



FINANZAS CONDUCTUALES: un enfoque para Latinoamérica

Manrique Hernández Ramírez
manrique.hernandez@itcr.ac.cr

Consultor y Especialista en Finanzas. Profesor en Licenciatura y Maestría en Administración del ITCR. Licenciado en Administración de Negocios con énfasis en Finanzas y Banca. Master en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas y Mercadeo, Instituto Tecnológico de Costa Rica. Master en Economía con énfasis en Banca y Mercado de Capitales, Universidad de Costa Rica.

IMPORTANCIA DEL TRABAJO

El paradigma clásico de la teoría financiera asume que los inversionistas funcionan en mercados libres de fricciones y toman decisiones racionales. Bajo este argumento, se alude con frecuencia a la teoría de los mercados eficientes, la cual propone que los mercados están compuestos por inversionistas

que simultáneamente son racionales y que están muy bien informados, lo que les facilita su toma de decisiones y la derivación del verdadero valor de los activos. Sin embargo, existe cuantiosa evidencia la cual sugiere que el paradigma económico estándar -agentes racionales que operan en un mercado eficiente- no es adecuado para describir el comportamiento observable de los individuos en los mercados financieros (Elton, Gruber, y Busse, 2004; Stewart, 2006).

Las anomalías en los mercados financieros son de interés para muchos, pero atraen principalmente a economistas y estudiosos de las finanzas, así como a todo aquel involucrado en el mundo de los negocios, pues éstas pueden afectar las decisiones fundamentales y la toma de decisiones, ya que en un inicio pueden parecer buenas, pero resultar fatales, o viceversa (Fromlet, 2001).

A los seres humanos les inquietan muchas cosas en adición

Las finanzas conductuales son un nuevo campo de investigación que se orienta en los factores cognoscitivos y asuntos emocionales que impactan los procesos de toma de decisiones de individuos, grupos y organizaciones

al dinero, exigen simultáneamente amor, poder, respeto, honor y prosperidad para otros. Dada esta realidad, existen diferencias medulares en la forma de pensar en relación con la naturaleza del ser humano, sus fortalezas, fragilidades, inteligencia, ignorancia, honestidad, egoísmo y generosidad, así como su racionalidad o irracionalidad. Las personas en todas sus actividades siempre llevan impresa una carga emocional y la toma de decisiones financieras no es la excepción. Sin embargo, hasta hace poco se especulaba que los modelos económicos estándar (incluidos los principales modelos financieros) eran suficientes para explicar las decisiones económicas y financieras de las personas; pese a que éstos toman como condición fundamental la idea de que, al tratarse de dólares y de céntimos, las personas son capaces de ocultar sus emociones, actuando de forma racional. Todo esto facilita el camino para que los mercados borren todos los errores cometidos y restauren así la eficiencia de los mercados (Jensen y Meckling, 1994; Schweitzer, 2008).

En este contexto, una nueva rama de las finanzas, conocida como finanzas conductuales, tiene el potencial de convertirse en un complemento valioso para la teoría financiera clásica y neoclásica que actualmente domina el análisis financiero, pues permite que ésta se aproxime más a la realidad y mejora, por lo tanto, el análisis y la realización de una investigación financiera más realista y de utilidad (Fromlet, 2001).

Por su propia naturaleza, esta nueva vertiente de estudio es de carácter interdisciplinario, y descansa en la colaboración ofrecida por psicólogos, sociólogos, investigadores de mercadotecnia, teóricos de la conducta de decisión, economía financiera, macro economistas e investigadores de la contabilidad, entre otros. Hoy en día es una de las áreas más apasionantes y polémicas de la investigación en Economía, la cual se concentra en la psicología y el comportamiento de agentes económicos individuales, y explora las implicaciones para la valoración de precios de activos, la regulación y la dirección (Yale School of Management, 2008).

El presente artículo explora algunos de los fundamentos sobre los cuales descansa esta nueva teoría, así como algunos hallazgos interesantes de este tipo de estudios y sus implicaciones en situaciones financieras cotidianas, que permite incorporar, en forma explícita, factores psicológicos y sociológicos que usualmente están excluidos no solo de los programas de negocios de nuestras escuelas latinoamericanas, sino también de

la mayoría de análisis y tratamientos financieros convencionales que se realizan en éstas economías.

¿QUÉ SON FINANZAS CONDUCTUALES Y CUÁL ES SU CAMPO DE ACCIÓN?

Las finanzas conductuales son, en esencia, el estudio de la influencia de psicología y la sociología en el comportamiento de practicantes financieros y el efecto subsecuente que estos tienen en los mercados. Es el análisis de las finanzas desde un matiz de ciencia social más amplio, que ha causado un gran interés y revuelo al intentar explicar por qué y cómo los mercados pueden ser ineficientes (Shiller, 2003; Sewell, 2008).

