

Revista Gestión & Finanzas

ISSN: 2539-0686



Universidad
del Tolima



ACREDITADA
DE ALTA CALIDAD

Instituto de
Educación a Distancia
Administración Financiera

¡Construimos la universidad que soñamos!

Vol. 5

Nº 10

Diciembre 2023

Ibagué - Tolima

REVISTA GESTIÓN & FINANZAS
ISSN: 2539-0686

Omar A. Mejía Patiño
Rector

Martha Lucía Núñez
Vicerrectora Docencia

Diego Alberto Polo
Vicerrector de Desarrollo Humano

Mario Ricardo López
Vicerrector Administrativo

John Jairo Méndez
**Vicerrector de Investigación-Creación,
 Innovación, Extensión y Proyección Social**

Carlos Arturo Gamboa B.
Director IDEAD

Carol Saira Góngora Reyes
Directora Programa Administración Financiera

Daniela Herrera Cabezas
**Directora Programa
 Administración Turística y Hotelera**

EDITOR

CARLOS FERNANDO PARRA MORENO

Ph.D. (C) en Administración Universidad de La Salle.
 Economista Universidad de Ibagué.
 Magister en Administración Universidad Nacional de Colombia.
 Magister (C) en Economía Universidad Externado de Colombia.
 Docente Tiempo Completo IDEAD, Universidad del Tolima, Colombia.

COMITÉ EDITORIAL

RICARDO BENJAMÍN PERILLA MALUCHE

Ph.D. (C) en Administración de empresas Universidad del Tolima.
 Especialista en gerencia de proyectos.
 Magíster en pensamiento estratégico y prospectiva Universidad Externado de Colombia.
 Doctorado (C) en Administración. Universidad Externado de Colombia.
 Docente Tiempo Completo IDEAD, Universidad del Tolima, Colombia.

MÓNICA BIBIANA GONZÁLEZ CALIXTO

Administradora Industrial.
 Magister en Administración, con énfasis en Finanzas.
 Doctoranda en Administración - EAN.
 Docente Tiempo Completo IDEAD, Universidad del Tolima, Colombia.

JUAN PABLO MARIÑO JIMENEZ

Administrador de empresas.
 Especialista en Gerencia de Mercadeo.
 Magister en Administración de Empresas.
 Doctor en Gestión del turismo.
 Profesor Tiempo Completo del Instituto de Educación a Distancia de la Universidad del Tolima, adscrito al Departamento de Estudios Interdisciplinarios. Investigador Asociado ante MINCIENCIAS.

JORGE LUIS JULIAO ROSSI

Doctorado en Administración, Universidad de los Andes.
 Magister en Ingeniería Industrial de la Universidad de los Andes.
 Ingeniero Industrial de la Universidad del Norte.
 Profesor tiempo Completo Facultad de Ciencias Administrativas y Contables de la Universidad de La Salle.

COMITÉ CIENTÍFICO

RUBEN DARIO DÍAZ MATEUS

Docente investigador del Programa de Contaduría Pública y líder del grupo de investigación Desarrollo y Sociedad de la Facultad de Ciencias Administrativas y Contables de la Universidad de La Salle.
 Economista de la UPTC, Magíster en Fundamentos de Economía de la Universidad Santiago de Compostela (España).
 Magister en Desarrollo Sostenible y Medio Ambiente de la Universidad de Manizales.
 Doctorando en Agro ciencias de la Universidad de La Salle (Colombia).

MARIA ALEJANDRA REYES PARGA

Magister en Prospectiva de la Universidad Externado de Colombia.

Administradora de Empresas de la Universidad del Tolima.

Comunicadora Social de la Universidad del Tolima.

Docente de la Universidad del Tolima.

JOSÉ AUGUSTO RAMIREZ DÍAZ

Administrador Financiero egresado de la Universidad de Ibagué.

Especialista en Finanzas de la Universidad del Rosario.

Magíster en Ciencias Económicas de la Universidad Santo Tomás.

Estudios en valoración y negociación de empresas de la Universidad de los Andes.

ERIKA ALEJANDRA PATIÑO MORENO

Profesional en Publicidad de la Universidad Católica de Manizales.

Especialista en Gerencia de Mercadeo de la Universidad del Rosario.

Master en Mercadeo de la Universidad Externado de Colombia.

Experta en Marketing Digital, conferencista, investigadora, consultora empresaria y analista de mercados en áreas de gestión, planeación, diagnósticos, planes estratégicos, desarrollo de investigaciones de mercado cuantitativo y cualitativo con algunas prácticas en neurociencia y análisis del consumidor.

Amplia experiencia en estrategias de marketing, ventas y servicio al cliente, experiencia en relaciones públicas y ventas de servicios intangibles, organización de eventos empresariales, de responsabilidad social y utilización de herramientas informáticas, empresaria y docente de Universitaria.

