilanteissa lähtökohtaisesti verovelvollisella käyvän arvon selvittämiseen osakeantien perusteella saamilleen osakkeille. Tilanteessa, jossa tämän selvityksen toimittaminen ei jostain syystä verovelvolliselta onnistu, voidaan käypää arvoa osakkeille lähteä määrittämään Verohallinnon ohjeessa Varojen arvostaminen perintö- ja lahjaverotuksessa annettujen arvostamisperiaatteiden perusteella.<sup>165</sup> Lienee myös perusteltua todeta, että kyseistä Verohallinnon ohjetta voidaan käyttää myös muissa osakeperusteisiin kannustinjärjestelmiin liittyvissä vastaavissa tilanteissa muun selvityksen puuttuessa, hallituksen esityksen sanamuodosta huolimatta. Seuraavaksi on tarkoitus käydä läpi Verohallinnon kyseistä ohjetta ja sen tarjoamia arvostusperiaatteita sekä esittää joiltain osin myös kritiikkiä kyseisen ohjeen sisällöstä koskien sen sisältämiä arvonmääritysmenetelmiä.

---

<sup>163</sup> Mattila 1984, s. 80.

<sup>164</sup> Penttilä 1991, s. 81

<sup>165</sup> HE 73/2020, s. 6-7.

### 5.3.2 Vertaisluovutukset

Vero-oikeudellisissa arvonmäärittämissä tilanteissa, kuten yleisestikin arvoa määritettäessä, vertaisluovutukset ovat ensisijainen keino osakkeen käyvän arvon määrittämiseen. Koska käyvän arvon käsitteellä käytännössä tarkoitetaan luovutuksen kohteena olevan osakkeen todennäköistä luovutushintaa, voidaan katsoa aiempien toteutuneiden luovutushintojen kaikkien edellytysten täytyessä perustavan todennäköisen luovutushinnan myös arvostuksen kohteena oleville luovutettaville osakkeille. Oikeudellisen arvonmäärittämissä tilanteissa käyvän arvon perusteeksi asetettavilta vertaisluovutuksilta edellytetään käytännössä samoja asioita kuin muissakin edellä esitetyissä arvonmäärittämissä tilanteissa. Vertaisluovutuksilta edellytetään siis läheistä yhteyttä hetkeen, jolloin verovelvollisuus on syntynyt sekä vertaisluovutusten osapuolten riippumattomuutta toisistaan vapailla markkinoilla. Läheisen yhteyden edellytyksenä käytännössä tarkoitetaan sellaista luovutusta, jonka jälkeen yhtiön toiminnassa ei ole tapahtunut olennaisia muutoksia, joilla saattaisi olla vaikutusta osakkeen arvoon myöhemmissä luovutuksissa. Vertaisluovutuksilta edellytetään lisäksi muiden käypään arvoon vaikuttavien seikkojen huomioon ottamista, kuten vertaisluovutuksen kohteena olevien osakkeiden lajin huomioiminen. Mikäli yhtiöllä on useita eri osakesarjoja, joiden osakkeet oikeuttavat erilaiseen päätäntävaltaan tai osuuteen yhtiön voitonjaosta, ei kyseisillä osakkeilla tehty vertaisluovutus osoita kuin sen lajisten osakkeiden todennäköisen luovutushinnan, jotka ovat olleet luovutuksen kohteena olettaen, että muut vertaisluovutusten ehdot täyttyvät. Lisäksi arvoa ei voida perustaa vertaisluovutuksiin niissä tilanteissa, joissa yhtiön arvo on perustunut osakkaan henkilökohtaisiin ominaisuuksiin, kuten osaamiseen ellei kyseinen henkilö jää edelleen yhtiön palvelukseen.<sup>166</sup> Esimerkkinä tällaisesta yhtiöstä voidaan mainita pienet asianajotoimistot, joissa yhtiön arvo voi perustua täysin omistajana toimivaan asianajajaan.

Verohallinto määrittelee ohjeistuksessaan, että vertaisluovutuksena voidaan käyttää ainoastaan saman yhtiön osakkeista maksettuja kauppahintoja. Tämä voi muodostua ongelmaksi arvonmäärittämissä tilanteissa erityisesti listaamattomien yhtiöiden osakkeita arvostettaessa ja toisekseen ohjeen sanamuodosta seuraa myös, että ohjeen soveltaminen tältä osin johtaa yleisen arvonmäärittämissä käytännön periaatteiden rajoittamiseen, koska mahdollisten vertailukelpoisten

---

<sup>166</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

yhtiöiden osakkeiden luovutuksia ei voida ottaa lainkaan huomioon.<sup>167</sup> Julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeiden kannalta tämä ei aiheuttane suurempia ongelmia, koska käytännössä kaupankäynnin tapahtuessa pääasiassa arvopaperipörssin välityksellä on lähes aina on käytettävissä vertaisluovutushintoja, jotka täyttävät läheisen yhteyden ja luovutuksen osapuolilta vaaditut edellytykset. Lisäksi osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeiden käyvän arvon määrittäminen kyseisiä tilanteita varten on määritelty suoraan tuloverolain 66 §:n 2 momentissa, joten verotuksen perusteeksi asetettava arvo ei aiheuttane suurempia ongelmia. Sen sijaan noteeraamattomien yhtiöiden osakkeita arvostettaessa voi usein olla tilanne se, että saman yhtiön osakkeilla ei ole tehty sellaisia luovutuksia, joiden voitaisiin katsoa täyttävän vertaisluovutuksilta vaadittavat edellytykset. Tilanne voi muodostua tällaiseksi erityisesti perheyhtiöissä, joiden osakkeilla todennäköisesti ei käydä aktiivisesti kauppaa. Näin ollen noteeraamattomien yhtiöiden osakkeita arvostettaessa vero-oikeudellisissa tilanteissa voitaisiin katsoa olevan perusteltua käyttää vertaisluovutuksia osakkeen arvon määrittämiseen, kun muiden samalla toimialalla toimivien, vertailukelpoisilta yhtiöiltä vaadittavien edellytysten täyttävien yhtiöiden osakkeilla on tehty edellä mainittujen ehtojen mukaisia luovutuksia.

