



Joint ventures en beurswaarde

Auteur(s):

Schut, G.G.J.

Frederikslust, R.A.I., van

De auteurs zijn respectievelijk werkzaam als hoofddocent Corporate Finance aan de Faculteit Bedrijfskunde, Erasmus Universiteit Rotterdam en als consultant bij Pricewaterhouse-Coopers. De auteurs danken A. Wassenberg voor zijn bijdrage aan het tot stand komen van het onderzoek.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4275, pagina 806, 13 oktober 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiering

Ondernemingen gaan joint ventures overwegend aan in tijden dat het resultaat teleurstellend is. Maar is dit wel een probaat middel? Hoe worden joint ventures door aandeelhouders gewaardeerd en welke strategische conclusies kunnen daaruit worden getrokken?

In de afgelopen jaren bedroeg het aantal joint ventures circa tien procent van het aantal investeringstransacties die wereldwijd zijn gesloten door Nederlandse ondernemingen. In dit artikel worden de resultaten gepresenteerd van een onderzoek naar het effect van 233 joint ventures op de beurswaarde van Nederlandse ondernemingen in de periode van 1987 tot en met 1998. De gevolgen voor de aandeelhouders van de moederondernemingen staan daarbij centraal.

Prestatie en joint ventures

Bij een joint venture wordt een aparte juridische entiteit opgericht met een eigen identiteit, aansprakelijkheid en aandelenkapitaal. Uit ons onderzoek is gebleken dat joint ventures voornamelijk worden afgesloten als de prestatie van de moederondernemingen achterblijft ten opzichte van het gemiddelde van de beurs. De groei in beurswaarde van de betreffende ondernemingen stagneert vanaf drie jaar voor de oprichting van een joint venture. In de jaren na de oprichting van de joint venture herstellen deze groeicijfers zich en zijn ze hoger dan gemiddeld. In dit artikel gaat het om de vraag welke joint venture-strategiefactoren van invloed zijn op beurswaarde van de moederonderneming. De opbouw van het artikel is als volgt. Eerst worden de gevolgde methodologie en de steekproefopzet besproken. Daarna worden de empirische resultaten gepresenteerd van het effect van de joint venture-strategie op de beurswaarde van ondernemingen en de daaraan verbonden beleidsimplicaties. Afgesloten wordt met de belangrijkste conclusies uit het onderzoek.

Methodologie en data

In het besluitvormingsproces rond het aangaan van een joint venture zijn drie strategie-dimensies te onderscheiden, te weten: *intentie*, *context* en *controle*.

Binnen de strategische *intentie* kan onderscheid worden gemaakt in de functionele drijfveer achter een joint venture en de positionering in de bestaande product/markt-combinatie van de onderneming. Het onderscheid dat onderzoeken in drijfveren maken is tussen markt- en technologie-ontwikkeling¹. In deze onderzoeken blijken joint ventures waarbij technologie de primaire drijfveer is, een meer positieve invloed te hebben op de beurswaarde van ondernemingen dan bij marketing gerichte joint ventures. In deze onderzoeken is efficiëntieverbetering als drijfveer niet onderzocht.

Afhankelijk van het theoretische concept dat de onderzoekers gebruiken, heeft diversificatie een positieve dan wel negatieve invloed op het waarde-effect van de joint venture². De genoemde onderzoekers gebruiken respectievelijk de transactiekostenbenadering en het strategisch gedrag perspectief om de waarde-effecten te verklaren.

De strategische *context* bevat de besluitvormingsparameters die betrekking hebben op de omgeving waarbinnen de joint venture moet gaan opereren. Van belang zijn hier de partnerselectie, de betrokken nationaliteiten en de hiermee verbonden culturele verschillen. Uit de onderzoeken komt naar voren dat kleinere partners meer buitengewoon rendement toucheren als zij een joint venture aangaan met een grotere partner³. De relatieve grootte van de partner lijkt relevant te zijn voor het bepalen van het waardepotentieel van een joint venture. Het meest besproken element in de typering van de relatie tussen partners is de invloed van de verwantschap van de partners. Dit heeft betrekking op de mate waarin de activiteiten van de partners overeenkomen. De onderzoeken van Koh en Venkatraman en van Balakrishnan en Koza leveren op dit gebied tegenstrijdige conclusies op en zijn derhalve bron van discussie. Ook de onderzoeken naar de invloed van nationaliteit leveren tot op heden weinig op. De onderzoeken zijn gericht op Amerikaanse ondernemingen en leveren tegenstrijdige lijsten op van landen of economische regio's waar het aangaan van joint ventures wel of niet aandeelhouderswaarde zou kunnen genereren⁴.

