

Akseli Kivelä

# OPERATIIVISTEN TOIMINTOJEN SEIK- KAPERÄINEN SELVITYSTYÖ YRITYS- OSTOISSA

Kandidaatintyö  
Johtamisen ja talouden tiedekunta  
Ulla Saari  
Toukokuu 2022

# TIIVISTELMÄ

Akseli Kivelä: operatiivisten toimintojen seikkaperäinen selvitystyö yritysostoissa  
(Operational due diligence in acquisitions)

Kandidattintyö

Tampereen yliopisto

Teknis-taloudellinen tutkinto-ohjelma

Toukokuu 2022

---

Yritystostot ja fuusiot ovat yksi keskeinen tapa toteuttaa yrityksen strategiaa ja kasvattaa liike-toimintaa. Yritysjärjestelyiden merkitys maailmantaloudessa on suuri, jonka takia aihetta tutkitaan paljon, mutta kattavasta tutkimuksesta huolimatta järjestelyjen epäonnistumisprosentti on edelleen korkea. Ennen varsinaista kauppaa tapahtuvalla esivaiheella on suora vaikutus järjestelyn onnistumiseen ja erityisesti kattavalla due diligence -prosessilla voidaan parantaa onnistumistodennäköisyyttä huomattavasti.

Tässä tutkielmassa perehdytään operatiiviseen due diligence -prosessiin, mikä on yksi kolmesta due diligencen muodoista. Tarkoituksena on tutkia yrityksen eri operatiivisia osa-alueita, niiden arvonmäärittystä sekä tähän liittyviä haasteita ja siten määrittää mikä rooli operatiivisella due diligencella on ostavan osapuolen johdolle ja mitä prosessi heiltä vaatii. Tutkimuksen teoriaosuudessa tarkastellaan yritysostojen esivaihetta, teoriaa sen taustalla sekä sen yrityskauppojen merkitystä. Tutkimusosiossa analysoidaan eri operatiivisen due diligence -prosessin osa-alueita ja niiden arvonmäärittystä sekä haasteita, joita arvonmäärittämisessä pitää huomioida.

Tutkielma on toteutettu kirjallisuuskatsauksena keräämällä kirjallisuutta sekä tutkimuksia aihealueeseen liittyen. Valinnoissa on priorisoitu laadukkaita vertaisarvioituja artikkeleita, jotka ovat julkaistu hyvän JUFO-luokituksen saaneissa lehdissä. Aineistoissa on myös yksittäisiä kirjoja tai yritysulkaisuja, mitä on käytetty teorian selventämiseen.

Tutkimuksen päätelmänä todetaan, että operatiivinen due diligence on työläs ja aikaa vievä prosessi, joka pitää sisällään useita haasteita, jotka vaikeuttavat ostettavan yrityksen arvonmäärittämistä. Toisin kuin taloudellinen tai lakiopillinen due diligence, operatiivisten toimintojen valuatio on tapauskohtaista eikä sen suorittamiseksi voida luoda kaikkiin tilanteisiin sopivaa viitekehystä. Tähän syinä on muun muassa yritysten operaatioiden erilaisuus sekä jatkuva muutos. Lisäksi keskeisenä arvonmäärittäjänä osa-alueilla on potentiaaliset synergiat, jotka yrityskauppa mahdollistaa. Näiden arvioimisen haasteena on kuitenkin arvon subjektiivisuus sekä spekulatio kyvystä hyödyntää mahdolliset synergiat.

Avainsanat: yritysosto, yritysoston esivaihe, due diligence, operatiivinen due diligence, due diligencen haasteet

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

# ALKUSANAT

Kandidaatintutkielmani mahdollisti syvällisen perehtymisen yritysostojen esivaiheeseen ja erityisesti operatiiviseen due diligenceen. Aihe kiinnosti minua jo etukäteen paljon ja kevään mittainen kirjallisuuskatsaus kasvatti tuota kiinnostusta entisestään. Onnistuneen aiheen valinnan ansiosta työ sujui mielestäni hyvin ja olen tyytyväinen lopputulokseen.

Haluaisin kiittää ohjaajaani Miia Martinsuota aiheen parissa käydyistä keskusteluista sekä läpi työn kestäneestä ohjauksesta. Lisäksi korvaamatonta apua tarjosi ystäväni, opponoijat sekä kellarin opiskelutoverit, keitä ilman pitkät päivät työn parissa olisivat tuntuneet ylitsepääsemättömiltä.

Tampereella, 5.5.2022

Akseli Kivelä

# SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO.....	1
2. YRITYSOSTOT .....	3
2.1 Yritysjärjestelyjen merkitys taloudessa .....	3
2.2 Yrityksostojen esivaihe .....	4
3. DUE DILIGENCE OSANA YRITYSOSTON ESIVAIHETTA.....	8
3.1 Due diligencen suorittaminen yrityskaupassa.....	8
3.2 Operatiivisen due diligencen osa-alueet.....	10
3.2.1 Ihmiset ja organisaatio .....	11
3.2.2 Informaatioteknologiat ja -systemit .....	12
3.2.3 Kustannukset ja pääoma .....	13
3.2.4 Skaalautuvuus .....	14
3.2.5 Potentiaali .....	15
3.2.6 Riskit .....	15
4. ARVONMÄÄRITYS JA SEN HAASTEET OPERATIIVISESSA DUE DILIGENCESSA.....	17
4.1 Operatiivisen due diligence -prosessin osa-alueiden arvonmääritys.....	17
4.2 Haasteet arvonmäärityksessä .....	19
5. PÄÄTELMÄT .....	22
LÄHTEET.....	25

# 1. JOHDANTO

Yrityskauppa on toimenpide, jossa toinen yritys ostaa toisen yrityksen liiketoiminnan. Kyseessä on usein strategisesti merkittävä tapahtuma, jolla yritys voi pyrkiä saavuttamaan monenlaisia asioita, kuten taloudellista kasvua, markkinaosuuden kasvua tai mittakaavaetua. Vaikka strategian toimivuutta ei ole kyetty systemaattisesti todistamaan (King et al., 2004), on yritysostojen vuosittainen määrä kasvanut vuosien saatossa (Welch et al. 2019). Yksi olennainen vaihe ennen yritysoston realisoitumista on ostettavaan yritykseen kohdistuva seikkaperäinen selvitys ja arviointi prosessi. Tämä käsite tunnetaan paremmin nimellä due diligence ja kyseistä termiä tullaan käyttämään tässä kandidaatintutkielmassa aiheeseen viitatessa. Due diligencen tarkoituksena on pureutua ostettavaan yritykseen useista eri näkökulmista ja siten saada parempi kuva potentiaalisesta kohteesta (Howson, 2017). Tällä voidaan myös vähentää yrityskauppaan liittyviä riskejä ja varmistaa, että ostettava kohde on niitä asioita, joita se ilmaisee ostajalle olevansa (Porsgaard et al., 2018). Due diligence voidaan jakaa kolmeen kategoriaan, joita ovat operatiivinen, taloudellinen sekä juridinen due diligence. Näistä ensimmäisellä tarkoitetaan kattavaa selvitystä ostettavan yrityksen operatiivisista toiminnoista sekä niiden potentiaalista ja riskeistä (Mullins et al., 2011). Operatiivisilla toiminnoilla viitataan kaikkiin sellaisiin tekijöihin, jotka ovat mukana luomassa ja toimittamassa arvoa asiakkaalle. Tällaisia ovat esimerkiksi yrityksen henkilökunta, laitteet, tilat ynnä muut vastaavat. (Russell & Taylor, 2019 s. 3)

Tämän kandidaatintutkielman aiheena on operatiivisten toimintojen seikkaperäinen selvitystyö (due diligence) yritysostoissa. 2010-luvun alussa tehdyt yritysosto ja fuusio tutkimukset osoittavat, että monet kaupat ovat epäonnistuneet syistä kuten: ei tunnisteta havaittavissa olevia tulevaisuuden tapahtumia, maksetaan liika yrityksestä tai ei saavuteta odotettuja synergioita yhteensopimattomille taloudellisille ja kulttuurisille olosuhteille (Ahammad & Glaister, 2013). Nämä ongelmat voitaisiin välttää tai minimoida suorittamalla perusteellinen due diligence -prosessi. (Kuppili & Raghunatha Reddy, 2013) Useat tutkimukset toteavat yritysostojen ja fuusioiden lukumäärän olevan jatkuvassa nousussa (Ferreira et al., 2014; Bauer & Matzler, 2014), mutta siitä huolimatta tutkimus due diligence -prosessia kohtaan on hyvin rajallista (Ahammad & Glaister, 2013; Porsgaard et

al., 2018) ja esimerkiksi vuonna 2010 yritysostojen ja fuusioiden tutkimus kattoi 3 % kaikista maailman julkaistuista artikkeleista ja tästä vain murto-osa itse due diligence -prosesseja (Bauer & Matzler, 2014).

Ennen varsinaista kauppaa tapahtuvat toimenpiteet ovat kriittisiä yritysoston onnistumisen kannalta ja siten sen syvällisempi tutkiminen on perusteltua. Tavoitteena tutkielmassa on perehtyä operatiivisen due diligence prosessin eri osa-alueisiin ja pyrkiä ymmärtämään miksi näiden perusteellinen analysoiminen on keskeistä yrityskaupan onnistumisen kannalta. Keskeisiä tutkimuskysymyksiä tässä tutkielmassa ovat:

- Mikä rooli operatiivisella due diligencella on ostavan osapuolen johdolle?
- Mitkä tekijät vaikuttavat operatiivisen due diligenceseen?
- Mitä haasteita operatiivinen due diligence sisältää?

Yritysostoja, fuusioita ja due diligence -prosessia on tutkittu kattavasti ja kaikkien näiden aihepiirien artikkeleja voi hyödyntää tässä kirjallisuustutkielmassa. Kirjallisuushaut on tehty pääosin Tampereen yliopiston tarjoamasta Andor tietokannasta, mutta yksittäiset artikkelit ovat myös Google Scholar tai Elsevierin tarjoamasta Scopus tietokannoista. Aiheesta on suomenkielistä tutkimusta hyvin rajallisesti, ja sen takia käytetyt hakusanat ovat englanninkielisiä. Haettuja käsitteitä ovat muun muassa: operations due diligence, operative due diligence, due diligence, M&A sekä Acquisitions. Koska annetuilla hakusanoilla löytyi tuhansia potentiaalisia artikkeleita sekä kirjoja, pystyttiin työssä suosimaan julkaisuforumilla korkean arvosanan saaneita lehtiä. Tähän on kuitenkin otettu tueksi myös yksittäisiä kirjoja sekä muuten työn aiheeseen hyvin osuvia vertaisarvioituja artikkeleita. Lähteitä kertyi työhöni kaiken kaikkiaan 60 kappaletta, ja koen ettei yksikään ollut turhaan mukana, vaan toi aidosti työhön lisää näkökulmia.

## 2. YRITYSOSTOT

Tässä luvussa perehdytään yritysostoihin sekä niiden merkitykseen yritysten strategiassa. Luku tarjoaa riittävän teoriapohjan tutkimuksen myöhempää analysointiosiota varten sekä painottaa lukijalle aiheen merkittävyyttä yritysmaailmassa.