Lisäksi vertaisluovutusten käyttäminen voi muodostua noteeraamattomia yhtiöitä arvostettaessa ongelmalliseksi yhtiön varsinaisen arvon ja osakkeista vertaisluovutusten yhteydessä käytettyjä hintoja verratessa. Tämä johtuu siitä, että käytetty hinta voi vaihdella tapauskohtaisesti osapuolista ja heidän intresseistään riippuen, josta luonnollisesti seuraa se, että käytetyn hinnan ei kaikissa tilanteissa voida sanoa olevan absoluuttinen totuus ja käypä arvo kyseisille osakkeille.<sup>168</sup> Vertaisluovutuksia käytettäessä käyvän arvon määrittämiseen huomiota tulisi myös kiinnittää niihin osapuoliin, jotka ovat vertailun kohteeksi valikoituneita luovutuksia tehneet. Esimerkiksi uudehkojen start-up -yhtiöiden toiminnassa saattaa usein erityisesti alkuvaiheessa olla pääomasijoittajia, jotka tekevät sijoituksia yhtiöön luonnollisesti yhtiön osakkeita vastaan. Näissä tilanteissa tehtyihin sijoituksiin saattaa liittyä sellaisia ehtoja, joiden myötä luovutuksessa käytettyä hintaa ei voida sellaisenaan suoraan pitää vertailukelpoisena perustana työntekijöiden kannustinjärjestelmästä saamille osakkeille. Tällaiset ehdot voivat olla esimerkiksi pääomasijoittajille yhtiön voitonjakoon myönnettyjä etuoi-

---

<sup>167</sup> Seppänen 2020, s. 88.

<sup>168</sup> Savolainen 2014 osa I, s. 4-5.

keuksia suhteessa työntekijöiden saamiin osakkeisiin, taikka muita osakkeiden myötä saatavaan äänivaltaan liittyviä oikeuksia, joita työntekijöille kannustinjärjestelmän perusteella saatuihin osakkeisiin ei sisälly.<sup>169</sup> Näin ollen Verohallinnon ohjeistus, jonka mukaan vertaisluovutuksena voidaan käyttää ainoastaan saman yhtiön osakkeilla tehtäviä luovutuksia, johtaa helposti arvon kannalta lopputulokseen, jossa ei välttämättä ole kovinkaan kriittisesti arvioitu vertaisluovutuksen osapuolten intressejä ja niiden vaikutusta käytettyyn luovutus hintaan. Sen sijaan, jos huomioon voitaisiin ottaa myös vertailukelpoisten yhtiöiden osakkeilla tehtyjä vertaisluovutuksia, pienentäisi tämä mahdollisesti riskiä käyvän arvon virheelliseen muodostukseen luovutusten osapuolten intressien seurauksena. Verohallinnon ohjeessa todetaan kuitenkin, että arvon määrittämisessä huomioidaan osakkeiden erilaisuuden vaikutukset niiltä osin kuin ne vaikuttavat varojen jaossa saataviin osuuksiin sekä mahdolliset osakassopimuksista aiheutuvat vaikutukset. Ohjeessa on kuitenkin todettu myös, että tällaisten erityispiirteiden vaikutusten toteen näyttäminen on verovelvollisen vastuulla eikä ohjeessa oteta sen tarkemmin kantaa millä tavoin niiden vaikutus käypään arvoon veroviranomaisten puolelta huomioidaan.<sup>170</sup>

Kolmas ongelma vero-oikeudellisissa tilanteissa ja erityisesti Verohallinnon ohjeen perusteella käypää arvoa määritettäessä on, että ohje ei ota lainkaan vertaisluovutuksissa kantaa luovutusten määrään tai siihen, että tulisiko luovutuksia olla useiden eri osapuolten välillä tehtynä. Vertaisluovutusten käyttämisestä annettu ohjeistus on siltä osin jossain määrin epäselvä, koska ohjeen sanamuodon perusteella voidaan päätellä, että arvo voitaisiin perustaa vain yhteenkin luovutukseen, joka täyttää muut vertaisluovutuksen ehdot. Käyvän arvon määrittäminen ainoastaan yhden luovutuksen tai ainoastaan samojen osapuolten välillä tehtyjen luovutusten perusteella on kuitenkin omiaan johtamaan virheelliseen arvostukseen, koska tällaisessa tilanteessa luovutuksen osapuolten intressien vaikutus arvostukseen voi muodostua erittäin suureksi ja toisekseen vertaisluovutuksia käytettäessä yleisesti tunnustettujen arvostusmenetelmiä noudatettaessa vertaisluovutuksia tulisi olla riittävän monta, että niiden perusteella muodostuneen arvon voitaisiin katsoa olevan riittävän luotettava. Eräänlaisena vasta-argumenttina Verohallinnon ohjeen puutteellisuuteen liittyvään väitteeseen voidaan kuitenkin mainita yhtiöoikeudellisissa arvonmäärittämissä tilanteissa varhaisemman oikeuskäytännön perusteella muodostunut käsitys, jossa käypä hinta voitiin lähtökohtaisesti

---

<sup>169</sup> HE 73/2020, s. 7.