Diseño y diagramación:

Andrés Mauricio Ospina Ariza

Impresión:

Periodicidad: Semestral

Canjes y suscripciones: Instituto de Educación a Distancia
Universidad del Tolima

Barrio Santa Helena Parte Alta

Teléfono: (+57) (82) 2771212 Ext: 9481

Ibagué. Colombia. Suramérica

Dirección electrónica: gestionyfinanzas@ut.edu.co

www.ut.edu.co

Las opiniones contenidas en los artículos de esta revista no comprometen al Instituto de Educación a Distancia de la Universidad del Tolima, sino que son responsabilidad de los autores.



Finanzas modernas y finanzas conductuales: El sabio griego de Sócrates versus el súper hombre de Nietzsche

Modern finance and behavioral finance: Socrates' Greek sage versus Nietzsche's superman

*María Alejandra Reyes Parga⁵
Daniel Felipe Orjuela Ramírez⁶*

Resumen

El objetivo general de este artículo es realizar un análisis comparativo detallado de las finanzas modernas y las finanzas conductuales, abordando los supuestos de base, los métodos utilizados, los problemas de estudio, los límites y las críticas de cada corriente. Además, se busca establecer las diferencias implícitas en cada enfoque desde las concepciones filosóficas del hombre propuestas por Sócrates y Nietzsche. Para ello, se realiza una revisión de la literatura publicada en los últimos 20 años en este campo. La comprensión de las diferencias entre las finanzas modernas y las conductuales resulta crucial en un contexto en el que grandes cantidades de dinero están en juego en los mercados financieros y los precios pueden alejarse constantemente de los valores fundamentales. Este artículo contribuye al debate académico en las finanzas al proporcionar una visión enriquecedora desde una perspectiva filosófica para comprender y explicar las complejidades y los desafíos presentes en el ámbito financiero actual.

Palabras clave: Comportamiento financiero, psicología económica, filosofía.

Abstract

The general objective of this article is to carry out a detailed comparative analysis of modern finance and behavioral finance, addressing the basic assumptions, the methods used, the study problems, the limits and criticisms of

each current. Furthermore, it seeks to establish the differences implicit in each approach from the philosophical conceptions of man proposed by Socrates and Nietzsche. To do this, a review of the literature published in the last 20 years in this field is carried out. Understanding the differences between modern and behavioral finance is crucial in a context where large amounts of money are at stake in financial markets and prices can constantly move away from fundamental values. This article contributes to the academic debate in finance by providing an enriching vision from a philosophical perspective to understand and explain the complexities and challenges present in the current financial environment.

Keywords: Financial behavior, economic psychology, philosophy

Códigos JEL: D14 · G11 · P34

Introducción

Sócrates es, junto a Platón y Aristóteles, uno de los filósofos más importantes de la antigüedad. Para este filósofo griego, la razón era el mecanismo a través del cual se llega a la verdad. Según Sócrates, esta “voz divina” era la

5. Estudiante de Doctorado en Ciencias Económicas de la Pontificia Universidad Javeriana. Magíster en Ciencias Económicas. Magíster en Pensamiento Estratégico y Prospectiva. Administradora de empresas. Profesora Universidad del Tolima. mareyep@ut.edu.co

6. Estudiante de Doctorado en Ciencias Económicas de la Pontificia Universidad Javeriana. Magíster en Ciencias Económicas. Magíster en Mercadeo. Especialista en Gerencia de Proyectos. Administrador de empresas. Profesor Universidad del Tolima. dforjuelar@ut.edu.co

base del conocimiento correcto, que conducía inexorablemente a ejercer las acciones correctas. Más de 2.000 años después de la muerte de Sócrates, en el siglo XIX, Friedrich Nietzsche lanzó una fuerte crítica a la figura del hombre como un “sabio griego” (aquel que conoce y obra correctamente a través de la fe ciega en la razón como fuente del conocimiento), que fue la base del desarrollo de diversas doctrinas posteriores como el racionalismo. A diferencia de Sócrates, para Nietzsche, el hombre no era un ser racional, sino que era el resultado de dos instintos antagónicos: lo apolíneo (la lógica) y lo dionisiaco (la intuición). El hombre debía superar el racionalismo absolutista para convertirse en lo que él llama “El súper hombre”, un ser abandonado a la intuición más que a la lógica y que solo obedece a sus instintos.