### 2.1 Yritysjärjestelyjen merkitys taloudessa

Käsitteitä yritysosto ja fuusio käytetään toisinaan puhekielessä toistensa synonyymeina, vaikka todellisuudessa ne ovat kaksi eri termiä (Barney & Hesterly, 2018 s. 333). Väärinkäyttö voi johtua kirjallisuuden ja tutkimuksen tavasta käsitellä käsitteitä usein yhdessä lyhenteellä M&A (Mergers & Acquisitions) tai toisaalta se voi johtua myös käsitteiden samankaltaisuudesta. Tässä tutkimuksessa käsittelyyn rajataan pelkästään yritysostot.

Yritysoston voi toteuttaa useilla tavoilla. Liiketoimintakauppa vaihtoehdossa ostaja voi ostaa koko liiketoiminnan, suurimman osan liiketoiminnasta (> 51 %) tai hallitsevan osuuden, jolloin ostajalla on päätösvalta liiketoimintojen strategisissa päätöksissä (Barney & Hesterly, 2018 s. 333). Toinen vaihtoehto on ostettavan yrityksen osakekannan hankkiminen, jossa prosessin luonne vaihtelee yhtiömuodon mukaan. Yrityskaupoissa myyntihinnat voivat nousta hyvinkin korkeiksi ja siksi ostajan tulee pohtia erilaisia maksutapoja. Rahoitusvaihtoehtoja ostamiselle ovat myyntihinnan suuruisen velan ottaminen, ostavan yrityksen johtoryhmän ryhmäostot tai ostavan yrityksen osakkeilla maksaminen. (Barney & Hesterly, 2018; Pignataro, 2015) Erilaisten rahoitusvaihtoehtojen vaikutus lopulliseen kauppahintaan ja ehtoihin on merkittävä, mutta tästä huolimatta aihe on suhteellisen vähän tutkittu (Welch et al., 2020)

Luonteeltaan yritysostot voidaan jakaa ystävällisiin (friendly) tai vihamielisiin (hostile). Luokittelu perustuu ostettavan yrityksen johdon ja hallituksen asennoitumiseen yritysostoa kohtaan (Welch et al., 2020). Mikäli ostettavan yrityksen puolelta ollaan myönteisiä ostoa kohtaan, puhutaan ystävällisestä yritysostosta, kun taas vihamielisessä yrityskaupassa (hostile takeover) ostettavan yrityksen johto ei halua yrityksen tulla ostetuksi. Toisinaan pörssiin listattujen yritysten kohdalla vihamielinen yritysosto tapahtuu kokonaan ilman neuvotteluja ostettavan yrityksen johdon kanssa (Gerasimenko, 2020).

Yritysostot ovat tärkeä toimintamalli yrityksen muutokselle ja kasvulle (Welch et al., 2020) sekä tapa toteuttaa kotimaista ja kansainvälistä strategiaa (Ferreira et al., 2014).

Keskeisestä strategisesta roolista huolimatta monet yritysostot päätyvät epäonnistumiseen (Weber & Camerer, 2003). Vanhemmissa tutkimuksissa yritysostojen epäonnistumisprosentin todetaan olevan 40–50 % (Bagchi & Rao, 1992; Hunt, 1990), kun taas uudemmissa artikkeleissa luvut ovat jopa 70–90 % (Christensen et al., 2011). Pääsyy epäsuotuisalle lopputulokselle on integraation epäonnistuminen ostajan ja ostettavan yrityksen välillä (Mustaffa, 2017). Osasyynä kasvaneeseen epäonnistumisprosenttiin voidaan pitää globalisaatiota ja sen myötä kasvaneita ulkomaisia yritysostoja, mitkä hankaloittavat ostajan selvitysprosessia. Yrityksen kotimaan ulkopuolella toimivat yritykset voivat olla toimintaympäristöltään ja kulttuuriltaan hyvinkin erilaisia ja sitä kautta integroiminen ostajaan itseensä on monimutkaisempaa ja vaativampaa kuin kotimaan sisäisessä yritysostossa. (Ahammad & Glaister, 2013)

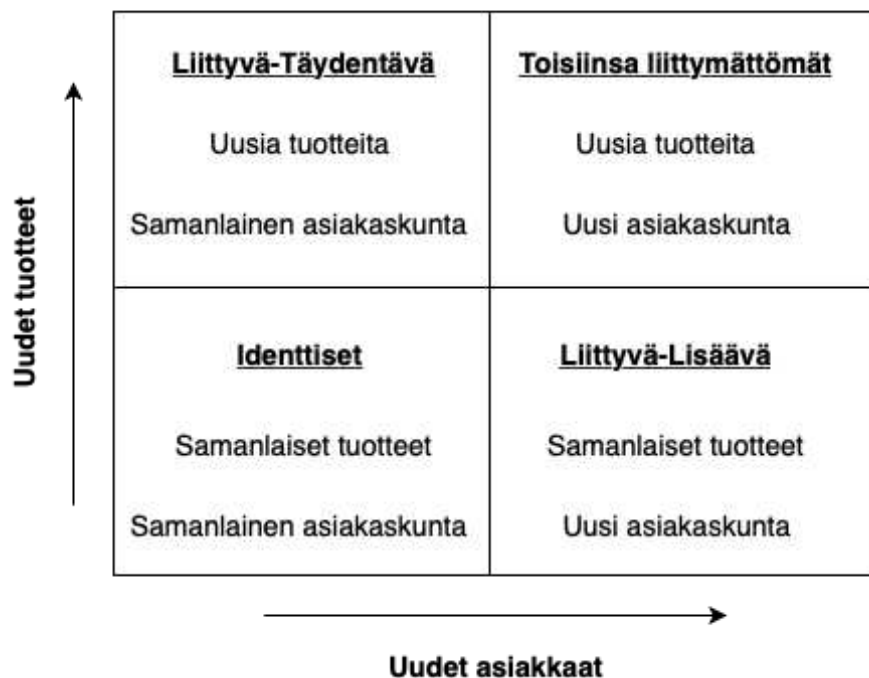
## 2.2 Yritysostojen esivaihe

Toinen syy yritysoston epäonnistumiselle voi olla huonosti toteutettu esivaihe, joka esitellään seuraavaksi. 1990-luvulla yritysostoprosessi jaettiin karkeasti neljään vaiheeseen, joista kaksi ensimmäistä oli ennen kaupan toteutumista (Hunt, 1990). Uudemmissa tutkimuksissa pelkästään yritysoston esivaihe jaetaan kuitenkin jopa kuuteen osaan, mitkä ovat 1. vireillepano 2. kohteen valinta 3. tarjous ja neuvottelut 4. valuaatio, rahoitusehdot sekä rahoitus 5. ilmoitus 6. sulkeminen (Welch et al., 2019). Näiden kuuden vaiheen aikana tapahtuvat toimet ja päätökset ovat usein sidonnaisia toisiinsa, sisältävät eri vaiheissa useita sisäisiä ja ulkoisia tekijöitä sekä vaativat rekursiivisia päätösketjuja (Jemison & Sitkin, 1986). Monimutkaisuudestaan ja merkityksellisyydestään huolimatta yritysjärjestelyn esivaiheeseen kohdistuva tutkimus on melko rajallista ja keskittyy korkeatasoiseen, yksinkertaistettuun ja staattiseen käsitykseen aiheesta (Welch et al., 2020).

Jo pelkkä esivaihe on siis monivaiheinen, vaatii paljon resursseja ja voi viedä ajallisesti pitkään (Ahammad & Glaister, 2013). Onkin tärkeää, että esivaihe tehdään rauhassa ja huolellisesti, sillä nopealla läpiviennillä on havaittu olevan korrelaatio yritysjärjestelyn epäonnistumistodennäköisyyteen (Hunt, 1990). Kokonaisuutena ostajan johdon tulee esivaiheessa pohtia ostettavan yrityksen aineellisia sekä usein vielä tärkeämpiä aineettomia varoja, jotta lopullinen kokonaisarvostus kyetään tekemään mahdollisimman tarkasti. (Ahammad & Glaister, 2013) Ulkoisten neuvonantajien ja sidosryhmien läsnäolo yritysjärjestelyjen esivaiheessa vaikuttaa kaupan toteutumiseen ja sen hintaan monella tavalla. Esimerkiksi rahoitusanalyttikoiden suosituksilla on huomattu olevan tärkeä rooli kaupan onnistumisprosentissa (Becher et al., 2015).



Yritysostoprosessi voi alkaa kumman tahansa osapuolen aloitteesta, eli ostettava yritys voi ilmaista halukkuutensa tulla ostetuksi tai ostaja voi lähestyä kohdeyritystä. Aloittajalla ei ole suoraa vaikutusta ostoprosessin onnistumisessa, mutta se vaikuttaa prosessin etenemiseen ja tutkimusten mukaan jo pelkkä ensimmäinen vaihe voi kestää keskimäärin 2 vuotta. (Hunt, 1990) Yritysostolla voi olla kaksi eri tavoitetta, jotka ovat tuoteportfolion laajentaminen (diversification) tai sitten valloitetaan markkinaosuutta (expansion) ja se kumman ostaja valitsee, vaikuttaa myös potentiaalisten ostettavien yritysten listaan. Lisäksi, jos yritys pyrkii ostolla uusille markkinoille, voi tämän tehdä joko sellaisille markkinoille, jossa ostaja voi hyödyntää omia funktioitaan ja ydinosaamista tai sitten täysin uusille markkinoille, jossa he eivät voi hyödyntää nykyistä toimintaansa lainkaan. (Salter & Weinhold, 1981) On itsestään selvää, että nämä valinnat vaikuttavat monilla tavoilla yritysoston esivaiheeseen ja suoritettavaan due diligenceen. Esimerkiksi ostettaessa yritys, joka toimii samoilla markkinoilla, on ostettavan yhtiön liiketoiminta jo entuudestaan tuttua ja siten due diligencen selvitystyö vaatii vähemmän työtä kuin täysin uusille markkinoille mennessä. Kuvassa yksi on esitelty ostavan osapuolen potentiaalisia laajentumismahdollisuuksia, missä jokainen kenttä sisältää oman potentiaalinsa sekä riskinsä.



**Kuva 1.** Kohdeyrityksen ja ostajan välinen strateginen yhteensopivuus (mukaillen Shelton 1988)

Sheltonin (1988) tutkimuksen mukaan related-supplementary (Liittyvä-Lisäävä) ja identical kentille sijoittuvat yritysostot tuottavat ostajalle eniten arvoa. Korkeamman arvon lisäksi yrityskaupan onnistumisen todennäköisyys on suurempi, kun ostajan ja kohteen

tarjoomat ovat toisiinsa liittyviä. (Shelton, 1988) Ostajan tulisi siis etsiä yrityksiä, joilla on samanlaiset tuotteet ja asiakaskunta kuin itsellä tai toisena vaihtoehtona samanlainen tarjooma, mutta eri asiakaskunta. Lisäksi ostajan tulisi etsiä ostettavaksi isoimpia potentiaalisia firmoja, koska niillä on todennäköisemmin korkealaatuisia omaisuuseriä, jotka tuovat eniten arvoa (Shelton, 1988). Ahammadin (2013) mukaan ostettavan yrityksen suhteellinen koko vaikuttaa myös oston onnistumiseen, koska isommalla kohteella on enemmän potentiaalisia synergiakohteita, isompi resurssikanta sekä enemmän kompetenssia, mitkä kaikki parantavat oston onnistumisen todennäköisyyttä.