<sup>170</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

perustaa vertaisluovutuksiin, vaikka kyseessä oli vain yksi luovutus, mutta luovutettujen osakkeiden lukumäärä oli riittävän suuri.<sup>171</sup>

### 5.3.3 Substanssiarvo

Yhtiön substanssiarvolla tarkoitetaan varallisuuden arvostamista verovelvollisuuden syntyhetken arvoon. Varojen arvostamisessa huomioidaan yhtiön kaikkiin tulolähteisiin kuuluvat varat ja velat pääsääntöisesti viimeksi päättyneen tilikauden taseen mukaisesti. Tasearvoja voidaan kuitenkin oikaista verovelvollisuuden alkamishetken mukaan, jos ne ovat olennaisesti muuttuneet viimeisimmän tilinpäätösajankohdan jälkeen. Substanssiarvon käyttäminen yhtiön arvostamisessa voi tulla lähtökohtaisesti kyseeseen vero-oikeudellisissa arvonmäärittämissä niissä tilanteissa, joissa yhtiön arvoa ei voida perustaa vertaisluovutuksiin. Substanssiarvon käyttäminen on kuitenkin lähtökohtaisesti todella kaavamaista eikä huomioi muita käypään arvoon mahdollisesti vaikuttavia seikkoja eikä myöskään yhtiön tulevaisuuden näkymiä. Verohallinnon ohjeessa todetaankin, että substanssiarvo johtaa monesti varovaiseen arvioon yhtiön käyvästä arvosta ja tästä johtuen voikin tapauskohtaisesti olla suositeltavaa käyttää muuta kuin kyseistä arvostamismenetelmää käyvän arvon määrittämiseen, jos sen avulla arvo perustaa laajempaan tosiasia-aineistoon kuin vain menneen tilikauden tilinpäätökseen. Substanssiarvo toimii joka tapauksessa arvostettavan yhtiön vähimmäisarvona ja substanssiarvo on vähintään nolla, eli se ei voi olla negatiivinen, vaikka yhtiön velkojen määrä olisikin suurempi kuin sen varat.<sup>172</sup>

Yhtiön eri varallisuuseriä arvostettaessa aineettomat hyödykkeet arvostetaan pääsääntöisesti tasearvoonsa kuitenkin siten, että merkittävää tuloa tuottavat oikeudet voidaan arvostaa niiden tuottoarvoon. Kiinteistöissä arvostetaan erikseen maapohjat ja rakennukset, jolloin rakennukset arvostetaan kustannusarvomenetelmän perusteella, eli todellisiin rakennus- tai tuotantokustannuksiin perustun ja maapohja kauppaa-arvomenetelmällä, eli kauppahintatietoihin koskien vastaavia maapohjia. Koneet ja kalusto arvostetaan tasearvoon tai todennäköiseen luovutushintaan. Sijoitukset arvostetaan pääasiassa niiden käypään arvoon. Vaihtomaisuus ja saamiset arvostetaan tase-arvoon.<sup>173</sup>

---

<sup>171</sup> KKO 1993:31 ja Pönkä 2015, s. 258-259.

<sup>172</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>173</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

Joissain tilanteissa substanssiarvoa tulisi kuitenkin vero-oikeudellisissa tilanteissa pitää ensisijaisena keinona yhtiön arvon määrittämiseen, ainakin Verohallinnon ohjeen perustella. Substanssiarvon ensisijaisuus seuraa esimerkiksi yhtiön tuottoarvon ollessa 0, substanssiarvon ollessa suurempi kuin tuottoarvon, yhtiön ominaispiirteet edellyttäessä arvon perustamista vain substanssiarvoon, yhtiön tuloksen perustuessa pois jäävän henkilön työpanokseen tai tilanteissa, joissa yhtiön toiminta lopetetaan.<sup>174</sup> Substanssiarvon ensisijaisuutta yhtiön arvon määrittämisessä voidaan kuitenkin pitää esimerkiksi Seppäsen mukaan heikosti käypää arvoa indikoivana menetelmänä, koska sen perusteella huomioitavaksi ei tule toimintaansa jatkavien yhtiöiden tilanteissa yhtiön kyky tuottaa taloudellista hyötyä omaisuuseriensä avulla eivätkä toisaalta myöskään kustannukset, jotka yhtiölle muodostuvat omaisuuserien hallinnoinnista.<sup>175</sup> Tämän voidaan katsoa olevan myös olennainen puute erityisesti tilanteissa, joissa käypää arvoa ollaan määrittämässä kannustinjärjestelmästä muodostuvan edun selvittämiseksi, koska kyseisissä tilanteissa on kyse useimmiten jatkavan yhtiön toiminnasta, jonka tarkoitus on sitouttaa työntekijöitä tai avainhenkilöitä toimintaansa. Lisäksi tilanteissa, joissa on kyse uusista start-up -yhtiöistä, ei yhtiöillä ole aina alkuvuosina toiminta vuosittaisten tulosten kannalta siten kannattavaa, että arvonmääritys perustuisi tuotto- tai yhdistelmämenetelmään. Näissä tilanteissa arvon määrittäminen ainoastaan substanssiarvoon perustuen saattaa johtaa hyvinkin virheelliseen käypään arvoon, koska varallisuuserien kykyä tuottaa taloudellista hyötyä tulevaisuudessa ei huomioida. Toisekseen substanssiarvon voidaan katsoa olevan jossain määrin heikko indikaattori vero-oikeudellisen käyvän arvon määrittämisen, koska ainoastaan taseen osoittaman yhtiön varallisuuden määrän ei voida katsoa perustellusti muodostavan todennäköistä luovutushintaa yhtiölle, ainakaan jos yhtiö jatkaa edelleen toimintaansa. Todennäköiseen luovutushintaan voivat vaikuttaa monet muutkin esimerkiksi yhtiön toimialasta tai markkinoista riippuvat tekijät, jotka jäävät substanssiarvoa käytettäessä huomioimatta. Näin ollen substanssiarvon käyttäminen yhtiön käypänä arvona vaatii tapauskohtaista harkintaa. Tämä toisaalta todetaan myös Verohallinnon ohjeessa, jonka mukaisesti substanssiarvon käyttäminen johtaa usein vain varovaiseen arvioon yhtiön käyvästä arvosta.<sup>176</sup>

---

<sup>174</sup> Seppänen 2020, s. 93-94 ja Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>175</sup> Seppänen 2020, s. 94.

