

## PERFIL CARACTERÍSTICO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS OBJETIVO DE FUSIONES

Camilo José VAZQUEZ ORDAS

*Universidad de Oviedo*

*El presente trabajo intenta determinar las características que identifican a las empresas españolas objetivo de fusiones, al tiempo que contrastar algunas de las teorías más relevantes en este campo, como son la teoría de Marris y la teoría del mercado para el control corporativo. A tal efecto se ha desarrollado un modelo discriminante, que sobre una base muestral de 68 empresas, selecciona cinco factores discriminantes: estructura de los fondos propios, coeficiente de endeudamiento, capacidad para hacer frente a la deuda a corto plazo, ratio P. E. R. y ratio de valoración, resultado que es coincidente con la tesis de Marris y que señala la importancia del control externo ejercido por el mercado para el control corporativo, al tiempo que coincide con los resultados obtenidos en investigaciones precedentes.*

### 1. Introducción

El objetivo de esta nota consiste en determinar las características que presentan las empresas objetivo de fusiones empresariales en nuestro país, y que permiten distinguirlas de otras empresas de similar tamaño y actividad. Asimismo, se someten a contraste algunas de las teorías más relevantes sobre las fusiones empresariales, como son la teoría de Marris y la teoría del mercado para el control corporativo.

Para ello hemos seleccionado una muestra compuesta por 68 empresas españolas iguales dos a dos en tamaño y actividad, 34 de las cuales han sido objetivo de intentos de fusión, entre los años 1983 y 1990, y el resto no ha sido objetivo de intentos de fusión durante ese período. Para todas las empresas seleccionadas en la muestra se estimará un conjunto de variables económico-financieras que nos permitirán observar las características de cada empresa. El análisis simultáneo del conjunto de variables estimadas para todas las empresas nos permitirá identificar los rasgos diferenciales que definen a las empresas objetivo de fusiones, para lo cual es preciso aplicar una técnica de análisis multivariable, en concreto, el análisis discriminante<sup>1</sup>, que permite,

<sup>1</sup> Un estudio detallado del análisis discriminante se puede encontrar en Tatsuoka (1971), Lachenbruch (1975), Goldstein y Dillon (1978), Kleinbaum y Kupper (1978) y Klecka (1980). Para la aplicación de esta técnica hemos utilizado el paquete estadístico SPSS-PC. Un análisis detallado de su aplicación a través de este paquete estadístico puede encontrarse en Norusis (1985) y en Bisquerra (1989).

para dos grupos de empresas definidos previamente, en nuestro caso grupo de empresas objetivo y grupo de empresas de control, en primer lugar, determinar si en función de las variables disponibles los grupos quedan suficientemente distinguidos y, en segundo lugar, determinar qué variables, de las disponibles, contribuyen más a distinguir entre los grupos formados.

Por tanto, el trabajo se estructura en cuatro apartados. Después de una breve introducción, en el segundo se presenta la composición de la muestra, en el tercero se comentan las variables utilizadas en el modelo y en el cuarto se analizan los resultados obtenidos en el análisis.

## **2. Composición de la muestra**

La muestra utilizada en el análisis está compuesta por 68 empresas españolas dedicadas a actividades industriales y comerciales, de las cuales, 34 empresas han sido objetivo en intentos de fusión realizados entre los años 1983 y 1990; las 34 empresas restantes son similares en tamaño y actividad a cada una de las empresas objetivo, diferenciándose de ellas en que no han sido objetivo de ningún intento de fusión durante el período considerado. Al conjunto formado por las 34 empresas similares en tamaño y actividad a las empresas objetivo le llamaremos grupo de control.