De strategische controle tenslotte betreft de mate waarin een onderneming invloed kan uitoefenen op het verdere verloop van de joint venture. Een duidelijke manifestatie van de mate van de invloed die een onderneming op het wel en wee van een joint venture heeft, is de eigendomsverhouding. De zeggenschap vormt een veelbesproken aspect in kwalitatieve studies⁵. Koh en Venkatraman vinden een

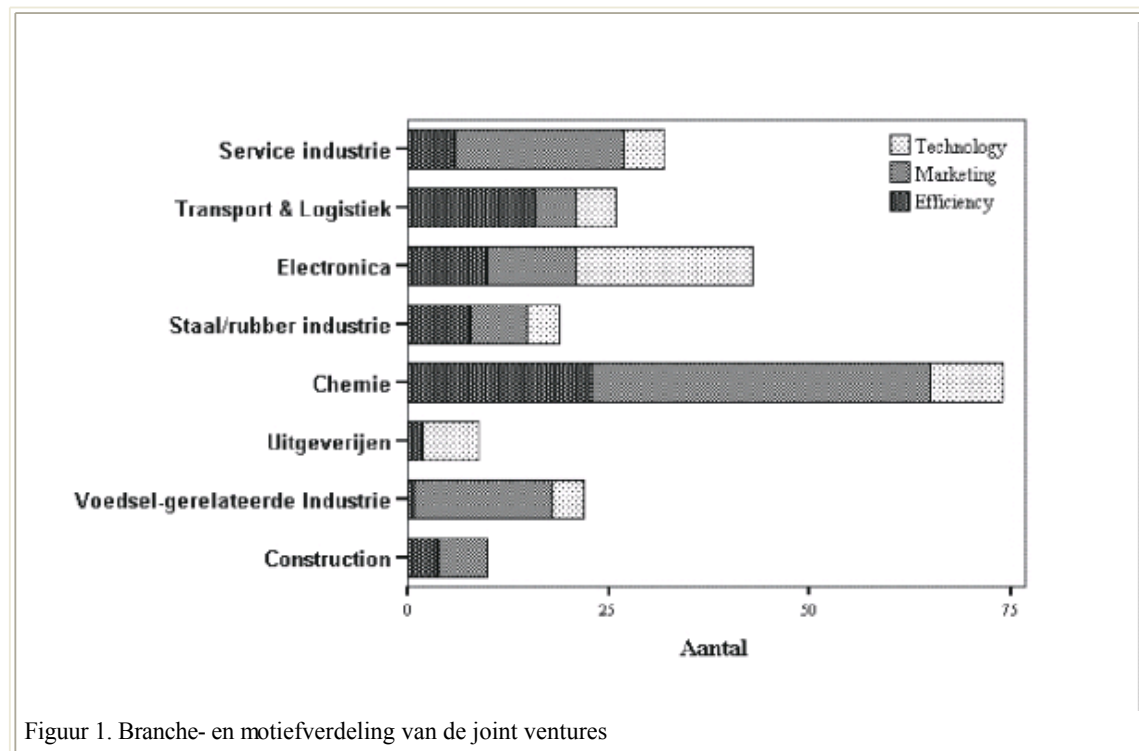
positief effect van meer zeggenschap in de samenwerking. Deze bevindingen staan in tegenstelling aan tot die van Bleeke en Ernst die stellen dat een evenwichtige verdeling het managen van de joint venture makkelijker maakt en hierdoor de kans op succes vergroot.

Steekproefopzet en data

Het onderzoek is gebaseerd op de eventstudie-methodologie ontwikkeld door Fama⁶. De initiële aankondiging van het aangaan van een joint venture wordt gedefinieerd als de 'event' en de marktwaarde wordt onderzocht door middel van de ontwikkeling van de aandelenkoers. De aankondigingen zijn gevonden in *Het Financiële Dagblad*. In de studie zijn 233 niet financiële joint ventures onderzocht waarvan de aankondigingen voldeden aan de volgende criteria:

- » het aandeel van minimaal één van de joint venture partners werd tijdens de aankondiging verhandeld op de Amsterdamse Effectenbeurs;
- » gedurende de periode waarin de koersreactie is gemeten zijn geen andersoortige relevante aankondigingen in *Het Financiële Dagblad* verschenen over de betrokken ondernemingen;
- » de betrokken ondernemingen zijn geen financiële instellingen.