<sup>176</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

### 5.3.4 Tuottoarvo

Yhtiön tuottoarvolla tarkoitetaan vero-oikeudellisissa arvonmäärittämissä menneiden vuosien tilinpäätöksiin perustuvaa arvonmäärittämissä. Kyseinen Verohallinnon ohjeessa määritelty arvonmäärittämissä eroaa merkittävästi liiketaloustieteellisistä sekä yhtiöoikeudellisista tuottoarvoon perustuvista arvonmäärittämissä tavoista. Tämä johtuu siitä, että verotuksessa tehtäviltä ratkaisuilta vaaditaan todennettavuutta, joten arvon ei tulisi perustua lähtökohtaisesti sellaiseen ennusteeseen, johon voi olla vaikutusta esimerkiksi subjektiivisilla näkemyksillä yhtiön tilanteesta tai tuotto-odotuksista. Tuottoarvo lasketaan pääsääntöisesti vero-oikeudellisissa tilanteissa käyttäen kolmen viimeisimmän tilikauden kirjanpitolain mukaisesti laadittujen tuloslaskelmien mukaisia tuloksia, kuitenkin tekemällä niihin oikaisuja poistamalla satunnaiset tulo- ja menoerät kuten käyttöomaisuuden luovutusvoitot ja -tappiot, tilinpäätössiirrot, yrittäjän palkkakustannukset niiltä osin kuin palkka ei vastaa yrittäjän arviota YEL-työtulon määrästä sekä tuloveroista muodostuva laskennallinen kustannus yhtiön verokannan mukaisena. Tämän jälkeen tuloksista lasketaan keskiarvo laskennassa käytettäviltä kolmelta vuodelta ja keskiarvo jaetaan 15 prosentin korkokannalla tai muulla korkokannalla, jos sen käyttämiseen on perusteltu syy. Tuottoarvo voi olla vähimmillään nolla, joten se ei voi olla näin ollen missään tilanteissa negatiivinen.<sup>177</sup>

Verohallinnon ohjeen mukaisesta tuottoarvomallin käyttämisestä voidaan kuitenkin myös esittää kritiikkiä. Tuottoarvolaskelmassa käytettävä menneiden vuosien kassavirta perustuu käytännössä suoriteperusteisiin tuloslaskelmasta ilmeneviin tuloksiin, eikä huomioitavaksi tule lainkaan vapaan kassavirran määrä. Tämä käytännössä asettaa joitain rajoituksia siihen, millaisilla kriteereillä arvostettavan yhtiön tulisi täyttää, että tuottoarvoa voidaan pitää perusteltuna tapana yhtiön käyvän arvon määrittämiseksi. Seppäsen mukaan Verohallinnon ohjeen määrittämissä tuottoarvomenetelmästä seuraa, että esimerkiksi toimintaansa käyttöpääoman sijoituksilla laajentavat kasvuyhtiöt tulevat usein yliarvostetuiksi, koska yhtiön tekemiä sijoituksia käyttöpääomaan ei huomioida lainkaan.<sup>178</sup>

Toinen kriittisempää tarkastelua vaativa osa tuottoarvomenetelmää on ohjeen mukaan laskennassa käytettävä pääomituksen korkokanta 15 prosenttia. Tämä pääsääntöisesti käytettävä korkokanta aiheuttaa sen, että arvostettavan yhtiön tulisi olla vakaalla pohjalla toimiva tasaisen kasvun omaava yhtiö, jolloin voitaisiin perustellusti arvioida, että tuottojen määrä

---

<sup>177</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>178</sup> Seppänen 2020, s. 91.



tulee pysymään vakiona myös pitkälle tulevaisuudessa. Näin ollen tästä seuraa luonnollisesti se, että kasvuyrityksiin tätä niin sanottua vakiokorkoa ei voida soveltaa, koska varsinkin alkuvaiheessa yhtiön toiminta harvoin on niin vakaalla pohjalla, että tuottojen voidaan perustellusti olettaa jatkuvan samanlaisena myös tulevaisuudessa.<sup>179</sup> Verohallinnon ohjeessa on tosin pyritty hieman jossain määrin poistamaan laskentakaavasta tätä ehdottomuutta korkokannasta, mikäli tähän on perusteltu syy.<sup>180</sup> Perusteltua syytä ei ole sen enempää ohjeessa avattu, mutta oletettavasti perusteltuna syynä voisi nimenomaa toimia se, että arvostettava yhtiö on kasvuyhtiö eikä näin ollen kasvun ja tuottovaatimusten voida perustellusti olettaa pysyvän pitkälle tulevaisuuteen samana. Seppäsen mukaan muun kuin vakiokoron soveltaminen muodostuu myös ongelmalliseksi sen seurauksena, että Verohallinnon ohjeessa olevaa 15 prosentin vakiokorkokantaa tai sen muodostumista ei ole ohjeessa perusteltu millään tapaa, josta luonnollisesti seuraa se, että verovelvollisen on äärimmäisen vaikea päätellä, missä tilanteissa tuottoarvomenetelmää sovellettaessa tulisi laskentakaavan olla Verohallinnon määrittämä 15 prosenttia ja missä tilanteissa muodostuu perusteltu syy noudattaa laskennassa jotain muuta arvoa.<sup>181</sup>