La teoría es, en esencia, contradictoria a la mayor parte de la teoría fundamentada en la idea de que los mercados son eficientes, teoría que alcanzó su dominio en círculos académicos alrededor de la década de los setenta y en la que se fundamenta gran parte de la teoría financiera, considerada como moderna o neoclásica. Para ese mismo tiempo se dio la revolución de las expectativas racionales en la teoría económica, que llenó de entusiasmo a la academia y ocupó su atención, al instaurarse como una idea fresca (Shiller, 2003, 2006).

La teoría económica financiera moderna está basada en la creencia de que el agente representativo en la economía es racional de dos formas: toma decisiones según los axiomas de la teoría de utilidad esperada y hace pronósticos imparciales sobre el futuro. Un extremo de la versión de esta teoría asume que cada agente se comporta de acuerdo con estos paradigmas. Cuando se cuestiona el hecho de que la mayoría de los agentes no se comporta de esa forma, los defensores del pensamiento tradicional sostienen que, realmente, no es un problema que algunos agentes en la economía tomen decisiones poco óptimas, en tanto que el inversionista marginal, es decir, quien toma las decisiones específicas de inversión, sea racional (Thaler, 1999).

Sin embargo, a poco más de una década de esta euforia en las finanzas, cuando se creó y adoptó una buena cantidad de herramientas y modelos matemáticos verdaderamente avanzados, se da una segunda revolución en el seno de la academia debido a la introducción de la “escuela conductista” de las finanzas. El inicio de este proceso se remonta a los años ochenta con los cuestionamientos acerca de las fuentes de volatilidad en >>

>> los mercados financieros, el descubrimiento de numerosas anomalías que no se lograban explicar con los argumentos de los otros modelos, y el intento de incorporar en la teoría financiera las teorías de Kahneman y Tversky (1979) y otras teorías de la psicología (Shiller, 2006).

Con la aplicación de técnicas de psicología cognitiva y su intento por explicar anomalías presentes en la toma de decisiones económicas racionales, los trabajos de Kahneman y Tversky (1974, 1979) propusieron, con evidencia empírica, que las personas son irracionales de una manera consistente y correlacionada, y criticaron fuertemente la teoría de la utilidad esperada, considerada hasta la fecha como el modelo descriptivo que guiaba los procesos de toma de decisiones bajo riesgo.

En su búsqueda de respuestas los investigadores conductuales han objetado muchos de los supuestos presentes en modelos financieros recientes. Uno de estos supuestos, por ejemplo, es el de la presencia de inversores racionales que operan en los mercados, quienes tienen información perfecta acerca de los eventos económicos y de mercado, y utilizan esa información para tomar decisiones racionales (Nevins, 2004).

Aquellos que piensan que las personas son racionales y quie-

nes creen lo contrario, no logran ponerse de acuerdo en todas las situaciones. Muchos críticos de la economía han afirmado que la disciplina está basada en fundamentos no verificables, al catalogar a los seres humanos como simplemente irracionales. Por su parte, los economistas han sido tradicionalmente escépticos sobre la variedad de tendencias, aparentemente arbitrarios, ofrecidas por la psicología experimental. En este escenario, la teoría de la opción individual racional tiene muchos usos diferentes en la economía experimental y los mismos deberían ser considerados en cualquier evaluación realista de la teoría (Plott, 1986, Hirshleifer, 2001).

Al respecto, Fama (1998) sigue defendiendo la teoría de los mercados eficientes, al indicar que las anomalías observables en los mercados son consecuentes con la hipótesis de eficiencia de mercado y le resta importancia a las conclusiones y metodologías seguidas por los investigadores conductistas. Este autor propone que las anomalías son posibilidades normales que pueden generar, de igual forma, reacciones hacia arriba o hacia abajo, producto de la nueva información. Sin embargo, en los confusos días antes del auge de las finanzas modernas, un grupo selecto de economistas respetables, como Adán Smith, Irving Fisher, John Maynard Keynes y Harry Markowitz, pensaron que la psicología individual afectaba los precios (Hirshleifer, 2001).