Tarjous- ja neuvotteluvaiheeseen vaikuttaa vahvasti se, onko ostettava yritys listattu pörssiin vai ei. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta yrityksestä tulee tehdä julkinen ostotarjous eikä tarjolla ole sellaista sisäpiiritietoa, jota muilla osakkeenomistajilla ei olisi. Lisäksi tällaisissa yrityskaupoissa pörssin säännöt monimutkaistavat prosessia. (DePamphilis, 2017) Myyntiä harkitsevista yrityksistä noin puolet käyvät neuvotteluja useamman ostajaehdokkaan kanssa samaan aikaan, koska sillä on havaittu olevan suora vaikutus myyntihintaan ja useammalla kilpailijalla saavutetaan yleensä korkein myyntihinta (Boone & Mulherin, 2007). Lisäksi useiden yritysten läsnäolo tarjousprosessissa vaikuttaa neuvottelujen nopeuteen sekä ostajayritysten sitoutumiseen. Varsinkin tilanteissa, jossa tarjouskilpailu on julkinen. (Haunschild et al., 1994) Neuvotteluissa keskeisessä roolissa on luottamus osapuolien välillä, sillä molemmat tahot yrittävät tavoitella omaa etuaan ja omalle yritykselle parasta mahdollista sopimusta. Tämä voi näkyä myyjän puolelta esimerkiksi valheellisen tiedon antamisena kilpailevien ostajien määrään liittyen. (Graebner, 2009)

Ostava osapuoli aloittaa usein kohdeyrityksen kohdistuvan selvitystyön ja valuaation jo ennen neuvotteluvaiheeseen etenemistä, sillä sen on arvioitava, onko yritys ylipäätään tavoittelemisen arvoinen. Tämä prosessi kuitenkin jatkuu pitkään ja kestää yli neuvottelujen, jonka ansiosta saadaan tarkempi kuva kohdeyrityksen realistisesta arvosta. (Jovanovic & Braguinsky, 2004) Toisinaan kohdeyrityksen tietoihin käsiksi pääseminen voi kuitenkin olla vaikeaa, sillä ostettava voi tehdä tiedon saamisen vaikeaksi ja näyttää vain sen, minkä halutaan näkyvän (Na, 2004) Lopullinen toteutuva kauppahinta harvoin on pelkästään kohdeyrityksen valuaation lopputulos, vaan summaan lisätään niin sanottu preemio, jonka tarkoituksena on motivoida ostettavan yrityksen nykyiset omistajat myymään omistuksensa. (Welch et al., 2020) Kuten aiemmin on mainittu, voi yrityskaupan rahoittaa rahalla, ostavan yrityksen osakkeilla tai aiempien yhdistelmänä. Osakkeilla maksamisella on kuitenkin huomattu olevan negatiivinen vaikutus ostavan yrityksen osakkeen hintaan, sillä se viestii, että ostava yritys pitää nykyistä osakekurssiaan yliarvostettuna. (Welch et al., 2020)

Yrityskaupan varsinainen valmistelu tapahtuu suljettujen ovien takana niin kauan, kunnes ostaja tekee julkisen ilmoituksen yrityskaupasta ja tällöin niin sanottu yritysjärjestelyn yksityinen esivaihe katsotaan päättyneeksi. Se, missä kohtaa prosessia tämä julkistus tapahtuu, riippuu ostettavan yrityksen yhtiömuodosta ja julkisesti noteeratun yhtiön tapauksessa ilmoitus tehdään suhteellisen aikaisessa vaiheessa. (Welch et al., 2020) Griffin et al. (2016) havaitsivat tutkimuksessaan, että ostavat yritykset saattavat julkaista positiivisia mutta irrelevantteja uutisia lyhyellä ajanjaksolla ennen yrityskaupan julkistusta lieventääkseen ulkoisten osakkeenomistajien negatiivisia reaktioita yritysjärjestelyyn liittyen. Gamache et al. (2019) kuitenkin argumentoivat tutkimuksessaan yrityskaupajulkistusta edeltävien informaatiopurskeiden viestivän ostavan osapuolen toimitusjohtajan epävarmuudesta kaupan tuottopotentialin suhteen. Viimeinen vaihe yritysoston julkistuksen jälkeen on kaupan sulkeminen. Tässä kohtaa järjestelyn molemmat osapuolet toimittavat pakollisia selvityksiä ja tietoja kauppaan liittyen, neuvottelevat rahoitusehdot loppuun sekä hakevat kilpailuviranomaisen hyväksyntää järjestelylle. Lisäksi molemmat osapuolet alkavat valmistautua oston jälkeiseen integraatiovaiheeseen, joka on yrityskaupan onnistumisen kannalta hyvin kriittinen vaihe. (DePamphilis, 2017)

## 3. DUE DILIGENCE OSANA YRITYSOSTON ESI- VAIHETTA

Tässä luvussa perehdytään tarkemmin due diligence -prosessiin, sen osa-alueisiin sekä merkitykseen yritysjärjestelyissä. Lisäksi esitellään operatiivisen due diligence -prosessin osa-alueet tarkemmin seuraavan luvun käsittelyä varten.

### 3.1 Due diligencen suorittaminen yrityskaupassa

Due diligence on kriittisen analyysin ohjelma, jonka yritykset suorittavat ennen yritysostoa tai fuusiota. Tavoitteena on antaa yrityskaupan ostavan osapuolen sidosryhmille luotettava ja kattava taustatutkimus päätöksenteon tueksi. (Porsgaard et al., 2018) Prosessi on mahdollista tehdä yrityksen sisäisesti, mutta ulkoiset tahot kuten konsulttiyritykset tarjoavat palveluina koko due diligence -prosessin läpivientiä ja tällaisten palvelujen käyttö onkin yleistä varsinkin isoissa yritysjärjestelyissä. Ulkoisten tahojen käyttö on hyödyllistä, sillä due diligence -prosessi tulisi suorittaa mahdollisimman objektiivisesti, mikä voi tuottaa haasteita, jos selvittäjänä on yrityskaupan toinen osapuoli. Prosessin aikana tutkitaan kattavasti kohdeyrityksen vahvuuksia, heikkouksia ja strategista- sekä kilpailuasemaa markkinoilla. (Kissin & Herrera, 1990) Ostajan tuleekin saada mahdollisimman paljon tietoa ostettavasta yrityksestä, jotta se pystyy suorittamaan yritysoston jälkeisen integraation tehokkaasti ja onnistuneesti. Esimerkkejä tärkeistä selvitettävistä aspekteista ovat ostettavan yrityksen organisaatorakenne sekä päätöksentekoprosessi. (Ahammad & Glaister, 2013) Toinen keskeinen tavoite on vähentää tietopäsymmetriaa osapuolien välillä, jolloin kauppahinta- ja ehtoneuvotteluissa on vähemmän kitkaa ja neuvoteltavaa. (Wangerin, 2019) Kokonaisuutena due diligencen toteuttaminen on kallis ja työläs prosessi, minkä tulisi kuitenkin olla aina tehtävä pakollinen paha (Na, 2004).

Mikäli neuvottelujen seurauksena molemmat osapuolet hyväksyvät yritysjärjestelyn, niin due diligencellä on kaksi muutakin tärkeää tehtävää edellä mainittujen lisäksi. Ensimmäinen on varmistaa, että sopimuksen esityksiin ja takuisiin liittyvä tilinpäätös on tehty käytössä olevien tilinpäätös laatimisperiaatteiden ja sääntöjen mukaisesti. Toinen tehtävä on varmistaa, ettei kohde yritykseen ole kohdistunut mitään merkittäviä haittatapahtumia, jotka laskisivat yrityksen arvoa tulevaisuudessa. (Wangerin, 2019) Tästä esimerkiksi voisi olla tuleva oikeudenkäynti tai tuotteen riittämättömät turvallisuusvaatimukset. Viimeisimmät yritysosto ja fuusio tutkimukset osoittavatkin, että monet kaupat ovat epäonnistuneet siksi, että ei tunnisteta havaittavissa olevia tulevaisuuden tapahtumia. Li-

säksi syitä epäonnistumiselle voi olla ylihinnan maksaminen kohteesta tai se ettei saavuteta odotettuja synergioita yhteensopimattomille vallitseville taloudellisille ja kulttuurisille olosuhteille. (Ahammad & Glaister, 2013) Due diligencessä kuitenkin tutkitaan kohteen strategista sopivuutta ja pohditaan mikäli ostettavan firman kompetenssi voidaan yhdistää ostajan kanssa luoden synergioita. Tämän selvitettyään ostaja voi myös tehdä realistisen suunnitelman, miten kaupallistaa tuo synergia ja sitä kautta vahvistaa yritysoston onnistumistodennäköisyyttä (Ahammad & Glaister, 2013).

Keskeistä due diligencen suorittamisesta tekee myös myyjien motiivi korostaa ja kertoa julkisesti positiivisesta informaatiosta, jolloin due diligence -prosessissa löydetty tiedot ovat usein epäsuotuisia ja siten myös kohdeyrityksen arvoa alentavia (Puranam et al., 2006). On myös tilanteita, jossa yksityisen yrityksen tilinpäätös ei täysin noudata hyvää kirjanpitoa ja normeja ja tämä havaitaan perusteellisella yritykseen perehtymisellä. Tällaisten asioiden löytäminen on tärkeää, koska niillä on suora vaikutus yrityksen valuutaan. (Mullins et al., 2011)

Kuten aiemmin mainittiin, due diligence -prosessin voi jakaa kolmeen kategoriaan, jotka ovat operatiivinen, juridinen sekä taloudellinen näkökulma. Nämä kaikki tutkivat yritystä eri perspektiivistä paljastaen siitä erilaisia riskejä sekä mahdollisuuksia ja kokonaisvaltaisen kuvan saamiseksi tulisi due diligence -prosessi tehdä jokaisesta näistä näkökulmasta. (Grebe, 2011) On kuitenkin myös mahdollista jakaa prosessin osa-alueet vielä pienemmiksi kokonaisuuksiksi, jolloin kategorioita ovat taloudellinen, oikeudellinen, henkilöresurssit, toiminta, liiketoiminta ja strateginen näkökulma (Ahammad & Glaister, 2013).

Nimensä mukaan taloudellista due diligencettä suorittaessa keskitytään yrityksen taloudelliseen tilanteeseen. Siinä ei tutkita syitä aikaisempaan suoriutumiseen eikä myöskään tulevaisuuden tilannetta vaan keskitytään ainoastaan nykytilaan (Grebe, 2011). Sen avulla ostava osapuoli voi saada kohteesta selville esimerkiksi huonon pääomarakenteen, tehottoman varojen käytön tai muuta epäilyksiä herättäviä tietoja. Vastaavasti kohdeyrityksen hyvä taloudellinen tilanne vaikuttaa suoraan yrityksen kokonaisarvoon ja ostopotentiaaliin. Yritysostoa tehtäessä keskeisimpiä tarkasteltavia taloudellisia tunnuslukuja ovat EBITDA (käyttökate), EPS (osakekohtainen tulos), liikevaihto, kassavirta sekä kirja-arvo (Nesvold et al., 2015).