Un intento de fusión consiste en una oferta de fusión realizada por una empresa (compradora) a otra empresa (objetivo). El intento de fusión puede materializarse o fracasar, se materializa cuando la fusión se llega a realizar y fracasa cuando la empresa objetivo del intento de fusión consigue evitar la realización de la misma. El hecho de que el intento de fusión se materialice o fracase no es relevante para nuestro análisis, por cuanto las características que definen a la empresa objetivo serán similares con independencia del desenlace, especialmente si se trata de fusiones del mercado para el control corporativo. En ese caso, la empresa objetivo está gestionada de forma ineficiente y, cuando un equipo directivo alternativo (que dirige la empresa compradora) presenta una oferta de fusión, el equipo directivo de la empresa objetivo tiene dos opciones, o cede el control, en cuyo caso el intento de fusión se materializa, o se resiste y aplica una estrategia dirigida a maximizar la riqueza de sus accionistas, en cuyo caso el intento de fusión fracasaría. En ambos casos, hasta ese momento, la empresa objetivo estaba ineficientemente gestionada. En adelante, cuando nos refiramos a las empresas objetivo de intentos de fusión, a empresas objetivo de fusiones o, simplemente, a empresas objetivo nos estamos refiriendo a lo mismo.

Los intentos de fusión pueden revestir distintas formas jurídicas, así, la oferta de fusión puede consistir en una fusión por absorción, en la cual la empresa objetivo pierde su personalidad jurídica pasando a integrarse en la empresa compradora. Si la oferta es de fusión por compra, entonces la empresa compradora adquiere una participación importante (superior al 20 % de una sola vez) que le otorga el control de la empresa objetivo. En ocasiones, la oferta de fusión se instrumenta en la presentación de una oferta pública de adquisición de acciones (O.P.A.) por parte de la empresa compradora. La O.P.A. suele ser

el instrumento utilizado en el mercado para el control corporativo. Los intentos de fusión recogidos en la muestra en su mayoría se han instrumentado en la presentación de una O.P.A., como se refleja en el Cuadro 1.

CUADRO 1  
Composición de la muestra

Tipo de fusión	N.º	%
Absorciones .....	6	18
Compras .....	7	20
O. P. A. ....	21	62
<b>TOTAL .....</b>	<b>34</b>	<b>100</b>

El tamaño de las empresas de la muestra es medido a través del valor de los activos. La evidencia empírica disponible subraya que el tamaño está inversamente relacionado con la probabilidad de ser objetivo de una fusión (Kuehn, 1975), de forma que las empresas objetivo de fusión tienen un tamaño menor al tamaño medio industrial (Kumar, 1984). Este resultado es lógico, pues un tamaño elevado puede impedir la realización de una fusión, aunque su valor actual neto sea positivo, por la imposibilidad, para la empresa compradora, de obtener los recursos financieros necesarios para conseguir el control de la empresa objetivo. Al seleccionar las empresas del grupo de control con un tamaño similar al de las empresas objetivo impedimos que el tamaño aparezca, en el análisis comparativo, como una característica que permita distinguir entre ambos grupos de empresas difuminando el efecto de otras características sobre la probabilidad de ser objetivo de un intento de fusión.

Como indicador del sector de actividad al que se dedica cada empresa de la muestra hemos utilizado el criterio adoptado por la Bolsa de Madrid. La evidencia empírica (Kuehn, 1975) señala que las diferencias intersectoriales no afectan a la probabilidad de ser objetivo de un intento de fusión, sin embargo, la selección de las empresas del grupo de control pertenecientes al mismo sector de actividad que las empresas objetivo supone una garantía adicional en la similitud de ambos grupos de empresas.

Además, la totalidad de las empresas que componen la muestra se dedican a actividades industriales o comerciales, en ningún caso a actividades financieras. El período de análisis recogido en la muestra se extiende entre los años 1983 y 1990. La limitación del estudio a este período se debe fundamentalmente a una razón, la claridad y fiabilidad de la información disponible sobre las empresas españolas se reduce cuanto más nos remontamos en el pasado.

De otro lado, hemos decidido restringir la muestra a empresas cuyos títulos coticen en bolsa, a pesar de saber de la existencia de fusiones extrabursátiles,

y ello por dos motivos. En primer lugar, la accesibilidad a la información relativa a las empresas que cotizan en bolsa es mayor, además la información disponible para las empresas que cotizan en bolsa es más fiable. En segundo lugar, sólo para las empresas que cotizan en bolsa es posible disponer de un indicador adecuado de su valor de mercado, el cual viene dado por la cotización bursátil de los títulos de la empresa. Esta condición es importante por cuanto el control externo que ejerce el mercado para el control corporativo sobre los equipos directivos se extiende, principalmente, sobre las empresas que cotizan en bolsa ante la dificultad de estimar, por parte de equipos directivos alternativos, el valor de la empresa (si no cotiza en bolsa) además de resultar más difícil el proceso de compra de acciones en ausencia del mercado.