Los investigadores de las ramas de la economía experimental y de las finanzas conductuales usualmente arrancan de un punto de partida común, que consiste en refutar la suposición de los economistas post Keynesianos de que los actores económicos siempre pueden actuar racionalmente maximizando la utilidad esperada. En vez de asumir que los actores económicos son racionales y que, por lo tanto, siempre actúan consecuentemente con ello, a menudo ambos grupos de investigadores basan el inicio de sus investigaciones en un toque de perspicacia proporcionada por la psicología, para tratar de explicar el comportamiento económico. El uso de la psicología se remonta a Keynes, quien se basó en ella para desarrollar sus teorías económicas. Por su parte, los investigadores en finanzas conductuales han integrado la psicología con el estudio de cómo los inversionistas toman decisiones financieras, mientras que otro grupo de investigadores, los economistas experimentales, prueban algunas teorías de Keynes sobre la psicología de los actores económicos en experimentos especialmente diseñados. Documentos en ambas disciplinas adoptan las ideas de Keynes sobre la psicología de los actores económicos como una inspiración para diseñar pruebas empíricas del comportamiento económico (Fung, 2006).

Esta tesis está en el corazón de un magnífico debate que



se ha dado en el seno de las finanzas a lo largo de las últimas dos décadas. En pocos años, los economistas financieros se han vuelto más receptivos a las explicaciones racionales imperfectas, al reconocer, con mayor facilidad, que los tomadores de decisiones económicas no siempre son racionales dado que, al ser humanos, están predispuestos a cometer errores de juicio (Hirshleifer, 2001, Stewart, 2006).

HALLAZGOS MÁS SIGNIFICATIVOS DE LOS ESTUDIOS CONDUCTISTAS

Cualquiera reconoce el hecho de que la gente, con frecuencia, comete errores a la hora de razonar. El consumo excesivo de alcohol, el estrés provocado por la falta de sueño o los nervios, incluso una pelea con su pareja o con un compañero de trabajo, afectan de forma negativa el razonamiento. Estas situaciones de seguro afectarán su humor y, por lo tanto, su estado de ánimo y la forma en cómo ve el mundo y las perspectivas acerca de éste (Stein, 1997; Schweitzer, 2008). Además, existe evidencia de que las fluctuaciones de los precios de los activos en los mercados a menudo se deben a cambios en las preferencias de los individuos (LeRoy, 2004). A continuación se detallan algunos de los descubrimientos más reveladores derivados de la investigación en finanzas conductuales.

Los seres humanos tienden a configurar sus expectativas a partir de una serie de acontecimientos que terminan interpretando como tendencias. Luego, el instinto natural los impulsa a buscar información que confirme sus posiciones y a la cual se le da mayor preponderancia, y se menosprecia (o se pasa por alto intencionalmente) aquella que debilita sus afirmaciones o bien, las contradice. En virtud de lo anterior, las respuestas a las diferentes situaciones dependerán de cómo las cuestiones a tratar son enmarcadas, lo que causaría que la gente realice juicios diferentes ante las diferentes situaciones. Un observador acucioso (aunque no conozca nada de economía, finanzas, psicología o sociología) detectará que, en efecto, las emociones algunas veces pueden ser una fuerza dominante en los mercados. Las finanzas conductuales trabajan por medio de un estudio de las diferentes interpretaciones de las mismas circunstancias y cómo los usuarios de un análisis pueden reaccionar a tales diferencias (Fromlet, 2001; Hirshleifer, 2001; Stewart, 2006).

La evidencia empírica pone de manifiesto que la gente a

menudo realiza juicios usando una vía de representatividad, es decir, se juzga la probabilidad de que un modelo sea verdadero y basan su estimación en el grado de similitud entre los datos y el modelo que consideran correcto, en lugar de asignar realmente cálculos de probabilidad. Se sabe que las personas tienden a presentar un error de anclaje, que en esencia es la tendencia a hacer juicios cuantitativos difíciles que suelen comenzar con alguna estimación inicial arbitraria, a menudo sugerida por algún elemento en su ambiente inmediato. Además, las personas muchas veces presentan una especie de perseverancia en sus creencias con base en creencias y experiencias pasadas, incluso mucho después de que debían haber sido abandonadas. En este marco existen casos como el siguiente: los pronósticos de ganancias que realizan los analistas sobre las diferentes compañías son excesivamente dispersos en el sentido de que los pronósticos altos tienden a ser sobreestimados y los pronósticos bajos tienden a ser subestimados (Bulkley y Harris, 1997; Shiller y Thaler, 2007).

Los seres humanos usualmente desean predecir correctamente y existe una tendencia en ciertos analistas a darle más importancia o mayores grados de probabilidad de la que realmente merecen, a ciertos hechos, reportes o estados. Los propios analistas y administradores de fondos de terceros, en su papel de especialistas en la materia, usualmente manejan proyecciones o escenarios para establecer sus recomendaciones a clientes. Sin embargo, los diferentes analistas no siempre llegan a las mismas conclusiones o poseen diferencias en la interpretación de ésta información (Fromlet, 2001).