### 5.3.5 Yhdistelmä

Yhdistelmällä tarkoitetaan käytännössä vero-oikeudellisessa käyvän arvon määrittämisessä menetelmää, jossa otetaan huomioon sekä substanssiarvoon, että tuottoarvoon perustuvat arvonmäärittämissmallit. Yhdistelmämallin mukaisesti, käypä arvo määritellään tuottoarvon ollessa substanssiarvoa suurempi siten, että tuottoarvon ja substanssiarvon keskiarvo muodostaa käyvän arvon. Vastakkaisessa tilanteessa substanssiarvon ollessa suurempi käypänä arvona pidetään pääsääntöisesti tätä substanssiarvon määrää.<sup>182</sup>

Verohallinnon ohjeistuksen mukaista tuottoarvon ja substanssiarvon yhdistelmämenetelmää voidaan kuitenkin tarkastella tapauskohtaiseen arviointiin perustuen, kuten käypää arvoa määritettäessä pääsääntöisesti tulee tehdä. Tällöin määritettäessä käypää arvoa, voidaan laskennassa antaa suurempi merkitys joko substanssiarvolle tai tuottoarvolle riippuen arvostettavan yhtiön ominaisuuksista. Merkitystä yhdistelmämallin painoarvoja päätettäessä voidaan antaa esimerkiksi sille, kuinka yhtiö on käsitellyt aiempien vuosien tuloksia ja minkä

---

<sup>179</sup> Seppänen 2020, s. 91.

<sup>180</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>181</sup> Seppänen 2020, s. 93.

<sup>182</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

verran yhtiö on jakanut näistä tuloksista ulos yhtiöstä taikka sille, että yhtiön aiempien vuosien tuloksien kannalta olennainen henkilö on jäänyt pois yhtiön toiminnasta.<sup>183</sup> Esimerkkinä tästä painotustavan valinnasta voidaan mainita tapaus KKO:2011:2, jossa korkeimman oikeuden ratkaisun mukaan arvostusratkaisu perustettiin yhtiön tuottoarvoon, koska arvostettava yhtiö jatkoi edelleen toimintaansa.<sup>184</sup> Selvää on, että kyseessä oli lähtökohtaisesti dispositiivinen asia, koska kyseessä oli ositukseen liittyvä arvostusongelma, mutta kyseinen ratkaisu voi kuitenkin mahdollisesti tarjota myös jonkinlaista tulkinta-apua vero-oikeudellisiin arvostustilanteisiin, joissa joudutaan harkitsemaan painotusta tuottoarvon ja substanssiarvon välillä.

Yhdistelmämenetelmän käyttämisestä osakkeen käyvän arvon perustana voidaan esittää myös kuitenkin kritiikkiä. Ensinnäkin osakkeen käyvän arvon määrittäminen perustuu lähtökohtaisesti yleisesti tunnustettuihin arvonmäärittämissalleihin, joista esimerkkinä liiketaloustieteellisen osakkeen käyvän arvon määrittämisen yhteydessä esitelty kassavirtaperusteinen malli.<sup>185</sup> Verohallinnon määrittämän yhdistelmämenetelmän käyttäminen ei ole minikään yleisesti tunnustetun arvonmäärittämissmallin mukainen ja näin ollen voidaankin esittää kysymys, johtaako Verohallinnon määrittämä yhdistelmämalli todella oikeampaan lopputulokseen osakkeen käyvästä arvosta, kuin yleisesti tunnustetut arvonmäärittämissmallit. Tätä kysymyksen asettelua tukee kuitenkin myös toisaalta Verohallinnon ohjeessaan esittämä kanta, jonka mukaan käyvän arvon määrittäminen muilla keinoin kuin vertaisluovutuksiin perustuen johtaa vain varovaiseen arvioon yrityksen käyvästä arvosta.<sup>186</sup> Yhdistelmämallin käyttämisen puolesta voidaan tosin todeta se, että verotusratkaisuilta edellytetään niiden luonteen takia perusteltavuutta. Näin ollen tilanteissa, joissa arvoa määritetään yleisesti tunnustettujen arvonmäärittämissmallien avulla, kuten yrityskauppatilanteissa, kyseessä on osapuolten keskenään sopimusvapautensa puitteissa sovittavissa oleva asia, jolloin arvonmäärittämyksen lopputulokselta ei vaadita samankaltaista perusteltavuutta. Tällöin riittävää on osapuolten keskinäinen tyytyväisyys arvonmäärittämyksen myötä muodostuneeseen arvoon. Näin ollen voidaan todeta, että yhdistelmämallilla on mahdollisesti ollut tarkoitus hakea sellaista arvonmäärittämistapaa, joka sivuaa yleisesti hyväksytyjä arvonmäärittämissalleja, mutta on toisaalta tarpeen tullen yksinkertaisemmin perusteltavissa. Lisäksi yhdistelmämenetelmän on nähty olevan

---

<sup>183</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>184</sup> KKO:2011:2.

<sup>185</sup> Seppänen 2020, s. 90.

<sup>186</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

jossain määrin mekaaninen tapa yhtiön käyvän arvon määrittämiseksi, vaikka arvon määrittämisen tulisi kaikissa tilanteissa olla tapauskohtaista ja kaikki määrittävän yhtiön ominaisuudet huomioon ottavaa.<sup>187</sup>