Los planteamientos de Sócrates y Nietzsche ilustran la contraposición entre dos corrientes de las finanzas: las finanzas modernas y las finanzas conductuales. Al igual que Sócrates basa su doctrina filosófica en la concepción del hombre racional, el enfoque moderno de las finanzas se basa en el comportamiento de elección racional de los agentes, con base en los principios de consistencia interna y maximización de la utilidad (Vandermeulen et al., 2018). Por otro lado, al igual que Nietzsche concibe al súper hombre como un ser que actúa de acuerdo con su intuición, desde el enfoque de las finanzas conductuales, el comportamiento de elección del ser humano se interpreta como una serie de decisiones que no están completamente integradas en las que intervienen componentes psicológicos (emociones, percepciones, sentimientos, actitudes, rasgos) que conllevan a heurísticas y sesgos comportamentales (Ramiah et al., 2015; Thaler, 1999).

En la vida real, las cantidades de dinero en juego en los mercados financieros son enormes y los precios pueden alejarse de los valores

fundamentales constantemente (Vandermeulen et al., 2018). Por ello, es importante conocer el porqué de esta dislocación a partir de la comprensión de la diferencia entre las finanzas modernas y las conductuales.

El objetivo de este ensayo es hacer un análisis comparativo de las finanzas modernas y de las finanzas conductuales, exponiendo los supuestos de base, métodos, problemas de estudio, límites y críticas de cada corriente, y concluyendo a partir de las diferencias que implica cada corriente desde las concepciones filosóficas del hombre de Sócrates y de Nietzsche.

El documento se estructura de la siguiente manera: primero, se describen las características del enfoque de las finanzas modernas. A continuación, se describen las características del enfoque de las finanzas conductuales y se presenta una revisión de la literatura publicada en los últimos 20 años en el campo. Posteriormente, se realiza un análisis comparativo entre ambas corrientes y finalmente, se presentan las conclusiones del estudio.

1. El enfoque moderno de las finanzas

Según el enfoque de las finanzas modernas, se espera que los inversores maximicen su riqueza tomando decisiones racionales basadas puramente en la estrategia de inversión riesgo-rendimiento (Dhillon & Singh, 2017). Las finanzas modernas se construyen sobre los siguientes pilares:

- La hipótesis de los mercado eficientes (Fama, 1970): Los precios de los activos financieros reflejan toda la información disponible porque los participantes del mercado son procesadores racionales de información (Ramiah et al., 2015) que entienden la ley de Bayes (Barberis & Thaler, 2003); el comportamiento de

elección racional bajo riesgo tiene como prerrequisito la evaluación de todos los resultados posibles de cada acto; el riesgo se contabiliza de manera sistemática teniendo en cuenta una combinación de expectativas y preferencias (Thaler, 1999).

- El teorema de la irrelevancia de la estructura de capital de Modigliani & Miller (1958): En un mercado eficiente sin impuestos, la política de dividendos es irrelevante (Thaler, 1999).

- Los principios de portafolio de Markowitz (1952): La diversificación del portafolio debe estar en función de la minimización del riesgo y la maximización del rendimiento; diversificar el portafolio es más que invertir en varios activos; se debe invertir en valores con bajas covarianzas entre sí.

- La teoría de la fijación de los precios de los activos de Sharpe (1964): “Los activos que no se vean afectados por cambios en la actividad económica devolverán la tasa de interés pura; aquellos que se mueven con la actividad económica prometerán tasas de rendimiento esperadas apropiadamente más altas” (p.442); los precios de las acciones y los bonos tienen un comportamiento estable y solo cambian cuando llegan noticias (Thaler, 1999).

- El modelo de fijación de precios de opciones de Black & Scholes (1973): El quid del modelo es cubrir la opción comprando y vendiendo el activo subyacente para eliminar el riesgo (Dhillon & Singh, 2017).

- La teoría de la estructura de propiedad corporativa de Jensen & Meckling, (1976): La corporación que cotiza en bolsa es un invento social importante; miles de personas confían su patrimonio personal de manera voluntaria al cuidado de los administradores sobre la base de relaciones contractuales complejas

resultado de un proceso histórico en el que hay incentivos para minimizar los costos de agencia dados por la deuda y el capital externo.

Según la corriente moderna de las finanzas, el valor de mercado de un activo debe estar alineado con su valor fundamental; los mercados financieros reaccionan rápidamente a la nueva información; los precios siguen un proceso de recorrido aleatorio resultante de la llegada aleatoria de información, y ningún inversor puede obtener sistemáticamente un rendimiento anormal superior al que es coherente con el riesgo (Ramiah et al., 2015), bajo los supuestos de simetría de la información, empresas homogéneas, ausencia de endeudamiento, ausencia de costos de transacción, mercado perfecto y sin impuestos, y corrección de los desequilibrios causados por los agentes irracionales por medio del arbitraje. Antes de la década de 1980, no se prestaba mucha atención a los comportamientos irracionales, pero la observación de las anomalías del mercado cambió eso, ya que los defensores de las finanzas conductuales plantearon un desafío para la hipótesis de los mercados eficientes (Ramiah et al., 2015).