El trabajo de Ricciardi (2008) indica que numerosos estudios experimentales y revisiones basadas en la conducta de los individuos al tomar riesgos, han permitido documentar, de forma poderosa, hallazgos como los siguientes:

Género: las mujeres son más conservadoras que los hombres, es decir, tienden a tomar menos riesgos.

Estado civil: los individuos solteros son más propensos a tomar decisiones riesgosas que las personas casadas.

Edad: las personas jóvenes se inclinan más a la búsqueda de riesgos que las personas mayores.

Nivel de educación: las personas con altos niveles de educación demuestran una mayor propensión o tendencia a tomar riesgos. >>

“El fenómeno de seguir a la multitud” es uno de los campos de estudio más reciente de las finanzas conductuales

>> **Conocimiento financiero:** ya sea por la vía de la experiencia o la maestría en la materia, los individuos que creen que tienen más conocimiento del riesgo y, en general, de las situaciones riesgosas, revelan una predisposición a tomar mayores riesgos financieros.

El fenómeno del exceso de confianza y el espejismo del control: hace referencia a que la mayoría de los individuos creen que conocen más de lo que realmente saben. Las investigaciones empíricas sugieren que este exceso de confianza es un rasgo de los tomadores de decisiones, quienes se consideran a sí mismos expertos, y esto, por supuesto, entraña ciertos riesgos. Estudios de este tipo han logrado documentar cómo las personas tienden a ser presumidas en sus juicios, es decir, que desarrollan una cierta predisposición a las ilusiones, pues creen precisamente lo que quieren creer. De esta forma, se han logrado evidenciar problemas de auto control, lo que puntúa la incapacidad de controlarse en lo venidero. El espejismo del control es otra forma de expresar el exceso de confianza, y se refiere a que las personas creen que pueden controlar una situación, cuando, en realidad, tienen poco o ningún impacto sobre la misma. Esta ilusión de controlar la situación se vuelve muy evidente cuando las cosas salen mal (contrario a lo que creía al inicio) y la inversión resulta ser un fracaso (Fromlet, 2001; Shiller y Thaler, 2007).

Como bien señala Paredes (2005) a la luz de la vasta literatura y evidencia empírica, este hallazgo del exceso de confianza posiblemente se perfila como el más robusto en el marco de

la psicología del juicio. Las personas tienden a ser demasiado optimistas en relación con los resultados que creen que controlan y se dan mucho crédito por el éxito cuando se presenta, mientras que desvirtúan otros factores que ocasionan fallas o malos desempeños. En este marco no es de sorprender que las personas tiendan a creer que ejercen más control sobre los resultados del que realmente tienen, descontando el rol que muchas veces juega la suerte.

El efecto de disposición: hace alusión al fenómeno que perennemente se observa en las bolsas donde los inversores, expertos o principiantes venden los activos ganadores demasiado temprano y, por el contrario, se mantienen con los perdedores un tiempo exagerado. La segunda parte del fenómeno es la que usualmente ocasiona mayores daños y plasma la aversión a reconocer las malas decisiones y los pésimos negocios, ya que imposibilita cortar las pérdidas de forma oportuna (Fromlet, 2001).

El fenómeno de la propensión a quedarse en casa: significa que los inversores prefieren los mercados domésticos por motivos de seguridad que no son completamente racionales, a pesar de la posibilidad de mejores resultados a través del tiempo, o bien de una mayor diversificación de riesgos, producto de inversiones en el extranjero (Fromlet, 2001).

El fenómeno de seguir a la multitud: Esta es, quizás, la observación que más genéricamente se puede detectar en los mercados financieros en un contexto psicológico. Se refiere a que muchos inversores siempre observan de cerca a los ganadores y, de alguna forma, esto los hace sensibles a copiar el mismo patrón. Al final pocos quieren luchar contra el poder masivo de una mayoría que se está dirigiendo a la misma dirección. Se puede hablar de voluntarios y forzados a cumplir, en el sentido de que es posible que muchos jugadores en los mercados financieros pueden pensar que un activo particular, por ejemplo un bono, la acción de una compañía, una tasa de interés o un tipo de cambio, no está siendo tasado correctamente y que, tal vez, no vale la pena intentar combatir contra la multitud y ser pisoteados; ante ese escenario resulta mejor seguir el comportamiento de la mayoría aunque no sea por voluntad propia (Fromlet, 2001).