### 3. Selección de las variables

De acuerdo con el objetivo de nuestro análisis hemos estimado para cada empresa de la muestra un total de 18 variables, en cuya estimación hemos utilizado datos contables y datos de mercado.

Los datos de naturaleza contable de las empresas objetivo han sido obtenidos de los estados financieros pertenecientes al último ejercicio económico cerrado antes de la realización del intento de fusión. Por lo que respecta a los datos contables de las empresas del grupo de control, puesto que cada empresa de este grupo está emparejada en tamaño y actividad con una empresa objetivo, han sido obtenidos de los estados financieros del mismo ejercicio económico en que se recogieron los datos contables de la empresa objetivo que le es similar en tamaño y actividad. Los datos de mercado, para las empresas objetivo, han sido tomados durante el año previo a la realización del intento de fusión. De forma similar, se han tomado los datos de mercado para las empresas del grupo de control.

El conjunto de las variables estimadas para todas las empresas de la muestra se agrupan en seis categorías, rentabilidad, estructura financiera, liquidez, estructura de la explotación, solvencia y valoración de mercado.

#### *a) Rentabilidad<sup>2</sup>*

En este grupo incluimos cuatro variables: la rentabilidad económica o de los activos (R.O.I.), su descomposición en margen y rotación de activos, y la rentabilidad financiera o de los capitales propios (R.O.E.).

<sup>2</sup> La evidencia empírica sobre las rentabilidades obtenidas por las empresas objetivo de fusiones es contradictoria, así mientras Hayes y Taussig (1967), Federal Trade Commission (1972), Mandelker (1974) y Singh (1971) concluyen que las empresas objetivo son menos rentables, Stevens (1973) observa que las empresas objetivo y no objetivo obtienen similares rentabilidades y Binder (1973) observó que las empresas objetivo eran menos rentables que la media en el período 1960-1965, pero más rentables que la media en el período 1965-1969.

$$\begin{aligned} \text{R.O.I.} &= \frac{\text{B.A.I.T.}}{\text{A.T.N.}} & \text{Rotación} &= \frac{\text{Ventas}}{\text{A.T.N.}} \\ \text{Margen} &= \frac{\text{B.A.I.T.}}{\text{Ventas}} & \text{R.O.E.} &= \frac{\text{B.A.T.}}{\text{F.P.}} \end{aligned}$$

b) *Estructura financiera*

Hemos seleccionado tres variables de estructura financiera, el grado de autonomía financiera, la estructura de los fondos propios y el coeficiente de endeudamiento<sup>3</sup>.

$$\begin{aligned} \text{Grado de autonomía financiera} &= \frac{\text{Capital social}}{\text{A.T.N.}} \\ \text{Estructura de los fondos propios} &= \frac{\text{Reservas}}{\text{Capital}} \\ \text{Coeficiente de endeudamiento} &= \frac{\text{Deuda}}{\text{F.P.}} \end{aligned}$$

c) *Liquidez*<sup>4</sup>

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$$

d) *Estructura de la explotación*

Dentro de esta categoría se consideran seis variables a través de las cuales pretendemos analizar los componentes más importantes, tanto de gastos como de ingresos, de las empresas recogidas en la muestra. Para el cálculo de dichas variables hemos estimado dos magnitudes agregadas, el valor añadido bruto y los recursos generados. Su composición viene reflejada en las siguientes expresiones:

<sup>3</sup> Los trabajos empíricos disponibles no arrojan resultados concluyentes sobre el coeficiente de endeudamiento que mantienen las empresas objetivo de fusiones así, si bien Melicher y Rusch (1974), Stevens (1973), Carleton *et al.* (1980), Wansley *et al.* (1983), Bartley y Boardman (1986) observan que las empresas objetivo mantienen un bajo endeudamiento, Singh (1971) observó tasas de endeudamiento similares entre empresas objetivo y no objetivo, esperando, en su planteamiento previo, encontrar una relación positiva entre la tasa de endeudamiento y la probabilidad de fusión.