Voor de 233 joint ventures waren 48 Nederlandse ondernemingen verantwoordelijk. Dat staat gelijk aan ongeveer 21 procent van het aantal beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Deze ondernemingen representeren 79 procent van de kapitalisatiewaarde van de Amsterdamse effectenbeurs. In [figuur 1](#) is de branche- en motiefverdeling van de joint ventures weergegeven. Binnen de steekproef zijn de (petro-)chemische ondernemingen sterk vertegenwoordigd. Bijna een derde van het aantal joint ventures werd binnen deze bedrijfstak gevormd. Het marketing-ontwikkelingsmotief scoort het hoogst, gevolgd door het technologie- en het efficiëntiemotief.



Figuur 1. Branche- en motiefverdeling van de joint ventures

De verdeling naar de vestigingsplaats van de joint ventures en de nationaliteit van de partners is in [tabel 1](#) weergegeven. Ongeveer een kwart van de joint ventures kreeg Nederland als basis. Opvallend is dat de joint venture over het algemeen wordt gevestigd in het land van één der partners. De joint ventures waarvan niet duidelijk was in welk land zij gevestigd zouden worden, zijn niet meegenomen.

Tabel 1. Verdeling van de vestigingsplaats van de joint venture en de nationaliteit van de partners

nationaliteit partner	vestigingsplaats joint venture						totaal
	Nederland	Europa	NAFTA	Japan & Z-Korea	China	overig	
Nederlandse	25	1	0	0	0	3	30
Europese	10	27	0	0	2	5	44
NAFTA	11	9	11	0	0	2	33
Japan & Z-Korea	3	1	1	13	0	2	20
Chinese	0	0	0	0	21	0	21
overig	0	1	1	0	1	32	35
totaal	49	39	13	13	25	44	183

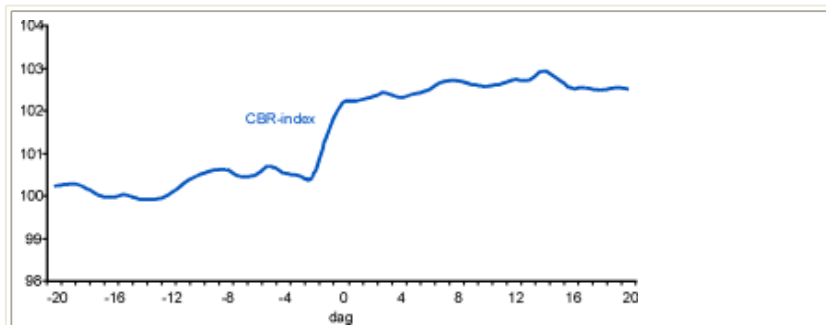
Empirische resultaten

Gemiddeld cumulatief buitengewoon rendement

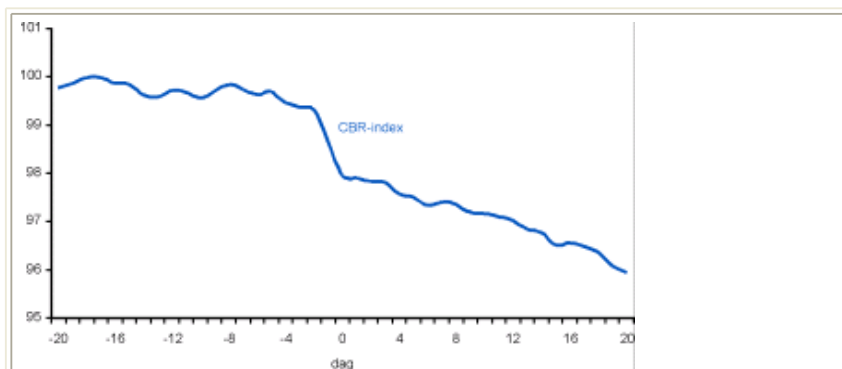
Het rendement van de joint ventures is vastgesteld door middel van het gemiddelde cumulatieve buitengewone rendement (CBR) van de aandelenkoers over een periode van twintig dagen vóór de aankondiging tot twintig dagen na de oprichting van de joint venture. Er wordt uitgegaan van de veronderstelling dat de beurs alle publiekelijk beschikbare informatie in de koers van het aandeel verdisconteert. Hierbij is een correctie gemaakt voor het normale verwachte rendement van een fonds en het verwachte rendement van de markt.

Voor de tweedaagse toetsingsperiode wordt op basis van de prestatie maatstaf gemiddeld positieve reacties gemeten op een significantieniveau van 0,01. Het CBR is in twee dagen rond de aankondiging dan gelijk aan 0,40 procent. De reacties op joint ventures zijn echter zowel sterk positief als negatief op basis van het CBR.