Algunos investigadores proponen no abandonar en absoluto la eficiencia del mercado y soportan el argumento de Fama (1998), según quien los retornos realizados, en promedio, pueden justificarse por el riesgo incurrido y los retornos anormales son eventos fortuitos cuyos resultados significativos se explican por un error del modelo (Barberis & Thaler, 2003). Los defensores del modelo tradicional argumentan que no es un problema para algunos agentes de la economía tomar decisiones subóptimas siempre que el "inversionista marginal", es decir, el inversionista que está tomando la decisión de inversión específica en cuestión, sea racional (Thaler, 1999).

Si bien la contribución de las finanzas modernas es incuestionable, la doctrina no ha proporcionado explicaciones válidas para la persistencia de las anomalías del mercado (Statman, 1999). No se puede negar que los individuos toman decisiones relacionadas con el dinero de manera lógica, pero estas decisiones también están influenciadas por factores psicológicos (emociones y cognición) (Dhillon & Singh, 2017).

A través de una revisión de la literatura del campo de las finanzas modernas⁷ se evidencia que la investigación empírica no ha crecido exponencialmente en los últimos 20 años y presenta un comportamiento variable. El total de artículos publicados es de 167, la revista donde más se publica es “*Critical Perspectives on Accounting*” (no se evidencia una dinámica de publicación alta en los *journals* top en Finanzas y Economía) y el autor con mayor número de publicaciones es An, Z. Finalmente, los métodos más usados son prueba de hipótesis, Bootstrap, pronóstico, causalidad de Granger y expansión binomial.

2. Las finanzas conductuales

En la década de 1980, a raíz de diversas investigaciones teóricas y empíricas que desafiaron la doctrina de las finanzas modernas, se produjo el surgimiento de una nueva corriente del pensamiento financiero en la década de 1990: las finanzas conductuales (Ramiah et al., 2015). Las finanzas conductuales examinan y explican los factores psicológicos y sus efectos sobre las decisiones de inversión. (Dhillon & Singh, 2017). La premisa fundamental de las finanzas conductuales es que los sesgos cognitivos podrían influenciar el precio de los activos (Thaler, 1999). En el campo de las finanzas conductuales se han identificado, documentado y descrito patrones de precios y comportamientos de los inversores que parecen inconsistentes con los modelos de mercados

eficientes e inversionistas racionales de la teoría moderna de las finanzas, y se han desarrollado nuevas teorías para explicar estos patrones y comportamientos (Vissing-Jorgensen, 2003).

Los trabajos más importantes en patrones de precios dentro de las finanzas conductuales se han referido a la falta de reacción o a la excesiva reacción de los precios a nueva información. Thaler y Barberis (2003) identifican dos bloques de construcción fundamentales de las finanzas conductuales: los límites al arbitraje y la psicología cognitiva.

El arbitraje es el proceso a través del cual los agentes racionales previenen que los agentes no racionales influyeran los precios por mucho tiempo, pero en una economía donde intervienen *traders* racionales (*arbitrageurs*) y *traders* irracionales (*noise traders*), la racionalidad puede tener un impacto sustancial y duradero (Barberis & Thaler, 2003). Los límites al arbitraje son una parte de la literatura de las finanzas conductuales que argumenta que si los precios se desvían de los fundamentales debido al comportamiento irracional de los inversores, el arbitraje de los inversores racionales puede no ser capaz de forzar los precios de vuelta a los fundamentales (Vissing-Jorgensen, 2003).

La psicología se refiere a las creencias, preferencias, sentimientos, percepciones, actitudes y emociones que conducen a los sesgos sistemáticos causantes de las desviaciones de los valores fundamentales. Existe una gran cantidad de literatura que documenta los factores que influyen el comportamiento humano y que llevan a las personas a cometer errores sistemáticos al tomar decisiones de inversión. Los principales son:

7. La expresión de búsqueda utilizada para la revisión de literatura se encuentra en el Anexo 1. Los artículos fueron recuperados el 17 de agosto de 2021.

Heurísticas: Se describen como atajos mentales de juicio que llevan de manera fácil y rápida al ser humano a donde necesita llegar a través de la reducción del esfuerzo y la simplificación de la toma de decisiones, pero a costa de una desviación ocasional del curso que a veces puede llevarlo a sesgos (Dhillon & Singh, 2017). Las principales heurísticas son:

- **La heurística de afecto:** Maniqueísmo inmediato y automático como respuesta afectiva a la estimulación.
- **La heurística de la disponibilidad:** Cuando un inversionista se basa en la experiencia en lugar de verificar otras opciones y medidas para tomar una decisión debido a la facilidad con la que se pueden recordar los sucesos (Tversky & Kahneman, 1974).
- **La heurística de anclaje:** En ausencia de mejor información, las personas tienden a dar demasiado peso a la experiencia reciente, extrapolando tendencias recientes que a menudo están en desacuerdo con los promedios y probabilidades a largo plazo (Tversky & Kahneman, 1974).
- **La heurística de representatividad:** El ser humano tiende a hacer juicios sobre la probabilidad de un evento bajo incertidumbre de acuerdo con lo conocido (Tversky & Kahneman, 1974).