Juridinen due diligence pitää sisällään kohdeyrityksen liiketoiminnan oikeudellisen puolen arvioimisen (Grebe, 2011). Sen avulla pystytään tunnistamaan todelliset sekä ehdolliset riskit, jotka ostaja joutuisi yrityskaupan myötä kantamaan. Tällaiset riskit voivat

olla piilossa kohdeyrityksen asiakirjoissa ja siksi asiantuntijoiden tuleekin tarkastaa lukuisia erilaisia dokumentteja saadakseen mahdollisimman täsmällisen kuvan yrityksen tilasta. Prosessin myötä esiin nousevia asioita voisi olla esimerkiksi vireillä olevat oikeustoimet tai immateriaalioikeudet. (Paschall & Russell, 2004) Juridisen due diligencen toteuttava tiimi osallistuu usein myös investoinnin muihin vaiheisiin, kuten transaktion asiakirjojen valmisteluun tai sopimukseen liittyvien ongelmien ratkaisemiseen (Grebey, 2011).

Kolmas ja viimeinen kategoria on operatiivinen due diligence, jonka avulla tutkitaan yrityksen operatiivista toimintaa. Toisin kuin muut due diligence prosessit, tässä tarkistuksessa keskitytään enemmän tulevaisuuteen kuin nykyhetkeen tai menneisyyteen (Deloitte, 2020). Tarkoituksena on määrittää ostettavan yrityksen operatiivisen infrastruktuurin kypsyys ja potentiaali sekä miten tehokkaasti ja onnistuneesti yrityksen toiminta pyörii. Prosessi ei siis ole pelkästään epätoivottujen asioiden sulkemiseksi ja löytämiseksi vaan voidaan muun muassa poistaa epäilyjä synergioiden yhteensopivuudesta. Yleiset lähestymistavat operatiiviseen due diligence -prosessiin ovatkin riskin tai kehittämispotentiaalin näkökulmasta. (Porsgaard et al., 2018) Lopputuloksena ostajan tulisi pystyä tarkastelemaan onko liiketoiminta ylipäättään ostamisen arvoinen sekä määrittää ja suunnitella tulevaisuuden strategisia liikkeitä. Operatiivinen due diligence voidaan jakaa useaan osaan yrityksen toimintojen mukaan ja jokaista osa-aluetta tulisi tarkistella erikseen. Nämä osa-alueet on esitelty seuraavassa alaluvussa.

### **3.2 Operatiivisen due diligencen suorittamisessa tutkittavat osa-alueet**

Porsgaard et al. (2018) identifioi kirjallisuuskatsauksessaan kuusi toimintoa, joilla on keskeinen operatiivinen rooli ja niiden laadulla on suora vaikutus yritystoston houkuttavuuteen sekä menestykseen. Nämä toiminnot ovat 1. Ihmiset ja organisaatio, 2. informaatioteknologiat ja -systemit, 3. kustannukset ja pääoma, 4. skaalautuvuus, 5. potentiaalit ja 6. riskit. Vastavuoroisesti Grebeyn (2011) tarkastellessa samaa aihetta kirjassaan, jakaa hän operatiiviset toiminnot kahdeksaan eri kokonaisuuteen, joita ovat asiakastyytyväisyys, tuotanto, informaation hallinta, myynti ja markkinointi, organisaatio, henkilöstö, talous sekä lakipuoli. Näiden kahden kirjallisuuden jaottelut ovat hyvin samantapaisia, mutta Grebeyn kirjassa jaottelu on kenties hieman yksityiskohtaisempi, kuin Porsgaard et al. kirjallisuuskatsauksessa. Karkeammassa jaottelussa voidaankin tunnistaa yksittäisen nimetyn toiminnon sisältä useampi yksityiskohtaisen jaottelun toiminto. Niinpä tässä kirjallisuuskatsauksessa operatiivista due diligence -prosessia käsitellään kuusi osaisena, kuten Porsgaard et al. artikkelissa. Tämän avulla prosessin tutkimus saadaan kattamaan enemmän toimintoja ja olemaan yleisesti kokonaisvaltaisempi.

**Taulukko 1.** Operatiivisen due diligence -prosessin osa-alueet ja niiden keskeisiä ajureita (mukaillen Porsgaard et al. 2018)

<b>Arvioitava kohde</b>	<b>Tarkasteltavat asiat</b>
<b>Ihmiset ja organisaatio</b>	Kyvyt Organisaation rakenne Henkilöstö infrastruktuuri Yrityskulttuuri
<b>Informaatioteknologia ja -systeemit</b>	Data Systeemit Työkalut
<b>Kustannukset ja pääoma</b>	Juoksevat kulut Pääoma
<b>Skaalautuvuus</b>	Kompetenssit Valmiudet Teknologiat
<b>Potentiaali</b>	Rationalisointi Tehokkuus
<b>Riskit</b>	Materiaalit, varat ja omaisuus Kapasiteetti Asiakastyytyväisyys Taloudellinen tulos

### 3.2.1 Ihmiset ja organisaatio

Tämä osa-alue käsittelee yrityksen henkilöstöä sekä organisaation rakennetta. Kyseistä toimintoa voidaan pitää yhtenä operatiivisen due diligence -prosessin tärkeimmistä tutkittavista asioista (Porsgaard et al., 2018), sillä nämä toiminnot pitävät sisällään suurimman kustannussäästö potentiaalin organisaation ja henkilöstön uudelleenjärjestelyjen kautta. (Recardo & Toterhi, 2014) Keskeisiä toiminnon ajureita ovat kyvyt, organisaation rakenne, henkilöstö infrastruktuuri sekä yrityskulttuuri.

Tässä yhteydessä kyvyillä viitataan ostettavan yrityksen henkilöstön osaamiseen, kokeemukseen sekä koulutukseen (Alvarez & Jenkins, 2007). Nämä aspektit ovat merkityksellisiä ostettavan yrityksen potentiaalin sekä yritystalon jälkeisen integraation kannalta. Mitä enemmän yrityksessä on kyvykästä henkilökuntaa, sitä houkuttelevampi kohde se on. Organisaation rakenteen kohdalla tutkitaan muun muassa henkilöstön työnkuvia ja -jakoa, eri funktioiden rooleja ja vastuita, raportointiketjuja sekä päätöksentekoprosesseja (Ahammad & Glaister, 2013). Selvittämällä kohdeyrityksen erilaisia rakenteita, voidaan niitä vertailla oman yrityksen vastaaviin ja löytää synergioita, joita voidaan hyödyntää integraatiossa tai vastaavasti ristiriitoja, jotka tulee myöhemmin ratkaista.

Henkilöstöinfrastruktuuria tutkittaessa selvitetään kohde yrityksen tapaa hoitaa työntekijöiden palkanmaksu, henkilöstöetuudet sekä henkilöstöpalvelut (Grebey, 2011). Ostava osapuoli haluaa siis selvittää minkälaiset palkkaus- ja palkkiojärjestelmät ostettavalla yrityksellä ovat ja siten jälleen vertailla niitä omiin järjestelmiin. On myös mahdollista, että joissain tapauksissa löydetään tehottomia tai kalliita korvattavissa olevia järjestelmiä, joihin voidaan reagoida. Ihmiset ja organisaatio näkökulman neljäs ja viimeinen käsiteltävä ajuri on yrityskulttuuri, jolla on keskeinen rooli koko yritysoston onnistumisessa (Grebey, 2011). Mikäli tätä aspektia ei tutkita ollenkaa, törmätään harmillisen usein tilanteeseen, jossa kulttuurilliset haasteet tai organisaation sopeutumiskyky tekevät yritysostosta epäonnistuneen (Recardo & Toterhi, 2014).

### **3.2.2 Informaatioteknologiat ja -systemit**

Informaatioteknologioilla ja -systeemeillä tarkoitetaan tässä yhteydessä kohdeyrityksen kaikkea tietokoneiden, servereiden, tiedon, ohjelmistojen, sekä sisäisen verkon hallintaa ja ylläpitoa. Informaation hallinta kokonaisuuteen kuuluu sekä perinteinen IT-osasto että kaikki ne järjestelmät, jotka käsittelevät yrityksen dataa, käytäntöjä sekä toimenpiteitä. (Porsgaard et al., 2018) Näiden järjestelmien tarkoituksena on siis automatisoida ja dokumentoida yrityksen eri funktioiden toimintaa ja siten ne ovat hyvin tärkeitä operatiiviselle toiminnalle (Grebey, 2011). Eryteisesti nykyaikana, kun datan määrä ja sen liiketoiminta-arvo ovat jatkuvassa nousussa, on ostajan kannalta keskeistä selvittää mitä ja miten dataa kerätään ja käsitellään kohdeyrityksessä. IT-järjestelmien yhteensopivuuden tarkastelematta jättäminen voi johtaa korkeisiin ohjelmistojen yhteensovittamiskustannuksiin, jota ei osata ottaa huomioon yritystä arvostettaessa (Ahammad & Glaister, 2013).

Informaatioteknologiat ja -systemit toiminnolla kolme keskeisintä ajuria ovat data, systemit sekä työkalut. Näistä ensimmäinen on intuitiivinen ja pitää sisällään datan varastoinnin ja vaihdon arvioimisen. Lisäksi tulee tutkia datavarastojen turvallisuutta ja suojausta tietomurtoja vastaan. (Recardo & Toterhi, 2014) Mikäli dataa ei ole varastoitu rationaalisesti voi sen arvo ostavalle yritykselle olla mitätön, kun taas hyvin kerätty ja varastoitu data voi luoda informaatisynergioita, joilla on korkea liikearvo.

Systeemejä tarkisteltaessa perehdytään kohdeyrityksen järjestelmiin, järjestelmien rakenteisiin, alustaan, jonka päälle kaikki on rakennettu, sekä yhteenliitettävyyteen (Porsgaard et al., 2018). Näitä аспектеjä tarkasteltaessa tulee kiinnittää huomiota samanlaisiin asioihin kuin data-ajuriin perehdyttäessä. Ostajan tulee siis selvittää, onko järjestelmät rakennettu järkevästi ja toimivan alustan päälle, josta ne voidaan mahdollisimman vähällä vaivalla myöhemmin liittää oman yrityksen käyttöön. Kolmas ajuri työkalut ovat



myös intuitiivinen käsite ja pitää sisällään kaikki työkalut ja apuvälineet, joita kohdeyrityksellä on olemassa tiedon hallitsemiseksi ja hyödyntämiseksi. Ostajalle on keskeistä selvittää, että miten näitä työkaluja hyödynnetään tällä hetkellä. (Grebey, 2011) Näin saadan tieto, mikäli hyödykkeitä ei käytetä tehokkaasti ja niissä olisi potentiaalia luomaan enemmän arvoa liiketoiminnalle ostajan käytössä.