<sup>4</sup> La liquidez que mantiene una empresa suele venir determinada por las características del sector y también por el tamaño de la empresa no guardando, a priori, ninguna relación definida con la probabilidad de ser objetivo de una fusión (Marris, 1964). La evidencia empírica disponible corrobora esta consideración, pues Stevens (1973), Hayes y Taussig (1967) encuentran una alta liquidez en las empresas objetivo. Singh (1971; 1975) encuentra liquidez similar entre las empresas objetivo y no objetivo, por último Kuehn (1975) encuentra una relación negativa entre la liquidez y la probabilidad de fusión.

$$\text{V.A.B.} = \text{Gastos Personal} + \text{Gastos Financieros} + \text{Amortizaciones} + \\ + \text{Provisiones} + \text{B.A.T.}$$

$$\text{Recursos Generados} = \text{Amortizaciones} + \text{Provisiones} + \text{B.A.T.}$$

Las variables consideradas en este grupo son las siguientes:

- 9) Relación entre gastos financieros e ingresos totales.
- 10) Relación entre gastos de personal e ingresos totales.
- 11) Relación entre gastos financieros y valor añadido bruto.
- 12) Relación entre gastos de personal y valor añadido bruto.
- 13) Relación entre ventas y valor añadido bruto.
- 14) Relación entre recursos generados e ingresos totales.

#### e) Solvencia

En esta categoría consideramos dos variables, la capacidad para devolver la deuda a corto plazo y la capacidad para devolver la totalidad de la deuda<sup>5</sup>.

$$\text{Capacidad para devolver la deuda a corto plazo} = \frac{\text{Recursos Generados}}{\text{Deuda a corto plazo}}$$

$$\text{Capacidad para devolver la deuda total} = \frac{\text{Recursos Generados}}{\text{Deuda Total}}$$

#### f) Valoración del Mercado

En este apartado se consideran dos indicadores de la valoración que obtiene la empresa en los mercados de capitales, el ratio precio-beneficio o P.E.R.<sup>6</sup> y el ratio de valoración<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Estas variables pueden interpretarse como un indicador de la capacidad de endeudamiento no utilizada por la empresa. Una elevada capacidad para devolver la deuda permite asumir nueva deuda con garantías de poder cubrir el pago de intereses adicional. Esta circunstancia puede convertir a la empresa en un candidato a un intento de fusión (Stapleton, 1982).

<sup>6</sup> Como precio de mercado hemos utilizado la cotización media de los títulos de las empresas durante el año previo al intento de fusión, tanto para las empresas objetivo como para sus empresas emparejadas del grupo de control; esta decisión responde al fin de disponer de un valor de mercado libre de cualquier alteración motivada por ningún efecto coyuntural. Como beneficios por acción hemos considerado los beneficios netos de impuestos del último ejercicio cerrado antes del intento de fusión. La evidencia empírica (Stevens, 1973; Melicher y Rusch, 1974; Carleton *et al.*, 1980; Wansley *et al.*, 1983), señala que las empresas objetivo de fusiones tienen ratios P.E.R. bajos.

<sup>7</sup> El ratio de valoración refleja el valor de mercado de la inversión realizada por los accionistas de la empresa, por tanto puede interpretarse como una medida de la

$$\text{P.E.R.} = \frac{\text{Cotización}}{\text{Beneficios por acción}}$$

$$\text{Ratio de valoración} = \frac{\text{Valor mercado F.P.}}{\text{Valor contable F.P.}}$$

#### 4. Análisis de resultados

En la resolución del modelo discriminante se ha aplicado el método escalonado de selección de variables, utilizando como criterio de selección el estadístico  $\lambda$  de Wilks<sup>8</sup>, de modo que las variables discriminantes seleccionadas son el ratio P.E.R., la estructura de los fondos propios, el coeficiente de endeudamiento, la capacidad para hacer frente a la deuda a corto plazo y el ratio de valoración. El Cuadro 2 recoge el análisis de la varianza y la matriz de clasificación.