### 5.3.6 Vero-oikeudelliseen käypään arvoon vaikuttavia seikkoja

Verohallinnon arvostamisohjeen kaavamaisuuden seurauksena saattaa arvostuksen tuloksena muodostuva käypä arvo kuitenkin joissain tilanteissa erota siitä arvosta, jolla osakkeilla todellisuudessa oltaisiin valmiita käymään kauppaa vapailla markkinoilla riippumattomien osapuolten välillä. Erityisesti kannustinjärjestelmien verotuksessa tämä voi helposti muodostua ongelmaksi, koska arvostamiseen ei liity useinkaan minkäänlaista osto- tai myyntitarkoitusta lähtökohtaisesti, vaan kyseessä on puhtaasti henkilöstön kannustamiseen luotu järjestely, jolloin osapuolten intressit eroavat esimerkiksi verrattuna tilanteeseen, jossa yhtiön osakkeet arvostetaan yrityskauppaa varten. Vero-oikeudellisen arvonmäärityksessä lopputuloksen täytyy olla perusteltavissa ja näin ollen arvostuksessa saattavat jäädä huomioimatta esimerkiksi osakkeen arvoon mahdollisesti vaikuttavat goodwill- tai badwill-arvot niiden vaikean todennettavuuden takia, vaikka yleensä ne tulevat huomioiduksi kuitenkin esimerkiksi yrityskauppatilanteissa.<sup>188</sup> Tosin tuottoarvomenetelmässä goodwill- ja badwill-arvot lähtökohtaisesti tulevat otetuksi huomioon arvostettavan yhtiön menneiltä vuosilta, koska niillä on ollut vaikutusta yhtiön menneiden vuosien tuloksiin.

Oikeuskäytännössä ja lain esitöissä on kuitenkin katsottu eräiden osakkeisiin liittyvien seikkojen olevan niin olennaisia osakkeen arvon kannalta, että niille tulee antaa merkitystä myös vero-oikeudellisessa arvonmäärityksessä. Esimerkiksi kannustinjärjestelmien perusteella henkilöstölle luovutettaviin osakkeisiin saattaa useissa tilanteissa liittyä erinäisiä yhtiöjärjestyksessä määriteltyjä rajoituksia koskien esimerkiksi tietyn lajisten osakkeiden luovutusta, taikka luovutettaviin osakkeisiin sisältyvää määräysvaltaa.<sup>189</sup> Tällaisia ehtoja osakkeisiin asetetaan esimerkiksi niissä tilanteissa, joissa henkilöstöä halutaan sitouttaa yhtiön toimintaan pitempiaikaisesti, eikä vain hetkellistä tulosten tai muiden tavoitteiden saavuttamista ajatellen. Esimerkiksi luovutusrajoituksin voidaan asettaa sellaisia ehtoja osakkeille, että käypä arvo voidaan määrittää muulla tavoin kuin Verohallinnon arvostamisohjeen las-

---

<sup>187</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 18.

<sup>188</sup> Savolainen 2014 osa II, s. 11.

<sup>189</sup> HE 73/2020, s. 7.

kentatapaa käyttäen. Ratkaisussa KHO 2018:129 osakkeen käypä arvo voitiin perustaa osakkeisiin kohdistuvassa lunastuslausekkeessa määriteltyyn hintaan. Edellytyksenä lunastuslausekkeen hinnan käyttämiseksi osakkeen käypänä arvona on kuitenkin, että osakkeilla ei ole tehty lunastushinnan ylittäviä vertaiskauppoja eikä osakkeenomistajalla ole sellaista määräysvaltaa yhtiössä, että lunastuslauseke olisi mahdollista poistaa osakkeenomistajan yksittäisellä päätöksellä.<sup>190</sup>

Vastaavia luovutusrajoituksia voidaan kuitenkin osakkeille määrittää myös osakassopimusten perusteella. Osakassopimukseen perustuvat luovutusrajoitukset eivät kuitenkaan KHO:n ratkaisun 2016:18 mukaan edellytä vastaavaa perustetta osakkaan määräysvallasta sopimuksen muuttamiseen kaikissa tilanteissa. Näin voi esimerkiksi olla asianajotoimintaa harjoittavissa yhtiöissä, joissa osakassopimukset ovat pääasiassa sisältönsä puolesta säänneltyjä, eivätkä näin ollen osakkaiden sopimusvapauden puitteissa laadittuja.<sup>191</sup> Ratkaisun osoittama tapa määrittää osakkeiden käypä arvo voi olla merkittävä erityisesti noteeraamattomien yhtiöiden toteuttamien henkilöstön kannustinjärjestelmiin liittyvän verotuksen kannalta, koska noteeraamattomissa yhtiöissä ei useinkaan ole vertailuluovutuksia käytettävissä ja henkilöstölle luovutettaviin osakkeisiin liittyy usein luovutusrajoituksia, koska yhtiöiden omistusta ei välttämättä haluta jakaa liian laajalle. Vero-oikeudelliseen käypään arvoon vaikuttavien seikkojen ottamiseksi huomioon, on vastuu niihin vetoamisesta käytännössä verovelvollisella. Verovelvollisen tulee myös kyseisiin käypään arvoon vaikuttaviin seikkoihin vedotessaan selvittää, miten seikka vaikuttaa käypään arvoon, intressipiirin mahdollisuudet vaikuttaa käypään arvoon, mahdolliset vertaisluovutukset sekä muut seikat, jotka ovat tarpeen huomioida osakkeen arvostuksessa.<sup>192</sup>

---

<sup>190</sup> KHO:2018:129 ja Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>191</sup> KHO 2016:18.