### 3.2.3 Kustannukset ja pääoma

Yrityksien sisällä on olemassa paljon toimintoja ja ne kaikki voidaan jakaa karkeasti kahteen luokkaan, jotka ovat arvoa tuottavat tai kustannuksia synnyttävät toiminnot. Suurin osa näistä ovat jälkimmäisen kaltaisia. (Porsgaard et al., 2018) Arvoa tuottavalla toiminnolla viitataan sellaiseen toimintaan, joka luo yrityksen tarjoamaan asiakkaan kokemaa arvoa, kun taas kustannuksia synnyttävät toiminnot eivät tuota suoranaisesti asiakkaalle arvoa mutta voivat olla välttämättömiä yrityksen toiminnalle. Esimerkkejä tällaisista toiminnoista ovat esimerkiksi laatu- tai hallintokustannukset. Ajatus kustannuksia synnyttävien toimintojen leikkaamisesta on Clayton et al. (2011) mukaan toinen kahdesta syystä ryhtyä toteuttamaan yritysjärjestelyä. Historia on kuitenkin osoittanut, että toimitusjohtajilla on epärealistiset tavoitteet leikkausten suhteen ja siksi yritysostot päättyvät usein epäonnistumiseen. (Clayton, 2011) Tämän toiminnon kaksi keskeisintä ajuria ovat nimensä mukaisesti kustannukset sekä pääoma.

Kustannuksia tarkasteltaessa tulee yrityksen tutkia kaikkia kustannuksia, joita ostavalla yrityksellä on. Tällaisia ovat muun muassa aiemmin mainitut hallinto- ja laatu-kustannukset, materiaalinkäsittelykustannukset, jakelukustannukset sekä lukuiset muut kulut (Pignataro, 2015). Näihin perehtyessään ostava osapuoli saa kattavan kuvan minkälainen kustannusrakenne kohdeyrityksessä on ja voi löytää mahdollisia kustannussäästökohteita, joita hyödyntää oston jälkeen. Löytämällä tällaisia kohteita yritys pystyy parantamaan käyttökattautaan, mikä näkyy ulkoisille toimijoille yrityksen operatiivisen toiminnan paranemisena, mikä taas puolestaan nostaa yrityksen arvoa.

Omaisuuksien tarkastelu käsittää yrityksen kaiken pääoman tutkimisen fyysisestä omaisuudesta aineettomaan. Tämä on hyvin keskeinen ajuri koko due diligence -prosessissa, sillä omaisuus on yksi konkreettisimmista arvonnäyttäjistä yrityksessä. Siinä missä fyysinen omaisuus on verrattain helposti arvostettavissa, tulee ostajan arvioida myös aineetonta omaisuutta, jonka tekeminen voi puolestaan olla hyvinkin haastavaa ja tapauskohtaista. Omaisuuksien hallinnalla pystytään vaikuttamaan yrityksen käyttöomaisuuteen ja siten myös taseeseen. Kustannukset ja omaisuus kulkevat käsi kädessä, sillä esimer-

kiksi suurempi omaisuus näkyy kasvaneina ylläpitokustannuksina ja päinvastoin omaisuudesta luopuminen vähentää ylläpitokustannuksia ja lisää yrityksen pääomaa. (Grebey, 2011; Porsgaard et al., 2018)

### 3.2.4 Skaalautuvuus

Skaalautuvuudella viitataan kohdeyrityksen toimintojen potentiaaliin ja mahdollisuuksiin laajentua. Tarkastelemalla tätä due diligence -prosessissa, ostaja voi tunnistaa yrityksessä hyödynnettävissä olevia tai jopa välttämättömiä tekijöitä tavoitellun strategisen kasvun saavuttamiseksi. Pelkän tunnistamisen lisäksi on tärkeää ymmärtää myös näiden aspektien rajallisuudet ja rajoitteet. (Porsgaard et al., 2018) Ostavan osapuolen ostomotiiveista ja strategiasta riippuen, voi olla kannattamatonta hankkia toiminta, joka on saavuttanut maksimipotentiaalinsa tai sen operaatiot eivät ole skaalattavissa ostavan osapuolen operaatioihin.

Tarkasteltaessa skaalautuvuutta on syytä kiinnittää erityisesti huomiota kolmeen keskeiseen ajuriin, jotka ovat kohdeyrityksen osaaminen, valmiudet ja teknologiat. Tunnistessaan arvokasta osaamista kohdeyrityksessä, ostaja voi käyttää tätä potentiaali kumoamaan joitain yksittäisiä kohteen heikkoja kohtia. Esimerkiksi, jos kuluneina tilikausina ostettavan yrityksen yksittäiset tunnusluvut ovat olleet huonoja, vaikka yrityksen osaaminen on markkinoiden parhaimmistoa, voi syynä olla osaamisen käyttämätön potentiaali, joka voitaisiin skaalallaamalla ostajaan hyödyntää. (Shaughnessy & Harrigan, 2009) Vastaava tilanne on ostettavan yrityksen valmiuksia tutkittaessa. Ostajan tulee selvittää minikälaiset valmiudet kohdeyrityksellä on laajentaa toimintojaan ja kriittisesti arvioida tuotavko ne arvoa yrityskauppaan. Kuten muissakin due diligence -prosessin vaiheissa, tulisi selvityksen olla mahdollisimman objektiivinen, jotta yrityksen arvostus ei vääristy. Lisäksi vältytään tilanteilta, missä kohdeyritys väittää omaavansa hyvät valmiudet tuotekehitykseen, vaikka historiassa tuotekehitys on jätetty hyvin pienelle huomiolle. (Perry & Herd, 2004) Teknologian skaalautuvuutta tarkasteltaessa ostajan tulee pohtia, miten hyvin kohteen nykyiset teknologiat ovat skaalattavissa ostajan operatiiviseen toimintaan ja miten hyvin ostettavan yrityksen henkilökunta on omaksunut teknologiat. Toisinaan yritykset ovat tehneet päätöksen olla investoimatta teknologiaan ja systeemeihin kalliiden kustannusten tai henkilökunnan vastahakoisuuden takia. Teknologiat ovatkin usein osaluue, josta löytyy paljon kehityspotentiaalia. (Alvarez & Jenkins, 2007)

### 3.2.5 Potentiaali

Kohdeyrityksen potentiaalin määrittäminen ja määrällistäminen ovat keskeisiä selvitettäviä asioita ennen ostopäätöksen tekemistä (Shaughnessy & Harrigan, 2009). Due diligence -prosessin aikana tunnistetaan kohdeyrityksen avain ajurit, joilla on potentiaalia luoda oston yhteydessä arvoa ostajalle (Boston Consulting Group, 2021). Mikäli kohdeyrityksen potentiaali kohdistuu vain pieneen osaan operatiivista toimintaa tai potentiaali on määrältään rajallinen, voi ostava osapuoli hylätä kaupan, sillä se ei tuottaisi tarpeeksi arvoa omistajille tai täyttäisi yritysjärjestelyn strategisia tavoitteita.

Keskeisiä tutkittavia arvoajureita potentiaalia tutkittaessa on rationalisointi sekä tehokkuus. Näistä ensimmäisellä viitataan kohdeyrityksen toimintojen rationalisointiin ja kykyyn tehdä rakenneuudistuksia tilanteen niin tarvittaessa (Porsgaard et al., 2018). Näillä kahdella on keskeinen rooli kustannusleikkausten näkökulmasta, mikä aiemmin mainitusti on yksi kahdesta syystä ylipäätään ryhtyä yritysjärjestelyyn. Tämä korostaa potentiaalin tutkimisen tärkeyttä osana operatiivista due diligence -prosessia. (Recardo & Toterhi, 2014) Toinen ajuri eli tehokkuus ottaa kantaa siihen, miten tehokkaasti eri toiminnot yrityksessä suoritetaan tällä hetkellä ja minkälaiseen tehokkuuteen sillä olisi potentiaalia. Löytämällä tehokkuuden parantamispotentiaalia, voi yritys muun muassa pienentää myytyjen hyödykkeiden kustannuksia, tehostaa toimitusketjun kokonaissuorituskykyä tai vähentää tulojen menetystä esimerkiksi tuotteiden puutteen takia (Alvarez & Jenkins, 2007).

### 3.2.6 Riskit

Riskien tutkiminen tunnistetaan osaksi due diligence -prosessia ja yritysjärjestelyjä suurimmassa osassa aihetta käsittelevistä kirjallisuuksista. Koko due diligence prosessin ja yritysoston onnistuminen riippuu siitä, miten hyvin ja kattavasti erilaisia kauppaan liittyviä riskejä onnistutaan havaitsemaan ennen varsinaista ostoa. Perehtymisestä huolimatta päätöksiin ja yritysostoon liittyy aina jonkin tasoisia riskejä, joiden merkitys tulee arvioida ja hyväksyä. (Porsgaard et al., 2018) Minimoimalla kuitenkin nämä yllättävät riskit voidaan pienentää yritysostoon liittyvää epävarmuutta ja siten kasvattaa myös kaupan onnistumisprosenttia.

Operatiivisessa due diligence -prosessissa riskiä voidaan tutkia neljästä näkökulmasta, jotka ovat myös keskeisiä ajureita. Nämä näkökulmat ovat materiaalit, omaisuus, hyödykkeet; kapasiteetti; asiakkaat sekä taloudellinen suoriutuminen. Ensimmäisen esitelyn ajurin tutkiminen sisältää varallisuuserien tilan, laadun ja arvon pohtimista riskien nä-

kökulmasta. (Perry & Herd, 2004) Eli minkälaisella todennäköisyydellä yrityksen nykyisten hyödykkeiden arvo laskee lähitulevaisuudessa vai voiko niistä tulla jopa täysin epäkurantteja. Sen sijaan kapasiteettia tutkittaessa tulee selvittää muun muassa nykyisen kapasiteetin kyky vastata kysyntäpiikkeihin sekä kapasiteetin kyky vastata pitkän tähtäimen kysynnän kasvuun. Tästä aspektista, kuten muistakin riskeihin liittyvistä löydöksistä, on keskeistä saada todisteita ja jotain konkreettista aineistoa, pelkän kohdeyrityksen henkilöstön haastattelujen lisäksi (Porsgaard et al., 2018).

Asiakkaisiin liittyviä riskejä selvitettäessä tulee yrityksen saada tietoa muun muassa asiakkaiden uskollisuudesta sekä tyytyväisyydestä (Porsgaard et al., 2018). Tämän lisäksi asiakastyytyväisyyttä analysoitaessa on hyvä tiedostaa vaihtokustannukset, mikäli asiakas päättää vaihtaa toimittajaa sekä markkinoilla toimivat kilpailijat. Nämä molemmat tekijät vaikuttavat kohdeyrityksen asiakkaisiin kohdistuvaan riskiin. Viimeinen ajuri riskeihin liittyen on taloudellinen suoriutumisen, jossa riskejä arvioidaan katsomalla historiadataa ja sen kehitystä vuosien saatossa. Se, miten paljon data vaikuttaa havaittuun riskiin, määräytyy ostavan osapuolen riskinottohalun mukaan ja mitä enemmän ostaja on riskiä karttava, sitä suurempi painoarvo historian taloudellisella menestyksellä on. (Pablo et al., 1996)

## 4. ARVONMÄÄRITYS JA SEN HAASTEET OPERATIIVISESSA DUE DILIGENCESSA

Due diligencen onnistuminen voi tarkoittaa eri sidosryhmille eri asioita ja tätä voidaan mitata erilaisilla tavoilla, kuten omistajille luodun arvon perusteella tai kaupan jälkeisen integraation onnistumisen pohjalta. Tässä luvussa käsitellään onnistumista arvon luonnin kannalta. Lisäksi luvun tarkoituksena on analysoida mitä operatiivisen due diligence -prosessin eri osa-alueiden arvonmääritys pitää sisällään.