Sesgos: Son patrones de variación en el juicio que ocurren en situaciones particulares que pueden conducir a una alteración de la percepción, un juicio inexacto y una interpretación ilógica o irracional (Mittal, 2019). Pueden describirse como desviaciones anómalas de las decisiones normativas según lo predice la teoría económica y financiera (Weiss-Cohen et al., 2019). Los principales sesgos son:

- **La vista trasera:** El inversor cree que algún evento pasado fue predecible,

aunque en realidad no lo fue (Mittal, 2019).

- **Reacción exagerada:** Se produce cuando los *traders* sobreponderan la información actual o la infraponen la información pasada (Ramiah et al., 2015).
- **Sesgos de autoatribución:** Tendencia a atribuir los resultados exitosos a las propias acciones y malos resultados a factores externos (Mittal, 2019).
- **Contabilidad mental:** Es el conjunto de operaciones cognitivas que utilizan los individuos para sistematizar, estimar y realizar un seguimiento de las actividades financieras (Dhillon & Singh, 2017).
- **El encuadre:** Es el fundamento de que la forma en que se presenta un concepto a los individuos es importante (Dhillon & Singh, 2017).
- **Exceso de confianza:** Las personas piensan de manera positiva y poco realista sobre los aspectos negativos y evalúan que corren menos riesgo que los demás.
- **Conservadurismo:** El conservadurismo es una actitud psicológica de las personas que están influenciadas por el pasado (Zoghalmi & Matoussi, 2009).
- **Efecto de disposición:** Los inversores tienden a retener valores perdedores durante un periodo demasiado largo; por el contrario, tienden a vender valores rentables demasiado pronto (Mittal, 2019).
- **Aversión a las pérdidas:** Las personas están dispuestas a correr más riesgos para evitar pérdidas que para obtener ganancias porque es mayor el dolor que sienten al perder dinero que el placer que sienten al ganar dinero (Tversky & Kahneman, 1974).
- **Aversión al arrepentimiento:** La teoría del arrepentimiento se ocupa de los errores de juicio causados por evitar el sentimiento que surge cuando se comprende que un curso de acción alternativo habría tenido como resultado un resultado más favorable (e.g.: los inversores evitan vender

acciones cuyo valor ha bajado para evitar el arrepentimiento de haber realizado una mala inversión o la vergüenza de informar una pérdida) (Dhillon & Singh, 2017).

• **Efecto rebaño:** Se produce cuando los inversores, para protegerse, tratan de imitar la decisión tomada por otros inversionistas, ignorando la información sustancial disponible de otro modo; la decisión es simplemente imitativa (Caparrelli et al., 2004).

Teoría prospectiva: Como afirman Ladrón de Guevara et al., (2020), la teoría prospectiva “describe la forma como los inversionistas evalúan las ganancias y las pérdidas al realizar una elección” (p.25). Los inversores normalmente se angustian ante la perspectiva de pérdidas y se complacen con las posibles ganancias: incluso ante una ganancia segura, la mayoría de los inversores son reacios al riesgo, pero ante una pérdida segura se vuelven tomadores de riesgos (Dhillon & Singh, 2017).

La investigación empírica en el campo de las finanzas conductuales ha crecido exponencialmente. A partir de una revisión de la literatura de finanzas conductuales de los últimos 20 años (2001-2021)⁸, se evidencia que se han publicado 1.389 artículos empíricos en 400 journals. El volumen de publicación ha crecido de manera exponencial. Mientras en el 2001 se publicaban 4 artículos al año, en el 2020 se llegó a un pico de publicación de 178 papers (Anexo 3).

Entre las fuentes más relevantes de trabajos científicos en el campo de las Finanzas comportamentales se encuentran el “*Journal of Behavioral Finance*”, el “*Journal of Behavioral and Experimental Finance*”, el “*Journal of Banking and Finance*”, “*Quantitative Finance*”, “*Review of Behavioral Finance*”, el “*Journal of Economic Behavior and Organization*”, el “*Journal of Financial*

Economics”, “*Pacific Basin Finance Journal*”, “*Finance Research Letters*” y “*Managerial Finance*”.