<sup>192</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielman tavoitteena oli tutkia ja selvittää osakkeen käyvän arvon käsitettä ja sisältöä erityisesti osakeperusteisissa kannustinjärjestelmissä. Tutkielman pääpaino oli käytännössä noteeraamattomien yhtiöiden osakkeen käyvän arvon määrittämisessä, koska julkisesti noteeratuissa yhtiöissä käyvän arvon määrittäminen ei muodostu verotuksessa varsinaisesti ongelmaksi johtuen siitä, että arvonmäärittystapa on todettu suoraan laissa. Käypä arvo ja erityisesti keinot määritellä se osoittautuivat tutkielman tekemisen aikana jossain määrin ongelmalliseksi, koska käyvän arvon voidaan todeta olevan käsitteenä melko abstrakti sen tarkoittaessa käytännössä arvoa, jolla toisistaan riippumattomat osapuolet olisivat valmiita myymään taikka ostamaan jonkin tietyn omaisuuserän. Tämä yhdistettynä siihen, että laissa ei ole määritelty suoraan keinoja käyvän arvon määrittämiseksi noteeraamattomien yhtiöiden osakkeille, sekä oikeuskäytännön vähäisyys johtivat käytännössä siihen, että käyvän arvon määrittämisestä tuli lähestyä erilaisista arvonmäärittäytksen lähtökohdista, kuten arvokäsitteiden määrittelystä sekä erilaisten arvonmäärittäytmenetelmien tutkimisesta ja vertailusta. Käypää arvoa määritettäessä arvonmäärittäytmenetelmien ja erityisesti vero-oikeudellisissa tilanteissa huomioitavien arvonmäärittäytksen erityispiirteiden ymmärtämisen voidaan perustellusti sanoa olevan välttämättömyys, että arvonmäärittäytksessä voidaan päästä mahdollisimman lähelle osakkeen verotuksessa hyväksyttävää käypää arvoa kyseinen lopputuloksen ollessa vielä lisäksi perusteltavissa teoreettisesti ja tosiasiatietoihin pohjautuen.

Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verotuksessa osakkeen käyvän arvon määrittämisestä ei myöskään helpota se, että Verohallinnon arvostamisohje on jossain määrin yleisiä arvonmäärittäytmenetelmiä vastaan ja voi pahimmillaan suoraan sovellettuna johtaa virheelliseen osakkeen arvostukseen, kuten edellä ohjetta käsiteltäessä kävi ilmi. Tämän lisäksi ohjeessa voidaan katsoa olevan myös sisällöltään joiltain osin jokseenkin vaikeasti tulkittava. Ohjeen mukaisesti verotusratkaisujen tulee olla perusteltuja ja tosiasiatietoihin pohjautuvia. Toisaalta ohjeessa kuitenkin todetaan myös, että arvonmäärittäyt voidaan perustaa esimerkiksi kassavirtojen nykyarvolaskelmiin, mikäli niiden perusteella käypä arvo voidaan perustaa Verohallinnon ohjeen tietopohjaa laajempaan tosiasia-aineistoon.<sup>193</sup> Tämän voidaan katsoa olevan siinä mielessä ristiriitaista, että kassavirtojen nykyarvolaskelmat perustuvat käytän-

---

<sup>193</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

nössä aina jossain määrin ennustuksiin ja subjektiivisiin näkemyksiin, vaikka ennuste saate-taankin perustaa aikaisempien vuosien kehitykseen. Aikaisempien vuosien kehitystä ei kuitenkaan voida pitää ehdottomana takeena tulevasta. Lisäksi Verohallinnon ohjeessa ei tarkemmin määritellä, mitä tällä laajemmalla tosiasia-aineistolla tarkoitetaan arvo perustetta-essa esimerkiksi juuri kassavirtalaskelmaan.

Lisäksi haasteita käyvän arvon määrittämiseen aiheuttaa erityisesti noteeraamattomien yhti-öiden arvostamisessa todennäköinen vertaisluovutusten vähäisyys tai puuttuminen. Käypä arvo on kuitenkin yleisesti oikeudellisessa arvonmäärittämisessä käsitteenä määritelty riippu-mattomien osapuolten välillä toteutuvaksi myynti- tai ostohinnaksi, mutta mikäli kannustin-järjestelmän toteuttaneen yhtiön osakkeilla ei ole tehty aiemmin luovutuksia vapailla mark-kinoilla, voidaan perustellusti todeta olevan jokseenkin haastavaa määrittää sellaista hintaa, jolla tuollainen luovutus voisi toteutua. Edelleen ennakkoratkaisujen puute koskien arvon-määrittämismenetelmän valintaa aiheuttanee lisää haasteita erityisesti niissä tilanteissa, joissa Verohallinnon ensisijaista ohjeistusta käyvän arvon määrittämiseen ei ole sovellettu, vaan verovelvollinen on arvostanut saamansa osakkeet esimerkiksi jollain yleisesti tunnustetulla arvonmäärittämismenetelmällä. Ennakkoratkaisuja ei kuitenkaan ole vielä toistaiseksi saatavilla koskien varsinaista verotuksessa tapahtuvaa arvonmäärittäystä, joten verovelvollisen kannalta saattaa muodostua haastavaksi perustella Verohallinnon ohjeistuksesta poikkeavalla tavalla määritetty käypä arvo ja erityisesti se, milloin arvon voidaan katsoa perustuvan laajempaan tosiasia-aineistoon kuin kyseisen ohjeen tarjoama. Tämä kaikki edellä mainittu yhdistettynä Verohallinnon ohjeessa todettuun asiaan, että arvonmäärittäminen muilla keinoin kuin perusta-malla se vertaisluovutuksiin johtaa monesti vain varovaiseen arvioon yrityksen käyvästä ar-vosta, tarkoittaa käytännössä, että noteeraamattomien yhtiöiden osakkeiden arvostusratkai-sut verotusta varten ovat vaikeasti ennakoitavissa.