[figuur 2](#) en [figuur 3](#) tonen het gemiddelde CBR van de positieve en de negatieve koersreacties over de periode van twintig dagen vóór de aankondiging van de joint venture tot en met twintig dagen daarna. De dag van aankondiging is in de figuren dag nul. Beleggers reageren dus sterk op de aankondiging maar dit kan zowel een positieve als een negatieve reactie zijn. De langere toetsingsperiodes worden sterker beïnvloed door het verdere negatieve verloop van de aandelenkoers van waarde vernietigende joint ventures.



Figuur 2. Gemiddeld koersverloop bij positief cumulatief buitengewoon rendement



Figuur 3. Gemiddeld koersverloop bij negatief cumulatief buitengewoon rendement

Van de joint ventures die in deze periode zijn opgericht, heeft 57 procent een positief effect van gemiddeld 1,77 procent in twee dagen rond de aankondiging. [figuur 2](#) laat zien dat de aankondigingen in de dagen rond de aankondiging waarde toevoegen aan de aandelen. Deze kalft de volgende dagen niet af. De waardegeneratie blijft gemiddeld gehandhaafd.

Bij 43 procent van de opgerichte joint ventures resulteert een negatief effect van gemiddeld -1,33 procent in twee dagen rond de aankondiging. Uit [figuur 3](#) blijkt dat de negatieve reactie zich ook na de aankondiging verder manifesteert.

Defensief middel of lichtpunt?

De joint ventures die Nederlandse ondernemingen zijn aangegaan in de periode 1987-1998 zijn gemiddeld waardecreërend geweest. Opvallend is dat joint ventures voornamelijk afgesloten worden in tijden dat het wat minder lijkt te gaan met de onderneming. De ondernemingen presteren qua beursontwikkeling minder dan het marktgemiddelde in de jaren en weken voor de joint venture-aankondiging. De gevonden resultaten laten zien dat de onderneming voor de joint venture-beslissing reeds slecht presteert. Joint ventures zijn niet de oorzaak maar een gevolg van slechte resultaten en lijken een defensief karakter te hebben. Binnen slechte tijden en resulterende afkalving van aandeelhouderswaarde zijn joint ventures hoopvolle lichtpunten. De intensiteit van deze lichtpunten is in dit onderzoek verklaard door middel van kenmerken die liggen binnen de strategiedimensies intentie, context en controle.

Intentie

Gebleken is dat de inhoudelijke functie die een joint venture vervult voor de onderneming een belangrijk onderdeel vormt van het waarderen van joint ventures. Uit het onderzoek kwam naar voren dat joint ventures die gericht zijn op technologie-ontwikkeling een beduidend positievere impact hebben op de beurswaarde van de onderneming dan markt-ontwikkeling joint ventures. Voor efficiëntiegedreven joint ventures zit het gemiddelde van de waardecreatie daar tussen in.

Naarmate de activiteiten van de joint ventures minder overeenkomen met de moeder-onderneming, vermindert het enthousiasme van de belegger. Voor de creatie van aandeelhouderswaarde is het van belang dat de kerncompetenties kunnen worden gebruikt. Hoe verder de

nieuwe activiteiten van de kernactiviteiten liggen, hoe kleiner de kans dat de competenties van de onderneming effectief kunnen worden ingezet. Daarnaast is het potentiële effect van de joint venture op de kernactiviteiten van de moederonderneming minder groot. Aangezien de kernactiviteiten verantwoordelijk zijn voor het merendeel van de kasstroom, zijn de kansen geringer dat de joint venture significant waarde kan genereren. Het gebruiken van een joint venture voor sterke diversificatie wordt door de belegger negatief beoordeeld.

Context

In de Amerikaanse onderzoeken komen verschillende resultaten naar voren omtrent de invloeden van de nationaliteit van de partner. Uit ons onderzoek blijkt dat joint venture partners met een hoge score op de individualiteitsdimensie een positief effect hebben op de waardecreatie. Aangezien andere economische variabelen geen verklarende kracht lijken te hebben, is het plausibel dat de reactie van de belegger deels gebaseerd is op de perceptie van economische kracht van de nationaliteit van de partner en de vestigingsplaats.