Los países con mayor producción científica son Estados Unidos (257), China (101), Reino Unido (81), Alemania (77), India (58), Australia (54), Israel (34), España (34), Italia (29) y Francia (27), mientras que las afiliaciones más relevantes son la Universidad de California (20), La Universidad de Haifa (15), La Universidad de Sfax (15), La Universidad de Zurich (14), La Universidad de Santa Clara (13) y la Universidad de New York (10). Los autores con mayor número de publicaciones son Kudryavtsev (10) Yang (10), Ahmad (9), Durand (9), Hens (9), Muga (9), Statman (9), Hirshleifer (8) y Teoh (8). Por otro lado, los autores más citados son Kahneman (1.238), Tversky (1122), Thaler (1076), Shleifer (1009), Odean (963), Hishleifer (751), Fama (733), Statman (671) y Barberis (578).

Los documentos más citados son “*Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*”, de Daniel Kahneman y Amos Tversky (1979, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263-291) [202]; “*A Model of Investor Sentiment*”, de Nicholas Barberis, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1997, *NBER Working Papers* 5926, *National Bureau of Economic Research, Inc*) [94]; “*Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*”, de Narasimhan Jegadeesh y Sheridan Titman (1993, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, pp. 65-91) [44] y “*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, de Amos Tversky y Daniel Kahneman (1974, *Science*, New Series, Vol. 185, No. 4157, pp. 1124-1131) [42].

Las palabras clave más usadas son *investor sentiment*, eficiencia de mercado, *prospect theory*, decisiones de inversión, efecto disposición,

8. La expresión de búsqueda utilizada para la revisión de literatura se encuentra en el Anexo 2. Los artículos fueron recuperados el 17 de agosto de 2021.

inversores individuales, mercado de valores, fijación de precios de activos, aversión a la pérdida, sobre reacción, exceso de confianza y elección de portafolio. En el Anexo 4 se encuentran las referencias más citadas, los autores con mayor producción científica y las palabras clave más usadas.

Al analizar las palabras clave a través de un Análisis de correspondencia múltiple (Anexo 5), se destacan los siguientes clústers: en naranja se observa un clúster que agrupa fijación de precios de activos, optimización, sistemas estocásticos, economía experimental y los sesgos de aversión al riesgo y efecto disposición. El clúster marrón está compuesto por *prospect theory*, análisis de decisiones, ventas, costos y análisis experimental. En el clúster rojo convergen las finanzas conductuales, las decisiones financieras, la toma de decisiones, las inversiones, la evaluación de riesgos, los modelos matemáticos y los rendimientos, y en el clúster azul se agrupan mercados de capitales, evaluación servicios financieros, cognición, distribución de inversiones, y variables macroeconómicas y del entorno.

Los métodos más utilizados para estudiar el impacto de los factores conductuales en la toma de decisiones de los inversores son: análisis descriptivo, regresión, análisis de correlación y probabilidad y pronósticos. También se resaltan los estudios experimentales.

En cuanto a las limitaciones del campo, una serie de trabajos recientes ha identificado dificultades para explicar el comportamiento de los inversores del mundo real en tanto existen múltiples explicaciones conductuales para el impulso, no todas mutuamente consistentes y en este sentido, muchos modelos conductuales de fijación de precios de activos son eclécticos y ad hoc (De Bondt et al., 2008).

3. Análisis comparativo entre las finanzas modernas y las finanzas conductuales

Las finanzas modernas se basan en el modelo de fijación de precios de activos de capital de Trenor, Sharpe y Lintne; la Hipótesis de mercado eficiente de Fama; la teoría de portafolio de Markowitz, y la teoría de la utilidad esperada de Von Neumann y Morgenstern; por otro lado, las finanzas conductuales se basan en el modelo de racionalidad limitada de Herbert Simon; la teoría de la reacción exagerada y la reacción insuficiente de Barberis, Shleifer y Vishny; la teoría de la fijación de precios de los activos conductuales y la teoría del portafolio conductual de Statman, entre muchos otros estudios relacionados con el estudio de los factores psicológicos en la toma de decisiones financieras (Kumari & Sar, 2017). La Tabla 1 muestra las principales diferencias conceptuales entre ambos enfoques.

Tabla 1
Diferencias entre la corriente moderna de las finanzas y las finanzas conductuales

Finanzas modernas	Finanzas modernas
Sus cimientos están en la Economía, la Economía del comportamiento, las Finanzas y la Inversión.	Sus cimientos están en la Economía, la Economía del comportamiento, las Finanzas, la inversión, la Psicología, la Sociología y la Psicología social.