CUADRO 2  
Resultados del análisis discriminante

##### Análisis de la varianza

Valor propio	C. Canónica	$\lambda$	Significación
0,2204	0,4249	0,8194	0,0269

##### Matriz de clasificación

Grupo Actual	Clasificación discriminante	
	Objetivo	No-Objetivo
Objetivo .....	34	22 (64,7 %)
No-Objetivo .....	34	11 (32,4 %)
		12 (35,3 %)
		23 (67,6 %)

Empresas correctamente clasificadas: 66,18 %.

riqueza de los accionistas. Marris (1964) señala que el ratio de valoración constituye un indicador adecuado de la probabilidad de que una empresa sea objetivo de fusión. Los equipos directivos ineficientes que no maximizan la riqueza de sus accionistas obtendrán bajos ratios de valoración en comparación con el valor que podrían obtener si maximizasen la riqueza de sus accionistas. La tesis de Marris ha sido contrastada con resultados positivos por Singh (1971), Kuehn (1975) y Bartley y Boardman (1986), entre otros. El valor de mercado corresponde a un año antes de la realización del intento de fusión y el valor contable es el que se evidencia en el último ejercicio cerrado con anterioridad al intento de fusión. La utilización de un valor de mercado medio o inmediatamente previo al intento de fusión proporciona una distinción menos significativa, principalmente porque el mercado valora la información que recibe sobre la futura fusión.

<sup>8</sup> Sin embargo, los resultados del modelo no varían si se utiliza cualquier otro criterio de selección de variables.

La función discriminante estimada por el modelo es significativa en términos estadísticos (0,0269) y clasifica correctamente el 66,18 % de las empresas de la muestra, y su estructura se recoge a continuación:

$$Z_i = 0,85331 \left( \frac{\text{Cotización}}{\text{Beneficios por acción}} \right) + 0,74435 \left( \frac{\text{Reservas}}{\text{Capital}} \right) + \\ + 0,68914 \left( \frac{\text{Recursos generados}}{\text{Deuda a C/P}} \right) + 0,65343 \left( \frac{\text{Deuda}}{\text{F.P.}} \right) - \\ - 0,57531 \left( \frac{\text{Valor Mercado}}{\text{Valor Contable}} \right)$$

Las empresas objetivo de fusiones empresariales, por término medio y en relación a empresas de similar tamaño y actividad, tienen una mayor proporción de reservas acumuladas en relación a su capital, están más endeudadas, tienen una mayor capacidad para hacer frente a sus deudas a corto plazo, tienen un ratio P.E.R. superior y un ratio de valoración inferior. La consideración conjunta de estas cinco variables nos proporciona el perfil característico que define a las empresas objetivo de fusiones. Este resultado coincide con la evidencia empírica precedente (Singh, 1971; Kuehn, 1975; Bartley y Boardman, 1986), siendo coincidente con la tesis de Marris y poniendo de manifiesto la importancia del mercado para el control corporativo como elemento de control externo sobre los equipos directivos.

Entre las variables seleccionadas por el modelo discriminante se encuentran dos variables de estructura financiera, la estructura de los fondos propios y el coeficiente de endeudamiento. Ambas variables están directamente relacionadas con la probabilidad de ser objetivo de fusiones empresariales, de forma que las empresas objetivo están más endeudadas y tienen más reservas en relación a su capital.

Dentro del cuerpo de análisis delimitado por la teoría del mercado para el control corporativo se puede interpretar la estructura financiera de las empresas objetivo de fusiones en los siguientes términos. Los equipos directivos de las empresas españolas objetivo de fusiones anteponen el crecimiento a la maximización de la riqueza de los accionistas, para lo cual precisan obtener fondos con los que financiar el proceso de crecimiento, cuyo origen puede ser doble, de un lado los recursos generados internamente (que se materializan en reservas), de otro la financiación externa (que supone un mayor coeficiente de endeudamiento); por tanto, la ineficiencia del equipo directivo, que no maximiza la riqueza de sus accionistas, se refleja consecuentemente en una mayor proporción de reservas y en un mayor coeficiente de endeudamiento.

Además, el modelo selecciona, como variable discriminante, una variable de solvencia, en concreto la capacidad para devolver la deuda a corto plazo, de modo que las empresas objetivo de fusiones tienen una mayor capacidad para hacer frente a sus deudas a corto plazo.