### 4.1 Operatiivisen due diligence -prosessin osa-alueiden arvonmääritys

Operatiivisen due diligence -prosessin suorittajille on keskeistä saada oikeaa data hyvistä ja luotettavista lähteistä. Siksi selvitysprosessissa tulee hyödyntää useita tiedonkeruutapoja. Porsgaard et al. (2018) erittelee artikkelissaan viisi tietolähdettä, joita ovat julkisesti saatavilla oleva data, sijoittajien muistiot ja johdon esitykset, toimipaikoilla vierailut, haastattelut sekä tietokannat. Ensimmäinen näistä tarkoittaa esimerkiksi lehtiartikkeleita tai tiedotteita, mistä ostaja usein saa ensimmäisen käsityksen mahdollisesta kohdeyrityksestä. Sijoittajien muistiot ja johdon esitykset ovat ensimmäisiä itse kohteelta saatuja tietoja. Toimipaikkavierailut ovat tärkeä tiedonkeruutapa, sillä silloin pääsee konkreettisesti näkemään yrityksen operatiivista toimintaa. Haastatteluissa due diligence toteuttavat tahot voivat kysellä esiin nousseita kysymyksiä kohdeyrityksen eri tahoilta ja saada siten tietoa muiltakin tahoilta kuin vain ostettavan johdolta. Viimeinen tapa eli tietokannat sisältävät paljon irrelevanttia tietoa, johon relevantti tieto helposti hukkuu. Ostajan onkin tärkeää tehdä tarkkoja tietopyyntöjä saadakseen hyödyllistä tietoa tietokannoista. (Porsgaard et al., 2018)

Kohdeyrityksen henkilöstöä tutkittaessa tulee määrittää, mikäli henkilökunta on ylipalkattua ja erityistä huomiota tulee kiinnittää johtoportaaseen. Mikäli heille maksetaan liian isoja palkkioita, voidaan se huomioida yrityksen arvostuksessa. (Mullins et al., 2011) Tällaisen tilanteen tunnistamiseksi voi käyttää esimerkiksi vertailua markkinoilla toimiviin kilpailijoihin. Kohdeyrityksen johdon osaamisella ja johtamistavalla on iso vaikutus yrityksen menestymisessä ja sen takia niitä tulee arvioida due diligence -prosessin aikana. Johtotavoista ja järjestelmistä keskeinen selvitettävä asia on, että onko kohdeyrityksellä systemaattiset ja kirjalliset ohjeistukset orientaatioon, koulutukseen, palkitsemiseen, ylennyksiin sekä muihin henkilöstöä koskeviin tekijöihin. (Mullins et al., 2011) Pelkästään nykyisten johtajien arvioimisen lisäksi hyvässä due diligence -prosessissa arvioidaan

sellaisia esimiehiä ja työntekijöitä, joissa havaitaan potentiaalia tulevaisuuden johtajaksi (Marks, 2001). Pelkän johdon tarkastelun lisäksi henkilöstön osaaminen, sitoutuneisuus sekä motivaatio vaikuttavat valuaatioon, mutta näille voi olla vaikea määrittää rahallista arvoa. (Mullins et al., 2011)

Yrityksen fyysisen omaisuuden kuten varastojen arviointi tehdään siten, että käydään fyysisesti tarkastamassa, onko varastoissa todellisuudessa saman arvon verran artikkeleita kuin yrityksen kirjoissa sanotaan. Mikäli havaitaan eroavaisuuksia, niin tulee due diligencen suorittajan arvioida, mikäli kyseessä on luonnollinen vaihtelu tai järjestelmällinen vääristäminen. Toinen arvioitava asia on, että onko varaston tuotteet edelleen kuranttia. (Mullins et al., 2011)

Toisin kuin fyysinen omaisuus, aineettoman omaisuuden arviointi on yksi hankalimmista arvioitavista asioista, sillä se ei ole määrällistettävissä ja jotkut hyödykkeet kuten brändi tai patentti voi luoda taloudellista hyötyä nykyiselle yritykselle muttei ostajalle. Tilanne voi olla myös täysin toisinpäin eli joku aineeton pääoma ei tuo kohdeyritykselle arvoa, mutta yhdistettynä johonkin ostajan tekijään se voisi luoda suuren arvon. Erityisen hyvää arvoa luovaa pääomaa on sellaiset asiat, jotka voidaan irrottaa kohdeyrityksestä ja esimerkiksi myydä, vuokrata tai vaihtaa eteenpäin. (Mullins et al., 2011)

Yrityksillä voi olla käytössään sellaisia resursseja, joiden hyödyntämiseksi se tarvitsee jotain toistakin resurssia tai sitten kyseiset resurssit ovat yhdessä arvokkaampia kuin erikseen (Barney, 1991). Tämän takia resursseja arvioitaessa pelkkä arvostaminen ei riitä, vaan tulee myös pohtia, että lisääkö kohdeyrityksen resurssit ostajan nykyisten resurssien arvoa. On myös mahdollista, että joidenkin omaisuuserien arviointiin voidaan tarvita eri alojen asiantuntijoita, jotta arvostus kyetään tekemään mahdollisimman tarkasti (Very & Schweiger, 2001). Esimerkiksi maaomistuksien arvioimiseen voi olla hyödyllistä käyttää juuri kyseisen alan ammattilaista.

Tuottavassa teollisuudessa organisaation tilat ja laitteisto muodostavat merkittävän osuuden yrityksen omaisuudesta. Kohdeyrityksen kiinteistöt ja maat voivat sisältää käyttämätöntä arvoa, mikäli ne olisivat tuottavampia jossain toisessa käytössä. On yleistä, että omistaja aliarvioi kiinteistöjen tai vastaavien omaisuuserien arvon taseessaan. Leasing-sopimuksella oleva omaisuus tulee arvioida pohtimalla sopimuksen sopivuutta, pituutta sekä uusimismahdollisuutta. Lisäksi arvostuksessa tulee huomioida, mikäli kohteella on pitkälle ulottuva sopimus kannattamattomasta kohteesta. Laitteiston valuaatioissa on tärkeää tunnistaa missä kohtaa elinkaarta laitteet ovat ja tehdä arvostus sen pohjalta. Tämän lisäksi tulee ottaa huomioon mahdolliset laitteiden huolto- ja ylläpito-

ohjelmat kolmansien osapuolien kanssa. Käyttämättömille laitteille tulee arvioida jälleennyntiarvo ja rikkiäisille tai loppuun kulutetuille laitteille korjaus/korvaus kustannukset. (Mullins et al., 2011)

IT-systeemejä arvioitaessa tulisi analytikkojen miettiä järjestelmien arvoa kolmesta näkökulmasta, jotka ovat 1. taustalla olevan teknologian arvo, 2. hallinnoinnin vaikeus ja 3. teknologian luoma arvo ostajalle (Harvey & Lusch, 1995). Eli onko IT-järjestelmät nykyisellään arvokkaita kohdeyritykselle ja onko siihen käytetty teknologia arvokasta ja tavoittelemisen arvoista. Toisena tulee arvioida, että miten vaativaa järjestelmien ylläpito on esimerkiksi henkilötyötunneissa ja muina kuluina. Kolmas näkökulma arvioi, onko järjestelmät helposti ostajan käytettävissä yrityskaupan jälkeen ja tuovatko ne lisäarvoa jo olemassa olevien IT-järjestelmien rinnalla.

Yrityksen markkinaosuudella, brändillä sekä toimittajasuhteilla on suora vaikutus yrityksen arvonmäärityksessä. Lisäksi jos yrityksen toiminta on vahvasti sidoksissa yhteen tai kahteen avainhenkilöön, on sillä arvoa madaltava vaikutus kokonaisarvostuksessa, koska silloin on riski, että ostettu yritys menettää asiakkaita, toimittajia tai muuta toiminnan kannalta keskeisiä sidosryhmiä yrityskaupan myötä. Due diligence -prosessilla saadaan hyvä kuva kaikkiin edellä mainittuihin aspekteihin ja lisäksi myös asiakaskunnan kokoon ja vahvuuteen. (Mullins et al., 2011) Joissain tapauksissa toimittajasuhteet ja niiden arviointi voi olla yhtä tärkeää, kuin asiakassuhteidenkin kohdalla. Toimittajia arvioidessa tulee analytikon ottaa selvää seuraavista aspekteista: toimitusaikatauluissa pysyminen, tuotteiden laatu, palautuspolitiikka sekä halukkuus ratkoa yhteisiä ongelmia. (Mullins et al., 2011)

## **4.2 Haasteet arvonmäärityksessä**

Yrityksien varastot voivat olla hyvin suuria ja sisältää lukuisia erilaisia tuotteita, mikä tekee arvonmäärittämisestä haastavaa ja aikaa vievää. Tämä näkyy erityisesti tuottavan teollisuuden yrityksissä, jossa varastojen arvo voi nousta merkittäväksi kokonaisarvostuksen kannalta. Varastojen arviointia hankaloittaa kokonsa ja monipuolisuutensa lisäksi varastotasojen vaihtelu sekä mahdolliset vaihtuvat komponentit. Muu keskeinen haaste varastojen sisällön arvonmäärityksessä on myös komponenttien kuranttiuden arvioiminen, sillä ostavalla osapuolella ei välttämättä ole ammattitaitoa määrittää mitkä komponentit ovat kurantteja ja mitkä eivät. (Mullins et al., 2011)

Operationaalisisista synergioista saatava tuotto voi olla taloudellisia synergioita haastavampaa tunnistaa osaksi valuaatiota, mutta samalla kilpailijoiden voi olla vaikeampaa imitoida ja tunnistaa niitä yrityskauppojen jälkeisessä kilpailussa (Capron & Pistre, 2002).

Syynä tähän on muun muassa se, että yrityksiä väliset synergiat ovat uniikkeja, jolloin kohdeyrityksen tuoma arvo vaihtelee ostavan yrityksen mukaan ja sen määrittäminen sisältää aina oletuksia ja arvauksia johtuen asymmetrisestä informaatiosta (Ahern & Weston, 2007). Kokonaisuudessaan operatiivisten synergioiden realisoituminen ja saavuttaminen vaatii runsaasti samanaikaista ja vaativaa päätöksentekoa, jossa jo pelkääntään muutaman päätöksen tai prosessin poikkeaminen valuaation aikana tehdystä suunnitelmasta saattaa aiheuttaa operationaalista synergiaa odotettujen tuottojen menettämisen, mikä taas puolestaan voi muuttaa koko yrityskaupan kannattamattomaksi. (Paruchuri et al., 2006; Gary, 2005) Myös Rabierin (2017) mukaan operationaalisen synergian tavoittelu on riskialtista, sillä sama tavoiteltu mekanismi, joka tuottaisi arvoa voi epäonnistuessaan aiheuttaa suuria tappioita.