Osakkeen käyvän arvon asianmukainen määrittäminen erityisesti osakeperusteisten kannus-tinjärjestelmien verotuskäytännössä nousi jälleen yleisen keskustelun aiheeksi ratkaisun KHO:2019:26 myötä, jolloin korkein hallinto-oikeus käytännössä veti ratkaisussaan rajan ansiotuloina verottamisen ja pääomatuloina verottamisen välillä osakkeiden luovutuksessa käytetyn arvon perusteella, jonka katsottiin olevan käypä arvo kyseisille osakkeille. Lisäksi hallitus on jo aiemmin tiedostanut tarpeen erityisesti listaamattomien start-up yritysten hen-kilöstön osakeomistusten helpottamiseksi ja näin ollen tuore oikeuskäytäntö aihetta koskien

olisi vähintäänkin tarpeen.<sup>194</sup> Kannustinjärjestelmissä merkittävimmän osan taloudellisesta hyödystä usein luo yhtiön osakkeiden arvonnousu, joka käytännössä realisoituu verovelvollisen luovuttaessa osakkeet. Tässä yhteydessä niiden verokohtelulla voidaan katsoa olevan merkittävä taloudellinen intressi myös verovelvollisen kannalta. Joka tapauksessa ratkaisu ainakin joltain osin selventää osakeperusteisten kannustinjärjestelmien vallitsevaa verotuskohtelua ainakin holding-yhtiönä toteutettuja järjestelyjä koskien, vaikkei tarjoakaan varsinaista arvon määrittämistä varten tulkinta-apua sen paremmin verovelvolliselle kuin veroviranomaisillekaan.

Oman haasteensa osakkeen käyvän arvon määrittämiseen verotuksessa tuo myös se seikka, että verotuksen täytyy käytännössä perustua voimassa olevaan lainsäädäntöön ja näin ollen merkitystä verotusratkaisuissa ei voida antaa osapuolten sopimusvapaudelle. Tämä siis käytännössä aiheuttanee jossain määrin ongelmia erityisesti osakkeen arvostamisessa, koska laissa ei ole määritelty yhtä oikeaa tapaa käyvän arvon määrittämiseen noteeraamattomien yhtiöiden osakkeille ja toisaalta myös Verohallinnon ohjeen sanamuodosta käy ilmi, että tilanteissa, joissa vertaisluovutuksia ei ole käytettävissä, johtaa ohjeen mukainen arvostaminen vain varovaiseen arvioon.<sup>195</sup> Tätä osakkeen käyvän arvon määrittämiseen liittyvää tulkinnanvaraisuutta voidaan myös kritisoida hallintolain 6 §:n mukaisen luottamuksensuojaperiaatteen näkökulmasta. Luottamuksensuojaperiaatteella tarkoitetaan käytännössä tilanteita, joissa viranomaisen on antanut ennen hallintopäätöksen tekemistä yleisesti neuvon tai ohjeen, jonka perusteella asianosaiselle on syntynyt perusteltu luottamus asian tulevan ratkaisun suhteen.<sup>196</sup> Edelleen verotusmenettelystä annetun lain 26 §:n 2 momentin mukaan tulkinnanvaraiset tai epäselvät asiat on ratkaistava pääsääntöisesti verovelvollisen eduksi mikäli tämä on toiminut vilpittömässä mielessä viranomaisen noudattaman käytännön tai ohjeen mukaisesti. Näin ollen tilanteet, joissa verovelvollisen arvostamisratkaisusta poiketaan voivat muodostua ongelmalliseksi tämän verotuksessa yleisesti noudatettavan periaatteen kannalta erityisesti sen takia, koska ohje on niin monitulkintainen ja eri arvostusmenetelmillä saadut arvostusratkaisut voivat poiketa paljonkin toisistaan.

---

<sup>194</sup> Valtioneuvoston viestintäosaston tiedote 384/2018.

<sup>195</sup> Verohallinnon syventävä vero-ohje, diaarinumero VH/5096/00.01.00/2019.

<sup>196</sup> Myrsky – Rabinä 2015, s. 237-238.

Oikeudellisen arvonmäärityksen haasteellisuuden voidaan sanoa käyvän kiistatta ilmi kaikesta edellä käsitellystä, koska lain sanamuoto, lain esityöt, oikeuskäytäntö tai oikeuskirjallisuuskäänne ei tarjoa yksioikoista keinoa käyvän arvon määrittämiseksi. Oikeudellinen arvonmääritys muodostuu vaikeaksi myös sen takia, että noteeraamattomalle yhtiölle tai sen osakkeelle ei käytännössä ole mahdollista määrittää absoluuttisen oikeaa käypää arvoa, mutta toisaalta ratkaisun tekijän tulee pystyä saamaan aikaan niin sanottu lopullinen arvo yhtiölle, eikä vain viitekehystä, josta osapuolet voisivat vapaasti valita käypänä pidettävän arvon. Arvonmääritys edellyttää käytännössä ratkaisun tekijältä ymmärtämistä ensinnäkin eri arvonmääritysmenetelmien sisällöstä, sekä taitoa ottaa huomioon arvostettavana olevan yhtiön ominaisuudet arvostusmenetelmää valitessa. Olennaisinta oikeudellisessa arvonmäärityksessä kuitenkin on, että arvostusratkaisu perustuu lain määrittämän arvokäsitteen soveltamiseen, joka osakeperusteisen kannustinjärjestelmien tuloverotuksessa on tuloverolain määrittämä käypä arvo, oikeudelliseen harkintaan huomioiden kaikki mahdolliset arvoon vaikuttavat seikat sekä ratkaisun lopputuloksen perusteltavuuteen.<sup>197</sup> Erityisesti verotuksessa tapahtuvissa osakkeiden arvostusratkaisuissa olisi tarve ennakkoratkaisuille, joihin sisältyy käytännössä punnintaa verotuksessa käytettävien eri arvonmääritysmenetelmien välillä sekä oikeudellista harkintaa arvostettavan yhtiön ominaisuuksien vaikutuksesta käytettävän arvonmääritysmenetelmän valintaan. Tämä olisi erityisesti tarpeen verovelvollisten luottamuksensuojan turvaamiseksi koskien veroviranomaisen tekemiä arvostusratkaisuja sekä toisaalta veroviranomaisten työn helpottamiseksi verotusta toimitettaessa.

---

<sup>197</sup> Savolainen osa II 2014, s. 56.