EJEMPLOS DE CAMPOS DE APLICACIÓN E INVESTIGACIÓN DE ESTE TIPO DE HALLAZGOS

Imagine algo tan básico como una estampilla postal, visto como un bien futuro (o servicio) con un valor



monetario, en esencia debería ser tazada de la misma forma que cualquier valor financiero y, por lo tanto, es posible calcularle su valor intrínseco. Por ejemplo, si su precio fuera hoy de 37 centavos, el mismo debería corresponder al valor presente del servicio (la entrega de una carta) al que su dueño tiene derecho en el futuro. Ahora considere otra estampilla similar pero con un pequeño error de impresión que ocasiona que llame la atención de los lectores. A causa del error de imprenta la estampilla tiene un valor actual de 1000. Al analizar esta situación particular se sugieren algunas explicaciones posibles desde el punto de vista económico de la diferencia entre los valores del sello con y sin el error de imprenta: el valor fundamental del sello con el error de imprenta es más alto que aquel que no lo tiene, pues el sello con el error de imprenta tiene una burbuja¹. Otras explicaciones no tan económicas de este valor podrían ser justificadas en hechos tan insólitos como que el poseedor de la rara estampilla puede adquirir un cierto estatus (o por lo menos él lo percibe así) a ojos de los otros coleccionistas. Su estado de ánimo, sus percepciones de la realidad, su sexo, estado civil, conocimiento de la materia, etc., pueden ser, al final, la base del alto valor asignado al bien (LeRoy, 2004). Sin lugar a dudas, muchos de estos factores pueden estar afectando el precio, pero son difíciles de encajar en un modelo financiero para estimar el valor.

Analicemos la siguiente situación: un graduado de un MBA con énfasis en finanzas se enfrenta al problema de estimar tasas de corte para ser aplicadas en decisiones de presupuestación de capital. Este individuo puede seguir cabalmente los tratamientos estándar que le ofrecen los libros de texto y que le fueron enseñados en la Universidad, de forma directa y con una conciencia clara, al estimar, objetivamente, las tasas de corte que necesita, como bien apunta la teoría. O quizás, pese a su preparación académica y su dominio de la materia, se verá tentado a manipular los modelos, jugando con parámetros importantes como las tasas libres de riesgo, los premios por riesgo e indicadores de riesgo sistemático (o bien, simplemente abandonándoles o utilizando otros no tan creíbles) cuando no le convengan para defender su punto de vista, incluso con las apreciaciones subjetivas que el mismo tenga con respecto al riesgo del emprendimiento particular que se encuentre evaluando, o intentando justificar, de algún modo, la aceptación o el rechazo de un proyecto.

En este caso, ¿será el profesional lo suficientemente objetivo como para respetar las recomendaciones que ofrezcan, sobre el proyecto analizado, indicadores como el valor actual neto o la tasa interna de retorno? ¿O estará tentado a manipular, de forma antojadiza, ciertas variables críticas sobre las cuales descansan las proyecciones financieras de los flujos netos de caja



del emprendimiento? Cualquiera de los dos comportamientos se adoptaría en aras de demostrar que el proyecto que él defiende se debe realizar. En este sentido se podría argumentar que, para justificar puntos de vista, es posible que algunos analistas se encuentren descontando “no solo el futuro sino también el más allá de sus proyectos”. Es posible que ocurra porque deducen que los fundamentos de los proyectos que valoran son muy distintos de los supuestos utilizados para lograr este cometido, pero, en realidad, es que les duele admitirlo, o bien, se sienten de algunas formas amenazados o desacreditados si lo hacen.

La psicología experimental nos diría que factores tan inverosímiles como la edad, el sexo, la educación, el humor al momento del análisis, así como el estado de ánimo, las percepciones de la realidad y la situación civil, también afectarán las decisiones financieras, por más objetivas que se necesite que sean para el bienestar de su compañía (Stein, 1996).

Dados los hallazgos existentes, no es nueva la sugerencia de que los ejecutivos de negocios, por ejemplo, los ejecutivos financieros de más alto nivel, sufren de este exceso de confianza que, algunas veces se considera, de forma peyorativa, ego o arrogancia del ejecutivo. En este marco, es razonable creer que las personas con posiciones de poder e influencia, que también posean récords de éxito, pueden manifestar en forma particular un exceso de confianza y tendencia a creer que tienen todo bajo control y esto, indudablemente, puede tener efectos deseados de investigar sobre el gobierno corporativo y el desempeño organizacional.

En esencia, situaciones como éstas invitan a pensar >>

¹ La expresión burbuja significa, simplemente, un gran aumento de precio que dentro de poco será seguido de una caída igualmente grande.

>> que se ha dado un cambio en las reglas económicas, el cual todavía no se ha permeado en los modelos financieros que aprendimos en nuestras escuelas de negocios, o que, en efecto, es necesaria una teoría económica y financiera suplementaria que nos explique, de mejor manera, el por qué de estas situaciones y cómo se debe proceder.

CONCLUSIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En la literatura económica clásica y neoclásica, los agentes económicos son descritos como seres humanos perfectos y racionales que toman las decisiones correctas en una situación de completa transparencia. De esta forma siempre logran el éxito en la optimización del beneficio que intencionalmente persiguen. El Homo Oeconomicus, como se le llama, obtiene la información completa que requiere y que tiene un impacto sobre sus alternativas y decisiones. Como punto de partida, es una situación ideal que ciertamente no existe en el mundo real. De acuerdo con los conductistas, los individuos no funcionan de forma tan perfecta como nos enseñan las escuelas de negocios y ésta puede ser una explicación del por qué continuamente

observamos que las herramientas financieras no responden del todo a los fenómenos que se aprecian en los mercados (Fromlet, 2001).

La colaboración entre las finanzas y otras ciencias sociales ha permitido lograr un conocimiento más profundo de los mercados financieros y la forma en que se comportan en realidad los individuos que los conforman. Las finanzas conductuales permiten combinar la conducta individual y el fenómeno de mercado al utilizar simultáneamente teorías provenientes de psicología, sociología y finanzas. Quizás, la principal conclusión es que se puede enriquecer nuestro entendimiento de los mercados financieros y de las finanzas corporativas, si se añade un elemento humano, al incorporar en la investigación acerca del papel de los mercados una variedad de comportamientos (Thaler, 1999).

Numerosas son las aplicaciones de este tipo de análisis que podrían ser integradas no solo en mercados más desarrollados, sino también en nuestros mercados latinoamericanos. Es posible realizar pruebas que permitan cotejar lo que los inversores realizan en los mercados versus lo que deberían hacer si fueran racionales. De estos ejercicios se pueden derivar experiencias;



En su búsqueda de respuestas los investigadores conductuales han objetado muchos de los supuestos presentes en modelos financieros recientes, por ejemplo la racionalidad en la toma de decisiones

errores y trampas comunes que se detecten en los procesos de decisión; inconsistencias con los modelos financieros neoclásicos y con los argumentos en que descansan estos; tendencias; sobre o sub reacciones a ciertos tipos de información; niveles de tolerancia al riesgo; y el entendimiento y percepción de lo que es el riesgo por parte de los inversores en los mercados y cómo lo asimilan.

La agenda actual de investigación en el área se orienta a la valoración de activos, entre ellos fenómenos como las burbujas, el ímpetu, sentimientos del inversor, psicología, reacciones exageradas o sub reacciones; de inversiones, considerando los sentimientos del inversionista, su confianza y las burbujas; de la dirección, incluyendo valor relativo, ímpetu, y precios antiguos; y del mercadeo, abarcando escogencia del consumidor y el cambio de clientela (Yale School of Management, 2008).

El estado de la cuestión de las finanzas conductuales ha contemplado, como una nueva línea de investigación emergente, el rol de los sentimientos positivos y negativos conjugados con los procesos de toma de decisiones de inversión. La idea es que, para apreciarlos de forma completa, los investigadores deben relacionar simultáneamente los aspectos cognoscitivos (mentales) y afectivos (emocionales) con el propósito de entender la manera en que estos agentes procesan la información cuando toman decisiones de inversión estratégicas (Riccardi, 2008).

El acto de la preocupación es una experiencia humana común e incuestionable. Las preocupaciones enmarcan memorias y visiones de futuros episodios que alteran nuestros juicios diarios y de largo plazo. El proceso de preocuparse debilita los supuestos sobre los que se basan los modelos de decisión clásicos, donde las personas son capaces de hacer evaluaciones racionales, sistemáticas y premeditadas. El estar preocupados ocasiona que los individuos tomen decisiones en estados emocionales o afectivos, instintivos y de manera espontánea (Riccardi, 2008).

Una tendencia que está tomando fuerza, según señala Riccardi (2008), es potenciar la investigación y generar, por lo tanto, nuevos estudios sobre los efectos de las emociones, sentimientos y humor de tipo negativo. Entre estos estudios se encuentran: la influencia negativa de las emociones durante los procesos de juicio financieros; el rol de la preocupación y la conducta de toma de riesgos en finanzas conductuales, eco-

nomía y contabilidad; la relación básica entre la preocupación y las mujeres; y las influencias negativas de la preocupación y el género mediante las finanzas conductuales y la literatura de psicología financiera.