Este cociente, al igual que la capacidad para devolver la deuda total, constituye un indicador de la posibilidad que tiene la empresa para aumentar su volumen de deuda; un mayor valor de este cociente permite que la empresa reciba nuevos fondos externos sin que los prestamistas exijan mayores primas por riesgo. Esta situación se mantendrá en tanto que el valor del cociente sea superior al que tienen las empresas de similar tamaño y actividad. La existencia de capacidad de endeudamiento no utilizada en las empresas objetivo hace posible el logro de una sinergia financiera en la realización de una fusión (Stapleton, 1982), para ello han de cumplirse dos condiciones, la primera es que la empresa compradora precise obtener fondos adicionales y no pueda obtenerlos directamente en condiciones de mercado, la segunda es que el precio exigido por los accionistas de la empresa objetivo, con capacidad de endeudamiento no utilizada, no supere el beneficio que obtiene la empresa compradora al fusionarse. En este balance hay que considerar el carácter deducible de los intereses generados por el nuevo endeudamiento.

La selección, por el modelo, de esta variable de solvencia puede, por tanto, interpretarse dentro del marco de análisis delimitado por las sinergias financieras. Las empresas objetivo de fusiones españolas, por término medio, poseen una capacidad de endeudamiento no utilizada, la cual puede ser aprovechada por su empresa compradora, quien puede realizar de esta forma, dependiendo del precio pagado por fusionarse con la empresa objetivo y del precio que tendría que costear de endeudarse directamente, una sinergia financiera.

Por último, el modelo ha seleccionado, como variables discriminantes, las dos variables de valoración de mercado, el ratio P.E.R. y el ratio de valoración. Las empresas objetivo de fusiones presentan mayores ratios P.E.R. al tiempo que menores ratios de valoración. El mayor valor del ratio P.E.R., que evidencian las empresas objetivo de fusiones empresariales, refleja las expectativas de sus accionistas de obtener una prima por transmitir el control de su empresa. El valor de mercado utilizado en el cálculo del ratio P.E.R. es un valor medio correspondiente a los 12 meses previos a la presentación de la oferta de fusión, por ello incorpora toda la información que se ha ido generando sobre la realización de la fusión durante el año precedente a la misma. De otro lado, el beneficio por acción corresponde al beneficio obtenido en el último ejercicio cerrado antes de la presentación de la oferta de fusión; generalmente, la fecha de cierre del último ejercicio precede, en varios meses, a la presentación de la oferta de fusión, período en el que la cotización de las acciones de las empresas objetivo experimenta aumentos con la información que se va generando sobre la operación y que el mercado de capitales incorpora en los precios.

Además, las empresas objetivo de fusiones presentan un menor valor del ratio de valoración, de forma que este ratio está inversamente relacionado con la probabilidad de ser objetivo de fusiones, como se refleja en el coeficiente negativo que presenta en la función discriminante. Este resultado es coincidente con el planteamiento de Marris, según el cual la probabilidad de ser objetivo de fusiones está inversamente relacionada con el ratio de valoración,

al tiempo que señala el control externo ejercido por el mercado para el control corporativo sobre los equipos directivos.

En el modelo elaborado por Marris sobre el crecimiento empresarial, los equipos directivos que no maximicen la riqueza de los accionistas obtienen un bajo valor de mercado para sus empresas, que facilita el control externo ejercido por el mercado para el control corporativo. Operando bajo condiciones de certidumbre, todos los agentes del mercado conocen el máximo valor de una empresa, que se obtiene cuando el equipo directivo de la misma maximiza la riqueza de los accionistas. Cualquier valor de la empresa inferior al máximo indica que la dirección está aplicando una gestión ineficiente, que no maximiza la riqueza de los accionistas.

En conclusión, los resultados obtenidos en nuestro análisis sobre las características que definen a las empresas españolas objetivo de fusiones son coincidentes con la tesis de Marris y señalan la importancia del control externo ejercido por el mercado para el control corporativo, al tiempo que coinciden con los resultados obtenidos en trabajos empíricos anteriores. No obstante, la capacidad predictiva del modelo viene condicionada por el limitado porcentaje de éxito alcanzado en la clasificación de las empresas de la muestra (66,18 %).

