

# Advances in behavioral finance (Volume II)

**Editor:** Richard H. Thaler  
Princeton University Press, Princeton,  
2005, 712 páginas

*Advances in Behavioral Finance* recoge en su segundo volumen una recopilación de los artículos más destacados que han surgido durante la segunda década de investigación, en el área de comportamiento financiero. El colapso financiero ocurrido el 19 de octubre de 1987 fue el punto de partida para la investigación financiera en este área. La caída de los precios en bolsa de un 20% en un solo día, sin que fuera debido a ninguna noticia destacable, hizo que muchos economistas empezaran a tomar en serio la incidencia que el comportamiento de los agentes podría tener en los movimientos financieros.

La gran importancia de este hecho radica en que dio lugar a pensar que, como menciona el editor, si se quiere entender cómo se comportan los precios es preciso entender cómo se comportan los inversores.

Este libro repasa las últimas investigaciones realizadas en el área de comportamiento financiero a través de la recopilación de los artículos más destacados en las principales áreas financieras.

Las seis partes en las que el libro clasifica los artículos son las siguientes:

## Sección I: Límites al arbitraje

Veinte años atrás, muchos economis-

tas financieros pensaban que la hipótesis de mercado eficiente tenía que cumplirse debido a las fuerzas del arbitraje. Sin embargo, hoy en día se entiende que esto es una visión demasiado sencilla, y que los límites al arbitraje pueden permitir una importante infravaloración.

En este apartado se repasan los conceptos básicos del arbitraje y la relación existente con la hipótesis de eficiencia de mercados, analizando las implicaciones empíricas que los modelos propuestos tienen. En los capítulos 3 y 4 se exponen dos casos particulares de los límites al arbitraje, es decir, el incumplimiento de la ley de precio único.

## Sección II: Rendimientos bursátiles y la prima de acciones

En este apartado se distinguen dos temas de estudio, por un lado la posibilidad de predecir a largo plazo el comportamiento del mercado de valores y por otro la prima de acciones.

En cuanto al primero de ellos; aunque se haya pensado durante muchos años que la bolsa sigue lo que se denomina como sendero aleatorio, y por lo tanto no es posible llevar a cabo una predicción; son numerosos los investigadores que han descubierto que a largo plazo (como por ejemplo varios años) los rendimientos bursátiles son predecibles en cierta forma.

El segundo tema estudiado hace referencia a que históricamente la diferencia entre los rendimientos de los títulos de renta variable y la tasa libre de riesgo ha sido juzgada como demasiado grande para ser explicada a través de los mode-

los tradicionales de valoración de activos de maximización de la utilidad esperada. En el capítulo 6 se presenta una explicación del comportamiento basada en dos conceptos de psicología de la toma de decisiones: La tendencia a valorar las pérdidas como algo mayor a las ganancias (aversión a las pérdidas) o la tendencia a considerar los rendimientos de breves períodos de tiempo mejores que los del largo plazo. Dicha aversión a las pérdidas es evaluada en el capítulo 7 incorporándolo a un modelo de equilibrio más sofisticado.

### **Sección III: Estudios empíricos de sobre e infra reacción.**

Esta sección recoge cuatro artículos muy importantes en cuanto a aplicación empírica se refiere. Vuelven a analizarse los planteamientos básicos de eficiencia de mercados de Fama y French frente a los resultados obtenidos por De Bondt y Thaler, que ofrecen una diferente interpretación de la existencia de rendimientos extras en acciones denominadas de valor, ya que estos no son debidos a un mayor riesgo de estas acciones sino que pueden ser debidos a una sobre reacción por parte de los agentes.

En los otros capítulos incluidos en esta sección se analizan las estrategias de valor y el diferente comportamiento que las acciones tienen en el largo y el corto plazo. El capítulo 10 resume la investigación realizada en lo que se ha denominado en la literatura como *momentum*, y el capítulo 11 analiza la incidencia que tienen en bolsa las recomendaciones de los agentes financieros.

### **Sección IV: Teorías de sobre e infra reacción.**

En la sección anterior se plantean algunas de las anomalías que los investigadores en comportamiento financiero han identificado, todas ellas relacionadas con la hipótesis de mercado eficiente. Este apartado contiene tres intentos por parte de teóricos de prestigio por especificar algunas de esas anomalías; específicamente el aparente descubrimiento de que los precios de las acciones presentan reversión a la media en períodos de tiempo largo, pero también presentan correlación positiva en el corto y medio plazo.

### **Sección V: Comportamiento del Inversor**

La primera década de investigación en comportamiento financiero se ha centrado más en el aspecto financiero que en el de comportamiento del inversor. Sin embargo, en los últimos años el énfasis ha cambiado y los investigadores se han fijado más en el comportamiento actual que presenta un inversor. A través de estos datos, los investigadores han sido capaces de mostrar que las mismas tendencias encontradas por los psicólogos en el laboratorio a niveles inferiores se pueden identificar en niveles superiores.

En la investigación de Barber y Odean acerca del comportamiento del inversor, han encontrado, en primer lugar, que los inversores son reacios a vender acciones que han experimentado una caída en su valor frente a aquellas que se han apreciado, aunque el efecto

de los impuestos llevaría a impulsar a los inversores a realizar justo lo contrario. En segundo lugar, los inversores ponen de manifiesto un exceso de confianza en el sentido de que ellos negocian demasiado; siendo este comportamiento más pronunciado en los hombres que en las mujeres.

### **Sección VI: Finanzas corporativas**

La última parte del libro está dedicada a las finanzas corporativas, que constituye otra línea de investigación posible dentro del campo del comportamiento financiero. En el capítulo 17 se plantea un asunto relevante, como es la cuestión de la eficiencia de los mercados frente a los comportamientos financieros de algunas empresas. ¿Cómo deberían comportarse las empresas si se replantean la teorías financieras tradicionales?

En el capítulo 19 J. B. Heaton realiza un análisis desde el punto de vista contrario, asumiendo que se cumple la eficiencia de los mercados; si bien introduce la cuestión del tratamiento, en la literatura empírica, de un comporta-

miento demasiado optimista o “irracional” de algunos directivos. Esta hipótesis resulta ser de importancia para explicar mucho de lo que conocemos acerca del comportamiento corporativo.

La gran importancia que tiene hoy en día el estudio del comportamiento de los individuos, tanto inversores como agentes financieros, es manifiesta en la investigación financiera. Por este motivo, este libro supone una excelente obra de referencia para todo aquel que quiera sumergirse en el área del comportamiento financiero, corriente de gran importancia hoy en día ya que surge como alternativa al planteamiento clásico de la hipótesis de eficiencia de los mercados.

La idoneidad de los artículos y el gran número de referencias recogidas, lo convierten en un libro de gran utilidad para todos aquellos estudiantes y doctorandos que estén buscando un tema de tesis relacionado con este tema, ya que la amplitud de temas tratados puede dar lugar a investigaciones desde las finanzas, la gestión empresarial o la psicología.

*Clara I. González*