Se han detectado cosas tan curiosas como que las decisiones financieras tomadas por individuos a quienes se les dificultad sentir emociones por lesiones cerebrales previas, resultan en mayores utilidades para las empresas, por ejemplo, más cantidad de retornos en comparación con los que lograron los individuos catalogados como normales. Diversos autores han encontrado que el no sentir emociones como la preocupación, la ansiedad y el miedo, produce que sean más proclives a aceptar riesgos con altas recompensas, y que sean menos propensos a experimentar reacciones afectivas o emocionales a causa de ganancias o pérdidas (Riccardi, 2008).

Por ejemplo, veamos el campo de las inversiones, donde los medios de comunicación continuamente facilitan el acto de preocuparse al bombardear con noticias negativas a los mercados y, por lo tanto, a las mentes de los inversores que están operando en estos. Estas preocupaciones financieras y sentimientos negativos afectan a todos: niños, adultos, jubilados, asesores financieros, practicantes y profesores de finanzas. En este contexto, resulta importante generar más investigación a fin de entender la significancia de este tipo de emociones entre los diferentes grupos, profesionales y no profesionales, y también para diferentes categorías de servicios financieros, clases de activos y valores de inversión (Riccardi, 2008).

Un resultado interesante es que, a través de este tipo de estudios, se ha logrado documentar diferencias significativas en la forma de reaccionar afectiva y emocionalmente de hombres y mujeres, y cómo esto, por supuesto, afecta su proceso de juicio. El punto es demostrar si el estereotipo de que las mujeres son más emocionales que los hombres es cierto. También se ha detectado que las mujeres experimentan un mayor grado de preocupación que los hombres en diversas áreas del proceso de toma de juicios y de decisiones (Riccardi, 2008).

Las mujeres tienden a preocuparse por una gran cantidad de cosas importantes, como sus relaciones personales y profesionales, las finanzas, el dinero, las condiciones económicas, las experiencias del trabajo, los problemas familiares, el retiro, la educación de sus hijos, las relaciones sexuales, la seguridad y la salud. En este contexto, la relación entre el género y >>



>> las reacciones negativas afectivas, como el miedo, la preocupación, la ansiedad, el estrés, la tristeza, la culpabilidad, la vergüenza y la depresión, han recibido un monto de investigación empírica significativa con un grado de dominio no tan penetrante en finanzas (Riccardi, 2008).

Riccardi (2008) de nuevo señala que, gracias a numerosos estudios empíricos, se ha logrado detectar que las mujeres son más adversas al riesgo (conservadoras) que los hombres, además, que tanto hombres como mujeres presentan diversos niveles de emoción negativa ante una variedad de ambientes personales y profesionales. La idea es que, si esto fuera correcto, por ejemplo, un consultor financiero debería aplicar diferentes tácticas financieras y psicológicas ya sea que atienda a hombres o mujeres, aparte, por supuesto, de basar sus recomendaciones en aspectos medulares como las necesidades y deseos de estos, edad, estado civil, educación y grado de conocimiento. Así, la asociación demostrada entre reacciones afectivas negativas y género son factores significativos a investigar, pues los individuos toman juicios todos los días para todo tipo de situaciones y circunstancias. Este hallazgo tiene implicaciones reveladoras

para la comunidad financiera y de inversión, dado que influye la forma en que novatos y expertos toman decisiones para todo tipo de productos y servicios. En particular, la relación entre género y preocupación tiene consecuencias para las estrategias de inversión, la consultoría en planificación financiera, el bienestar financiero de las familias y la presupuestación del hogar.

Como bien se ha dicho, las nuevas conclusiones empíricas ganan el crédito si podemos entender lo que las causa. Las percepciones crean anomalías en los mercados que inversores y practicantes financieros astutos pueden explotar para su conveniencia, pero para ello deben contar con conocimientos y herramientas que les permitan detectarlas y aprovecharlas (Hirshleifer, 2001; Stewart, 2006).

En esencia, la psicología siempre importa en las decisiones financieras y, por lo tanto, debería formar parte de las herramientas que habitualmente se utilizan en la jerga. Un análisis sistemático que partiera del paradigma del Homo Oeconomicus es esencial para una investigación financiera realista y para el análisis. Dado que no existe una teoría que integre cabalmente todos estos fenómenos, se debería enfatizar el uso de una combinación con el fin de convertirnos en mejores analistas financieros, economistas, colegas, compañeros y tomadores de decisiones (Fromlet, 2001).