Vincen (2006) mukaan yrityksen rationalisointiin vaikuttaa toimitusjohtajan ja muun johdon tunteet ja tämä korostuu erityisesti yritysoston aikana. Tämä vaikeuttaa operatiivisen due diligence -prosessin objektiivista suorittamista ja siksi on keskeistä tutkia rationalisointia muillakin tavoin kuin vain haastatteleamalla johtoporrasta. Ostavan osapuolen johdolla on myös toisinaan taipumus yliarvioida yritysoston tuomien etujen arvo, minkä takia he maksavat ylihintaa saadakseen kaupan toteutumaan (Na, 2004). Lisäksi on myös havaittu, että yritysjärjestelyn yhteydessä maksettu liian korkea preemio voidaan toisinaan jälkikäteen todeta olevan vain johtajien ylimielisyyden takia syntynyt valuaatiiovirhe (Roll, 1986; Seth et al., 2000). Tällainen ongelma voi olla haastavaa tunnistaa etukäteen ja saattaa johtaa koko yrityskaupan epäonnistumiseen. Johtajien ylimielisyydellä on paljon muitakin negatiivisia vaikutuksia yritysjärjestelyihin, kuten synergioiden yliarvioiminen tai niiden puuttuminen todellisuudessa kokonaan (Roll, 1986).

Prosessiteoriassa tunnustetaan johtajien toisinaan kiintyvän johonkin tiettyyn yritykseen valintaprosessiin ja neuvotteluihin käytetyn suuren panoksen takia. Se luo haasteita yrityskauppaan ja valuaatioon siten, että kiintymyksen takia vähätellään tai ei reagoida rationaalisesti due diligence -prosessissa esiin nousevaan negatiiviseen informaatioon. Toisaalta isoissa yrityskaupoissa voi olla tilanne missä valuaation yhteydessä on tarjolla enemmän tietoa kuin on mahdollista käsitellä. Tällöin due diligencea suorittavat tahot saattavat joutua hyödyntämään heuristisia menetelmiä sekä tunneperäisiä päätöksiä. Kyseisten keinojen käyttäminen voi olla pakollista, mutta samalla kohdeyrityksen kokonaisvaluaatio altistuu inhimillisille virheille. (Duhaime & Schwenk, 1985)

Asiakaskunta vaikuttaa suoraan kohdeyrityksessä havaittavaan potentiaaliin ja riskiin, mutta kohde saattaa olla kaiho kertomaan paljoa tietoa asiakkaistaan. (Mullins et al., 2011) Haaste nousee esiin etenkin tilanteissa, joissa kohde kokee tai pelkää tietojen



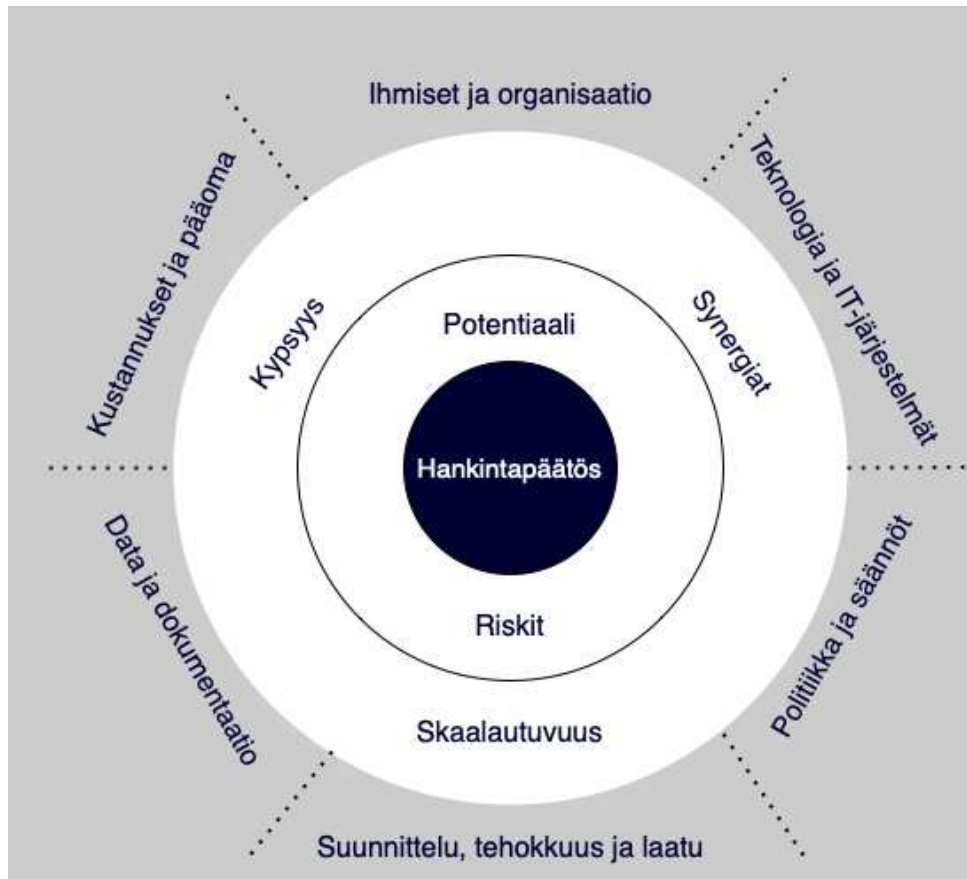
vähentävän yrityksen kokonaisvaluaatiota. Tällaista arvoa tuhoavaa tietoa voisi olla esimerkiksi, mikäli iso osa kohteen liikevaihdosta tulee vain yhdeltä asiakkaalta, jolloin tulevaisuuden kassavirtoihin liittyy suuri riski. Toinen pimitettävä tieto voisi olla esimerkiksi jonkin asiakkuussopimuksen loppuminen ilman aikomusta tehdä jatkosopimusta.

## 5. PÄÄTELMÄT

Tämän kandidaatintutkielman tarkoituksena oli tehdä kirjallisuuskatsaus yritysjärjestelyjen esivaiheen operatiiviseen due diligence -prosessiin. Tavoitteena oli selvittää, mitä osa-alueita tähän kuuluu, miten niiden arvonmääritys tapahtuu sekä mitä haasteita arvonmääritys pitää sisällään. Työ toteutettiin keräämällä kattavasti tietoa aihealueen kirjallisuudesta sekä vertaisarvioituista artikkeleista, mitä yhdistelemällä saatiin luotua selvä kokonaiskuva operatiivisen due diligencen sisällöstä, merkityksestä sekä haasteista.

Tutkimuksen tavoite saavutettiin ja johdannossa esitettyihin tutkimuskysymyksiin onnistuttiin vastaamaan. Katsauksessa tunnistettiin yritysjärjestelyjen onnistumisen yhdeksi avaintekijäksi onnistunut esivaiheen läpivienti ja erityisesti due diligence -prosessin onnistunut toteutus, sillä sen avulla kyetään minimoimaan riskejä sekä välttymään epäsuotuisilta yllätyksiltä yrityskauppoihin liittyen (Kuppili & Reddy, 2013). Riskien minimoinnin lisäksi ostavan yrityksen johdolle operatiivinen due diligence luo arvoa tunnistamalla synergioita, joita muuten ei välttämättä havaittaisi. Tällaiset kauppakohtaiset synergiat ovat potentiaalinen kestävä kilpailuedun luoja. Lisäksi ostaja osapuoli hyötyy operatiivisesta due diligencesta vähentämällä tietoepäsymmetriaa kohteen ja ostajan välillä, jolloin ehto- ja hintaneuvotteluissa on vähemmän kitkaa (Wangerin, 2019).

Katsauksessa onnistuttiin tunnistamaan operatiivisen due diligencen osa-alueita, joita arvioimalla voidaan määrittää kohdeyrityksen operatiivisen toiminnan arvo ostajalle. Kuvassa kaksi on visualisoitu ja kiteytetty yritysjärjestelyyn liittyvän operatiivisen due diligence -prosessin arvonmääritykseen vaikuttavia tekijöitä. Ympyrän keskiössä on hankintapäätös ja ympärillä olevat kerrokset kuvaavat mitä asioita ja minkälaisista näkökulmista niitä tulisi tarkastella. Sisimmässä kerroksessa ovat potentiaali ja riskit, mitä tutkimalla määritetään kokonaisuudessaan se, miten arvokas toiminto on ostajalle. Potentiaalia ja riskiä tulisi etsiä kolmella osa-alueella, joita ovat synergiat, kypsyyt sekä skaalautuvuus. Havaitsemalla uniikkeja ja kestävä kilpailuetua luovia synergioita, voi yrityskaupan potentiaali nousta merkittävästi, mikä taas korreloi suoraan arvon nousuun. Sen sijaan havaitsemalla esimerkiksi, että kohdeyritys on kenties saavuttanut maksimipotentiaalinsa tai ei ole helposti skaalattavissa ostajan toimintaan, vaikuttaa ne alentavasti ostettavan arvoon. Ympyrän ulkopuolelta löytyy arvioitavat osa-alueet, joista yhdessä syntyy kattava kuva kohteen operatiivisesta toiminnasta.



**Kuva 2.** Operatiivisen due diligence -prosessin osa-alueet ja niiden keskeisiä ajureita (mukaillen Porsgaard et al. 2018)

Operatiivisen due diligence -prosessin läpivienti on työläs ja aikaa vievä prosessi, mutta välttämätön, jotta saadaan realistinen kuva kohdeyrityksen toiminnasta ja siihen liittyvästä potentiaalista ja riskistä. Tutkimuksessa löydettiin useita haasteita prosessiin liittyen, mutta yhdeksi keskeisimmistä voisi nostaa riittävän tiedon saamisen. Kun joillain osa-alueilla tieto voi olla helposti saatavilla, voi toisella osa-alueella tieto olla lähes mahdoton saada käsiin tai sitä ei ole olemassa. Syinä tähän voi olla esimerkiksi kohteen johtajien tahto piilotella asioita tai se, että tieto ei ole eksplisiittistä. Toinen keskeinen haaste operatiivisessa due diligencessä on tarve tehdä oletuksia sekä arvioita tulevaisuutta koskien, mikä antaa tilaa virhearvioinneille, jotka voivat olla yrityskaupan kannalta kohtalokkaita. Operatiivinen due diligence -prosessi eroaa myös taloudellisesta ja laillisesta due diligencestä sen tapauskohtaisen luonteensa takia. Siinä missä näissä kahdessa muussa prosessissa voidaan luoda selvä runko toteutukselle, joudutaan operatiivinen due diligence -prosessi muokkaamaan jokaiselle yrityskaupalle erikseen juuri siihen sopivaksi mikä luo omat haasteensa.

Tutkimuksen löydöksiä voidaan pitää merkittävänä, sillä aihetta on tutkittu hyvin rajallisesti ja sillä on keskeinen rooli yritysjärjestelyjen onnistumisen kannalta (Ahammad &

Glaister, 2013; Porsgaard et al., 2018). Tutkimus on keskeinen yrityksen johdolle sekä ostoa pohtiville tahoille, sillä yrityskaupoilla on edelleen hyvin korkea epäonnistumisprosentti. Tutkimalla enemmän kaupan esivaihetta ja operatiivista due diligence -prosessia, voisi tuota lukua olla mahdollista laskea. Tutkimuksen rajallisuus nousi ajoittain haasteeksi myös tässä tutkielmassa, sillä laadukkaiden vertaisarvioitujen artikkelien määrä oli rajallinen luoden haasteita riittävän tiedon löytämiseksi.