## Referencias

- Bartley, J. W. y Boardman, C. M. (1986): «Replacement Cost Adjusted Valuation Ratio as a Discriminator Among Takeover Target and Nontarget Firms», *Journal of Economics and Business* 38, pp. 41-55.
- Binder, D. (1973): «An Empirical Study of Contested Tender Offers: 1960-1969», S. J. D., thesis, Law School, University of Michigan.
- Bisquerra, R. (1989): *Introducción conceptual al análisis multivariable. Un enfoque informático con los paquetes SPSS-X, BMDP, LISREL Y SPAD*, Vol. I y II, P. P. U., Barcelona.
- Brealey, R. y Myers, S. (1988): *Fundamentos de Financiación Empresarial*, McGraw Hill, Madrid.
- Carleton, W.; Harris, R. y Stewart, J. (1980): «An Empirical Study of Merger Motives». Washington: U. S. Federal Trade Commission Bureau of Competition and Small Business Administration, diciembre.
- Federal Trade Commission (1972): «Economic Report on Conglomerate Merger Performance, An Empirical Analysis of Nine Corporations», U. S. Government Printing Office, Washington DC.
- Goldstein, M. y Dillon, W. R. (1978): *Discrete Discriminant Analysis*, Nueva York: John Wiley.
- Hayes, S. L. y Taussig, R. A. (1967): «Tactics of Cash Takeover Bids», *Harvard Business Review* 45, pp. 135-48.
- Klecka, W. R. (1980): *Discriminant Analysis*, Beverly Hills, California: Sage.
- Kleinbaum, D. G. y Kupper, L. L. (1978): *Applied Regression Analysis and other Multivariate Methods*, North Scituate, Mass: Duxburg Press.

- Kuehn, D. (1975): *Takeovers and the theory of the firm*, Londres: MacMillan.
- Kumar, M. S. (1984): *Growth, Acquisition and Investment, An Analysis of the Growth of Industrial Firms and their Overseas Activities*, University of Cambridge, Department of Applied Economics, Cambridge.
- Lachenbruch, P. A. (1975): *Discriminant Analysis*, Nueva York: Hafner Press.
- Mandelker, G. (1974): «Risk and Return: the case of Merging Firms», *Journal of Financial Economics* 1, pp. 303-35.
- Marris, R. L. (1964): *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, MacMillan, Londres.
- Melicher, R. W. y Rush, D. F. (1974): «Evidence on the Acquisition-related Performance of Conglomerate firms», *Journal of Finance* 29, pp. 141-149.
- Norusis, M. J. (1985): *Advanced Statistics Guide. SPSS-X*, Nueva York: McGraw-Hill.
- Odagiri, H. (1981): *The theory of Growth in a corporate economy: An Inquiry into management preference, R & D and economic Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Singh, A. (1971): *Takeovers*, Cambridge University Press.
- Singh, A. (1975): «Takeovers, Economic Natural Selection and the Theory of the Firm: Evidence from the Post-war United Kingdom Experience», *Economics Journal* 85, pp. 497-515.
- Stapleton, R. C. (1982): «Mergers, Debt Capacity, and the Valuation of Corporate Loans», Chapter 2 en *Mergers and Acquisitions*, Keenan, M. y White, L. J., eds. Lexington, Mas.: Heath D. C.
- Stevens, D. L. (1973): «Financial Characteristics of merged Firms: a multivariate analysis», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, pp. 149-58.
- Tatsuoka, M. M. (1971): *Multivariate Analysis: Techniques for Educational and Psychological Research*, Nueva York: John Wiley.
- Wansley, J.; Roenfeldt, R. y Cooley, P. (1983): «Abnormal returns from merger profiles», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, pp. 149-162.

## Abstract

This paper tries to determine the features that identify the Spanish firms subject to mergers, and at the same time to test some of the most relevant theories in this area, such as Marris' theory and the theory of the market for corporate control. A discriminating model is developed on a sample of 68 firms, selecting five discriminating factors: structure of own funds, leverage, capacity to pay back the short term debt, P.E.R. ratio and valuation ratio. The result supports both Marris' thesis and the importance, of the market for corporate control, and also coincides with the results obtained in previous research.

*Recepción del original, noviembre de 1991  
Versión final, mayo de 1992*