Het onderzoek laat zien dat de verwantschap van de activiteiten van de partner minder belangrijk is voor de bepaling van de waardecreatie van een joint venture. Centraal in de beoordeling van beleggers staan de activiteiten van de joint venture. Wel komt uit de analyse naar voren dat voor horizontale joint ventures veelal ook horizontale (dat wil zeggen: ondernemingen met dezelfde kerncompetenties) partners worden gekozen en andersom. Zowel in het conventionele toetsen van verschillen in gemiddelden als in de uitgevoerde analyses komt geen enkel effect van deze grootheid naar voren die invloed heeft op de waardecreatie van joint ventures. De overlap in de activiteiten van de partners vloeit voort uit de joint venture en haar doelstelling en niet andersom. De in de literatuur gevoerde discussie omtrent de invloed van de overlap van de strategische activiteiten van de partners lijkt niet relevant te zijn.

Het formaat van de partner heeft een sterke invloed op de prestaties van de joint venture. De variabele heeft een sterk significant en positief effect op het CBR van de moederonderneming. Bleeke en Ernst concludeerden in hun kwalitatieve onderzoek dat een sterke partner een voorwaarde is voor een succesvolle joint venture⁷. De analysesresultaten en de enkelvoudige toetsen ondersteunen deze stelling. Relatieve grootte wordt dan gelijk gesteld aan sterkte of kracht in de zin van het creëren van aandeelhouderswaarde.

Controle

Asymmetrische joint ventures worden hoger gewaardeerd dan symmetrische. Vooral een meerderheidsbelang heeft een positief effect op de waardering van de joint venture. Een meerderheidsbelang geeft de onderneming een dominante positie in de samenwerking. Daarmee krijgt de onderneming grip op het realiseren van de doelstellingen van de joint venture. De resultaten zijn in strijd met de gangbare paradigma's omtrent het belang van gelijkwaardigheid in samenwerkingsrelaties. Sommige auteurs onderstrepen in hun onderzoeken het belang van gelijke eigendomsverhoudingen⁸. Indien aandeelhouderswaarde het streven is, heeft gelijkwaardigheid binnen een samenwerking niet het primaat. Het blijkt relevanter dat de verhoudingen rechtvaardig zijn en dus een relatie hebben met de middelen die in de joint venture gestoken worden, activa en/of kennis. Het lijkt erop dat het *coûte que coûte* gelijkwaardig verdelen van het aandelenkapitaal niet door beleggers wordt gewaardeerd en een negatief effect heeft op de marktwaarde. Daarnaast lijken beleggers meer vertrouwen te hebben op één in plaats van twee kapiteins op het joint venture-schip.

Slot

Samenvattend kan worden gesteld dat de strategische intentie, de omgeving waarbinnen de strategie zich gaat ontfouwen en de mate waarin de onderneming controle heeft over de realisering van de bedoelde strategie, een sterke verklaring geeft voor de mate waarin het aangaan van een joint venture waarde creëert. Duidelijk is geworden dat beleggers voldoende consistent reageren op aankondigingen van joint ventures

1 J. Koh en N. Venkatraman, Joint venture formations and stock market reactions: an assessment in the information technology sector, *Academy of Management Journal*, nr. 4, 1991, blz. 869-892, en S. Das, P.K. Sen en S. Sengupta, Impact of strategic alliances on firm valuation, *Academy of Management Journal*, nr. 1, 1998, blz. 27-41.

2 S. Balakrishnan en M.P. Koza, Information asymmetry, adverse selection and joint-ventures, *Journal of Economic Behavior and Organization*, nr. 20, 1993, blz. 99-117. Koh en Venkatraman (zie noot 1) kennen aan diversificatie een negatieve invloed toe.

3 P. Mohanram en A. Nanda, When do joint ventures create value?, working paper, *Harvard Business Studies*, 1998, en Koh en Venkatraman, *op. cit.*

4 I. Lee en S.B. Wyatt, The effects of international joint ventures on shareholder wealth, *The Financial Review*, nr. 4, 1990, blz. 641-649, en S.F. Borde, A.M. Whyte, K.J. Wiant en L.L. Hoffman, New evidence on factors that influence the wealth of international joint ventures, *Journal of Multinational Financial Management*, nr. 8, 1998, blz. 63-77.

5 Zie bijvoorbeeld J. Bleeke en D. Ernst, *Collaborating to compete*, New York, John Wiley & Sons, 1993.

6 E.F. Fama, L. Fisher, M.C. Jensen en R. Roll, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, nr. 10, 1969, blz. 1-21.

7 J. Bleeke en D. Ernst, *op. cit.* (zie voetnoot 5).

8 Zie K.R. Harrigan, Joint ventures and competitive strategy, *Strategic Management Journal*, nr. 9, 1988, blz. 141-158, en T. Copeland, T. Koller en J. Murrin, *Valuation: measuring and managing the value of companies*, New York, John Wiley & Sons, 1995.