Työn tutkimusaukoksi nousi käsiteltyjen haasteiden määrä sekä kattavuus työn laajuuden takia. Operatiivinen due-diligence sisältää useita osa-alueita ja näiden kaikkien haasteiden kattava käsittely ei olisi kandidaatintutkielman laajuuteen tarkoituksenmukaista. Työhön on kuitenkin nostettu useita erilaisia haasteita, mutta on vaikea arvioida, olisiko jokin toinen haaste tullut nostaa esiin nykyisten sijaan. Aihealueen jatkotutkimuksen kannalta voisi perehtyä tarkemmin yksittäisiin osa-alueisiin koko operatiivisen toiminnan sijaan ja tutkia arvonmääritys prosessin erilaisia menetelmiä. Toinen potentiaalinen jatkotutkimuksen aihe voisi olla selvitys yritysjärjestelyjen korkean epäonnistumisprosentin syistä ja miten ratkaista ne.

## LÄHTEET

- Ahammad, M. F., Glaister, K. W. (2013). The pre-acquisition evaluation of target firms and cross border acquisition performance. *International Business Review*, 22(5), 894–904. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.01.001>
- Ahern, K., Weston, J. (2007). M&As: The Good, the Bad, and the Ugly. *Journal of Applied Finance: JAF*, 17(1), 5.
- Alvarez, N., Jenkins, R. (2007). Private Equity's New Frontier: Operational Investing. *The Journal of Private Equity*, 10(2), 27–29. <https://doi.org/10.3905/jpe.2007.682342>
- Bagchi, P., Rao, R. P. (1992). Decision making in mergers: An application of the analytic hierarchy process. *Managerial and Decision Economics*, 13(2), 91–99. <https://doi.org/10.1002/mde.4090130202>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Barney, J. B., Hesterly, W. S. (2018). *Strategic management and competitive advantage: concepts and cases*. Pearson Education.
- Bauer, F., Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35(2), 269–291. <https://doi.org/10.1002/smj.2091>
- Becher, D. A., Cohn, J. B., Juergens, J. L. (2015). Do Stock Analysts Influence Merger Completion? An Examination of Postmerger Announcement Recommendations. *Management Science*, 61(10), 2430–2448. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2065>
- Boons, A. L., Mulherin, J. H. (2007). How Are Firms Sold?. *The Journal of Finance (New York)*, 62(2), 847–875. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01225.x>
- Boston Consulting Group. (2021). *Successful Target Search, How BCG Helps Find Strong M&A Candidates*.
- Capron, L., Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns?. *Strategic Management Journal*, 23(9), 781–794. <https://doi.org/10.1002/smj.262>
- Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., Waldeck, A. (2011). The New M&A Playbook. *Harvard Business Review*, 89(3), 48.
- Clayton, M. (2011). The big idea: the new M&A. *Harvard Business Review*, 89, 1.
- Deloitte. (2020). *Operational Due Diligence explained*.
- DePamphilis, D. (2017). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases and solutions*. Academic Press.

- Duhaime, I. M., Schwenk, C. R. (1985). Conjectures on Cognitive Simplification in Acquisition and Divestment Decision Making. *The Academy of Management Review*, 10(2), 287–295. <https://doi.org/10.2307/257970>
- Ferreira, M. P., Santos, J. C., de Almeida, M. I. R., Reis, N. R. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980–2010. *Journal of Business Research*, 67(12), 2550–2558. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.015>
- Gamache, D. L., McNamara, G., Graffin, S. D., Kiley, J., Halebian, J., Devers, C. E. (2019). Impression offsetting as an early warning signal of low CEO confidence in acquisitions. *Academy of Management Journal*, 62(5), 1307–1332. <https://doi.org/10.5465/amj.2017.0158>
- Gerasimenko, A. (2020). Motives of hostile takeovers of transport corporations. *IOP Conference Series. Materials Science and Engineering*, 918(1), 12239. <https://doi.org/10.1088/1757-899X/918/1/012239>
- Graebner, M. E. (2009). Caveat Venditor: Trust Asymmetries in Acquisitions of Entrepreneurial Firms. *Academy of Management Journal*, 52(3), 435–472. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2009.41330413>
- Graffin, S. D., Halebian, J., Kiley, J. T. (2016). READY, AIM, ACQUIRE: IMPRESSION OFFSETTING AND ACQUISITIONS. *Academy of Management Journal*, 59(1), 232–252. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0288>
- Grebej, J. F. (2011). *Operations due diligence: an M&A guide for investors and business* (1st edition). McGraw-Hill Education.
- Harvey, M. G., Lusch, R. F. (1995). Expanding the nature and scope of due diligence. *Journal of Business Venturing*, 10(1), 5–21. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)00020-U](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)00020-U)
- Haunschild, P. R., Davis-Blake, A., Fichman, M. (1994). Managerial Overcommitment in Corporate Acquisition Processes. *Organization Science (Providence, R.I.)*, 5(4), 528–540. <https://doi.org/10.1287/orsc.5.4.528>
- Howson, P. (2017). *Due Diligence*. Taylor and Francis. <https://doi.org/10.4324/9781315578255>
- Hunt, J. W. (1990). Changing pattern of acquisition behaviour in takeovers and the consequences for acquisition processes. *Strategic Management Journal*, 11(1), 69–77. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110106>
- Jeffery S Perry, Thomas J Herd. (2004). Mergers and acquisitions: Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership*, 32(2), 12.
- Jemison, D. B., Sitkin, S. B. (1986). Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *The Academy of Management Review*, 11(1), 145–163. <https://doi.org/10.2307/258337>

- Jovanovic, B., Braguinsky, S. (2004). Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers. *The American Economic Review*, 94(1), 46–56. <https://doi.org/10.1257/000282804322970698>
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187–200. <https://doi.org/10.1002/smj.371>
- Kissin, W. D., Herrera, J. (1990). International Mergers and Acquisitions. *The Journal of Business Strategy*, 11(4), 51–54. <https://doi.org/10.1108/eb060076>
- Kuppili, M. K., Raghunatha Reddy, D. (2013). Importance of Due-Diligence in Cross Border Mergers & Acquisitions - A Case Study of High-Tech Industry. *Review of Professional Management- A Journal of New Delhi Institute of Management*, 11(2), 1. <https://doi.org/10.20968/rpm/2013/v11/i2/88693>
- Marks, M. L. (2001). Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation. *The Academy of Management Executive* (1993), 15(2), 80–94. <https://doi.org/10.5465/AME.2001.4614947>
- Mullins, T., Thornton, B., Adams, M. (2011). The Role of Due Diligence In The Business Valuation Process. *Journal of Business & Economics Research (Littleton, Colo.)*, 5(5). <https://doi.org/10.19030/jber.v5i5.2545>
- Mustaffa, S. (2017). Success and Failures of Acquisitions: A Case Study for a Chemical Company. *Expert Journal of Finance*, 5, 21–30.
- Na. (2004) Getting growth right: How due diligence aids successful mergers. *Strategic Direction (Bradford, England)*, 20(10), 11–14. <https://doi.org/10.1108/02580540410562107>
- Nesvold, E. B., Nesvold, H. P., Lajoux, A. R. (2015). *Art of M&A Valuation and Modeling: A Guide to Corporate Valuation*. McGraw-Hill.
- Pablo, A. L., Sitkin, S. B., Jemison, D. B. (1996). Acquisition decision-making processes: The central role of risk. *Journal of Management*, 22(5), 723–746. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(96\)90020-3](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(96)90020-3)
- Paschall, N., Russell, C. (2004). FINANCIAL AND LEGAL DUE DILIGENCE JOINED AT THE HIP. *Valuation Strategies*, 7(5), 34.
- Paruchuri, S., Nerkar, A., Hambrick, D. C. (2006). Acquisition Integration and Productivity Losses in the Technical Core: Disruption of Inventors in Acquired Companies. *Organization Science (Providence, R.I.)*, 17(5), 545–562. <https://doi.org/10.1287/orsc.1060.0207>
- Pignataro, P. (2015). *Mergers, Acquisitions, Divestitures, and Other Restructurings*. Wiley.

- Porsgaard, C. B., Haubjerg, M. Hansen, Z. N. L. (2018). A framework for operational due diligence. *Production Engineering (Berlin, Germany)*, 12(5), 633–645. <https://doi.org/10.1007/s11740-018-0842-z>
- Puranam, P., Powell, B. C., Singh, H. (2006). Due diligence failure as a signal detection problem. *Strategic Organization*, 4(4), 319–348. <https://doi.org/10.1177/1476127006069426>
- Rabier, M. R. (2017). Acquisition Motives and the Distribution of Acquisition Performance [Article]. *Strategic Management Journal*, 38(13), 2666–2681. <https://doi.org/10.1002/smj.2686>
- Recardo, R. J. Toterhi, T. (2014). The Secrets of Operational and Organizational Due Diligence. *Global Business and Organizational Excellence*, 33(2), 14–30. <https://doi.org/10.1002/joe.21530>
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business (Chicago, Ill.)*, 59(2), 197–216. <https://doi.org/10.1086/296325>
- Russell, R., Taylor, B. (2019). *Operations and supply chain management*. John Wiley & Sons.
- Salter, M. S., Weinhold, W. A. (1981). Choosing compatible acquisitions. *Harvard Business Review*, 59(1), 117.
- Seth, A., Song, K. P., Pettit, R. (2000). Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387–405. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490913>
- Shaughnessy, R. M., Rudie Harrigan, K. (2009). A guide to choosing genuine opportunities for turnarounds. *Strategy & Leadership*, 37(6), 39–43. <https://doi.org/10.1108/10878570911001480>
- Shayne Gary, M. (2005). Implementation strategy and performance outcomes in related diversification. *Strategic Management Journal*, 26(7), 643–664. <https://doi.org/10.1002/smj.468>
- Shelton, L. M. (1988). Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 9(3), 279–287. <https://doi.org/10.1002/smj.4250090307>
- Very, P., Schweiger, D. M. (2001). The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business: JWB*, 36(1), 11–31. [https://doi.org/10.1016/S1090-9516\(00\)00052-3](https://doi.org/10.1016/S1090-9516(00)00052-3)



- Vince, R. (2006). Being Taken Over: Managers' Emotions and Rationalizations During a Company Takeover. *Journal of Management Studies*, 43(2), 343–365. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00593.x>
- Wangerin, D. (2019). M&A Due Diligence, Post-Acquisition Performance, and Financial Reporting for Business Combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344–2378. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12520>
- Weber, R. A., Camerer, C. F. (2003). Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach. *Management Science*, 49(4), 400–415. <https://doi.org/10.1287/mnsc.49.4.400.14430>
- Welch, X., Pavićević, S., Keil, T., Laamanen, T. (2020). The Pre-Deal Phase of Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 46(6), 843–878. <https://doi.org/10.1177/0149206319886908>