Finanzas modernas	Finanzas modernas
<p>Los mercados siempre son eficientes: los precios son racionales (reflejan solo características fundamentales o utilitarias, como riesgo, pero no características psicológicas o expresivas del valor, como sentimiento) (Statman, 1999)</p>	<p>Permiten la ineficiencia del mercado sobre la base de que los participantes del mercado están sujetos a errores humanos comunes que surgen de heurísticas y sesgos (Ramiah et al., 2015).</p>
<p>Los inversionistas son racionales, entienden la ley de Bayes y tienen preferencias sensibles.</p>	<p>Los inversionistas tienen racionalidad limitada: toman decisiones de inversión sin el uso de los fundamentos financieros, muestran una sincronización del mercado inadecuada, siguen las tendencias y tienden a reaccionar de forma exagerada o insuficiente ante las buenas y malas noticias. El inversionista irracional no comercia sobre la base de la información (Black, 1986), utiliza el análisis técnico en forma del patrón “head and shoulders” (Bender et al., 2013).</p>
<p>Los inversionistas irracionales no pueden influenciar los precios ya que el arbitraje corregirá las desviaciones de los fundamentales causadas por los agentes irracionales.</p>	<p>Los inversionistas irracionales pueden afectar el precio de los activos en el mercado (Lee et al., 1991)</p>
<p>Las desviaciones de los valores fundamentales tienen un ciclo de vida corto (Haugen, 1999)</p>	<p>Las desviaciones de los valores fundamentales tienen un impacto sustancial y duradero (Barberis & Thaler, 2003).</p>
<p>Los inversores diseñan su portafolio según la teoría de la varianza media.</p>	<p>Los inversores diseñan su portafolio según su ambición (educación, ahorros, viajes, aventuras, ser rico, etc.); estos objetivos pueden variar de persona a persona y pueden depender del objetivo y el horizonte de la inversión (Kumari & Sar, 2017). Muchos inversores mantienen una cartera poco diversificada o negocian con frecuencia para evitar el riesgo sin tener en cuenta: el costo de transacción, los impuestos, los cargos ocultos, etc. (Mittal, 2019)</p>
<p>El comportamiento financiero se evalúa como un constructo económico.</p>	<p>El comportamiento financiero se evalúa como un constructo cognitivo (Reyes et al., 2019).</p>

Fuente: Elaboración propia

Conclusión

Como afirmó Statman (1999), “las personas son racionales en las finanzas modernas; en las finanzas conductuales, son normales” (p.26). La principal diferencia entre las finanzas modernas y las finanzas conductuales es que desde la perspectiva de las finanzas modernas, las personas actúan como sabios griegos, en términos de Sócrates, que siempre llegan a tomar las decisiones correctas por el camino de la racionalidad, en línea con los principios

de la hipótesis eficiente de los mercados. Por otro lado, bajo el lente de las finanzas conductuales, los seres humanos se convierten en superhombres, en términos de Nietzsche, que han superado la ilusión de perfección humana y reconocido que la mayoría de las decisiones de inversión se realizan a través de un proceso intuitivo y automático, y no deliberativo, controlado y optimizador.

Referencias Bibliográficas

1. Barberis, N., & Thaler, R. H. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier.
2. Bender, J. C., Osler, C. L., & Simon, D. (2013). Noise trading and illusory correlations in U.S. equity markets. *Review of Finance*, 17, 625–652.
3. Black, F. (1986). Noise. *Journal of Finance*, 41, 529 – 543.
4. Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Chicago Journal*, 81(3), 637–654.
5. Caparrelli, F., Cassuto, A. M., & D'Arcangelis, A. (2004). Herding in the Italian Stock Market: A Case of Behavioral Finance. *The Journal of Behavioral Finance*, 5(4), 222–230.
6. De Bondt, W., Muradoglu, G., Shefrin, H., & Staikouras, S. (2008). Behavioral finance: *Qou vadis?* *Journal of Applied Finance*, 18(2), 7–21.
7. Dhillon, J., & Singh, D. P. (2017). Deciphering the theoretical foundations of investor behavior: A literature review. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(9), 477–487.
8. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25, 383–417. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2307/2325486>
9. Fama, Eugene F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283–306. [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(98)00026-9)
10. Haugen, R. (1999). *The inefficient stock market*. Upper Saddle River (Prentice Hall. (ed.)).
11. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
12. Kumari, N., & Sar, A. K. (2017). Recent developments and review in behavioral finance. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(26), 235–250.
13. Ladrón de Guevara Cortés, R., Paredones, R. M. M., Varas, V. P., & Mejía, A. G. (2020). Influencia del nivel de avance educativo y el género en la toma de decisiones financieras: una aproximación desde la prospect theory. *In Revista Finanzas y Política Económica* (Vol. 12, Issue 1).
14. Lee, M. C., Shleifer, A., & Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the close-end fund puzzle. *Journal of Finance*, 46, 75–109.

15. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
16. Mittal, S. K. (2019). Behavior biases and investment decision: theoretical and research framework. *Qualitative Research in Financial Markets*. <https://doi.org/10.1108/QRFM-09-2017-0085>
17. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance. *The American Economic Review*, 262–296.
18. Ramiah, V., Xu, X., & Moosa, I. A. (2015). Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders: A review and assessment of the literature. *International Review of Financial Analysis*, 41, 89–100. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.021>
19. Reyes, J. A. P., Miranda, M. R., & Vera-Martinez, J. (2019). Capital structure construct: A new approach to behavioral finance. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(4), 86–97. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(4\).2019.08](https://doi.org/10.21511/imfi.16(4).2019.08)
20. Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, XIX, 425–442.
21. Statman, M. (1999). Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 18–27. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n6.2311>
22. Statman, M., & Thorley, S. (1999). Overconfidence, Disposition and Trading Volume. *Santa Clara University*.
23. Thaler, R. H. (1999). Perspectives: The end of behavioral finance. *Association for Investment Management and Research*, 12–17.
24. Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
25. Vandermeulen, S., Ramírez-Restrepo, C. A., Marche, C., Decruyenaere, V., Beckers, Y., & Bindelle, J. (2018). Behaviour and browse species selectivity of heifers grazing in a temperate silvopastoral system. *Agroforestry Systems*, 92(3), 705–716. <https://doi.org/10.1007/s10457-016-0041-x>
26. Vissing-Jorgensen, A. (2003). Perspectives on behavioral finance: Does “irrationality” disappear with wealth? Evidence from expectations and actions. *NBER Macroeconomics Annual*, 18, 138–194. <https://doi.org/10.1086/ma.18.3585252>
27. Weiss-Cohen, L., Ayton, P., Clacher, I., & Thoma, V. (2019). Behavioral biases in pension fund trustees’ decision making. *Review of Behavioral Finance*, 11(2), 128–143. <https://doi.org/10.1108/RBF-05-2018-0049>
28. Zoghalmi, F., & Matoussi, H. (2009). A survey of the Tunisian investors’ behaviours. *International Research Journal of Finance and Economics*, 66-82.

Anexos

Anexo 1

Expresión de búsqueda – Investigación empírica en Finanzas modernas

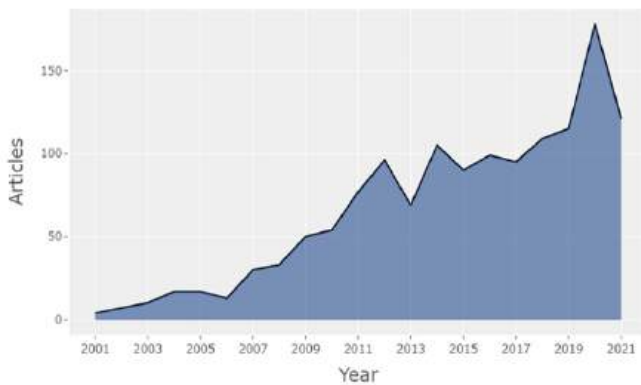
TITLE-ABS-KEY ("modern finance" OR "orthodox finance" OR "traditional finance") AND (LIMIT-TO (PUBYEAR , 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004, 2003, 2002, 2001) AND (LIMIT-TO (SUBJAREA , "ECON") OR LIMIT-TO (SUBJAREA , "BUSI")) AND (LIMIT-TO (DOCTYPE , "ar"))

Anexo 2

Expresión de búsqueda – Investigación empírica en Finanzas conductuales TITLE-ABS-KEY ("BEHAVIORAL FINANCE") AND (LIMIT-TO (SUBJAREA , "ECON") OR LIMIT-TO (SUBJAREA , "BUSI")) AND (LIMIT-TO (PUBYEAR , 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004, 2003, 2002, 2001) AND (LIMIT-TO (DOCTYPE , "ar"))

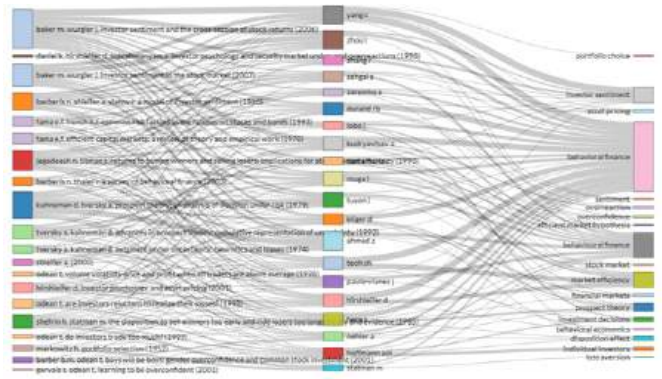
Anexo 3

Producción científica anual - Investigación empírica en finanzas conductuales



Anexo 4

Referencias, autores más productivos y palabras clave – Investigación empírica en Finanzas conductuales



Anexo 5

Análisis factorial de palabras clave - Investigación empírica en finanzas conductuales