Referencias bibliográficas

- Bulkley, G. and Harris, R. (1997) Irrational Analysts' Expectations as a Cause of Excess Volatility in Stock Prices. *The Economic Journal*, 107(441): 359-371.
- Elton, E J, Gruber, M J. and Busse, J A. (2004) Are Investors Rational? Choices among Index Funds. *The Journal of Finance*, 59(1):261-288.
- Fama, E. F. (1998) Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49: 283-306.
- Fromlet, H. (2001) Behavioral finance-theory and practical application. *Business Economics*, 36(3):63-69.
- Fung, M. V. (2006). Developments in behavioral finance and experimental economics and Post Keynesian finance theory. *Journal of Post Keynesian Economics*, 29(1):19-39.
- Hirshleifer, D. (2001). *Investor Psychology and Asset Pricing*. *The Journal of Finance*, 56(4): 1533-1597.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1994). The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2):4 - 19.
- Kahneman, D and Tversky, A (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases, *Science New Series*, 185 (4157):1124-1131.
- Kahneman, D and Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2):263-292.

LeRoy, S. F. (2004) Rational Exuberance. *Journal of Economic Literature*, 42(3):783-804.

Nevins, D. (2004) Goals-Based Investing: Integrating Traditional and Behavioral Finance. *The Journal of Wealth Management*, 6(4):8-23.

Paredes, T. (2005). Too much pay, too much deference: Behavioral corporate finance, CEOs, and Corporate Governance. *Florida State University Law Review*, 32:673-762.

Plott, C. R. (1986). Rational Choice in Experimental Markets. *The Journal of Business*, 59(4): S301-S327.

Ricciardi, V. (2008). The Financial Psychology of Worry and Women. <http://ssrn.com/abstract=1093351>

Sewell, M. (2008). Behavioural Finance, [on line] London: Department of Computer Science

University College London. Disponible en: <http://www.behavioural-finance.net/behavioural-finance.pdf>

Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1):83-104.

Shiller, R. J. (2006). Tools for Financial Innovation: Neoclassical versus Behavioral Finance. *The Financial Review*, 41(1):1-8.

Shiller, R. and Thaler, R. (2007). Workshop in Behavioral Finance, [on line]. <http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/index.htm>

Stein, E. (1997). Can We Be Justified in Believing that Humans Are Irrational?. *Philosophy and Phenomenological Research*, 57(3):545-565

Stein, J. C. (1996). Rational Capital Budgeting In An Irrational World. *The Journal of Business*, 69 (4):429-455.

Stewart, P. (2006). Behavioral Finance-Not To Be Ignored. *Trusts & Estates*, 145(6):46-50.

Schweitzer, M. (2008). 'Feeling the Love' (or Anger): How Emotions Can Distort the Way We Respond to Advice. *Universia Knowledge Wharton (Boletín Electrónico)*. Disponible en <http://wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1592&language=english&specialId=>

Thaler, R. H. (1999) The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, 56(6):12-17.

Yale School of Management (2008). The International Center for Finance. The Behavioral Finance Research Initiative. http://icf.som.yale.edu/research/behav_finance.shtml

RESUMEN:

Las finanzas conductuales son un nuevo campo de investigación que se orienta en los factores cognoscitivos y asuntos emocionales que impactan los procesos de toma de decisiones de individuos, grupos y organizaciones. El campo pretende analizar la conducta individual y el fenómeno de mercado, para lo cual utiliza la combinación de la psicología, la sociología y la teoría financiera. Con lo anterior procura lograr un mejor entendimiento del comportamiento que muestran los practicantes financieros y el efecto subsecuente que estos ejercen sobre los mercados en que operan, por medio de modelos en los cuales los actores no son completamente racionales.

En este artículo se analizan las finanzas modernas desde un punto de vista de ciencia social más amplia, con un enfoque conductual, intentando mejorar el análisis mediante una nueva perspectiva interdisciplinaria. Se detallan algunos hallazgos interesantes de este tipo de estudios y sus implicaciones en situaciones financieras cotidianas. A la luz de la investigación realizada se perfila el estado de la cuestión actual en la materia y se enumeran futuras líneas de investigación y campos de aplicación en finanzas e inversiones, dignas de atención por parte de los mercados latinoamericanos.

Palabras Clave: Finanzas modernas, conducta financiera, economía experimental, psicología financiera, decisiones financieras.

ABSTRACT:

A new research field called behavioral finance targets the cognitive and emotional factors that impact the decision making processes that individuals, groups and organizations make. This field attempts to analyze individual behavior and market phenomena using psychology, sociology and financial theories to better understand financial institutions behavior and their subsequent impact on markets, using models that consider non-rational behavior participants.

This article analyzes modern finances from a broader scientific perspective by using a new interdisciplinary point of view. Some interesting findings and their impact in everyday financial conditions are described. As an outcome of this research, we present a current day status, and future investigative lines for the Latin American markets are proposed.

Keywords: Modern finance, experimental economics, financial behavior, financial psychology, financial decisions