

# ECONOMÍA DEL COMPORTAMIENTO Y FINANZAS CONDUCTUALES:

CÓMO INFLUYEN LOS SESGOS COGNITIVOS  
EN LA TOMA DE DECISIONES DE INVERSIÓN



MANUEL FORNALS QUESADA



PALMITO BOOKS



**Economía del comportamiento y finanzas  
conductuales: cómo influyen los sesgos cognitivos  
en la toma de decisiones de inversión**

Manuel Fornals Quesada

**Palmito Books**





Título: Economía del comportamiento y finanzas conductuales: cómo influyen los sesgos cognitivos en la toma de decisiones de inversión

© Manuel Fornals Quesada, 2026

Reservados todos los derechos

De acuerdo con lo dispuesto en el art. 270 del Código Penal, podrán ser castigados con penas de multa y privación de libertad quienes reproduzcan o plagien, en todo o en parte, una obra literaria, artística o científica, fijada en cualquier tipo de soporte sin la preceptiva autorización.

Palmito Books®

Publicado en formato CD-ROM

1ª edición: mayo 2026

ISBN: 979-13-88294-62-4

Depósito Legal: D.L. MU 739-2026

DOI: 10.56533/XXBN1483

URL: <https://doi.org/10.56533/XXBN1483>





## RESUMEN

Este libro revisa la literatura de la economía del comportamiento y de las finanzas conductuales. Las finanzas conductuales pueden ser definidas como un campo de estudio emergente, ubicado entre la economía y la psicología, que trata de explicar la diferencia de cómo se deberían de tomar las decisiones financieras siendo estrictamente racionales y de cómo se toman realmente. Esta disciplina emergente asume la existencia de sesgos, que durante el libro veremos cómo han sido analizados, los cuales provocan cambios a la hora de tomar decisiones financieras y evidencian posibles carencias en las teorías y modelos financieros tradicionales.

Palabras clave: Sesgo cognitivo, finanzas conductuales, anomalía

Códigos JEL: G11, G12, G14

# ÍNDICE

## 1. INTRODUCCIÓN

## 2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA

## 3. SEGOS DEL COMPORTAMIENTO

### GENERALES

#### 3.1. SESGO DE SEXO

#### 3.2. SESGO DE RETROSPECTIVA

#### 3.3. SESGO DE REPRESENTATIVIDAD

#### 3.4. SESGO DE CONFIRMACIÓN

#### 3.5. SESGO SE ILUSIÓN DE CONTROL

#### 3.6. SESGO DE DISPONIBILIDAD

#### 3.7. SESGO DE EXCESO DE

#### CONFIANZA

#### 3.8. SESGO DE ATRIBUCIÓN

## **4. SESGOS DEL COMPORTAMIENTO**

### **FINANCIEROS Y EFICIENCIA DE LOS**

### **MERCADOS**

4.1. EFECTO ENERO

4.2. EFECTO FIN DE SEMANA

4.3. EFECTO CAMBIO DE MES

4.4. EFECTO TAMAÑO

4.5. EFECTO DISPOSICIÓN

4.6. SESGO LOCAL

4.7. SESGO DE NEGOCIACIÓN

EXCESIVA

4.8. SESGO DE AVERSIÓN A LA

PÉRDIDA

## **5. CONCLUSIONES**

## **6. BIBLIOGRAFÍA**

## **7. FIGURAS Y CUADROS**



# 1. INTRODUCCIÓN

Tradicionalmente la eficiencia de los mercados se ha considerado como uno de los principales supuestos de la teoría financiera, es decir, que la información disponible respecto a los valores negociados se ve reflejada en el precio de estos.



Sin embargo, entre las décadas de los años 70 y 80 del siglo XX comienza a cuestionarse la teoría de los mercados eficientes y se analiza cómo los inversores y los mercados se ven influenciados por aspectos psicológicos que afectan al ser humano, lo que puede llevar a reducir

la racionalidad y la eficiencia en los mercados. A la línea de estudio que entre otras cosas se encarga de analizar dichos efectos sobre los mercados se le denomina finanzas del comportamiento o finanzas conductuales.



En este análisis, vamos a tratar de analizar la percepción del campo de estudio emergente al que nos podemos referir como finanzas del comportamiento o finanzas conductuales, cómo se definirían, cuál ha sido su evolución durante las últimas décadas, en qué se asemejan o diferencian sus consideraciones con los supuestos de los modelos de mercados eficientes tradicionales y los sesgos que les afectan.

El estudio de la disciplina de las finanzas del comportamiento ha experimentado un gran crecimiento en las últimas décadas del siglo XX en el campo de las finanzas. El punto de partida se considera el momento en el que los psicólogos Kahneman y Tversky en 1979 redactaron el estudio llamado “Perspectiva Teoría: Un análisis de la decisión bajo riesgo”. En este estudio se utilizaron técnicas cognitivo psicológicas para tratar de explicar una serie de divergencias en la toma de decisiones económicas de la teoría neoclásica Kahneman (2003).

KAHNEMAN & TVERSKY

# TEORÍA PROSPECTIVA

UN ANÁLISIS DE DECISIÓN BAJO RIESGO

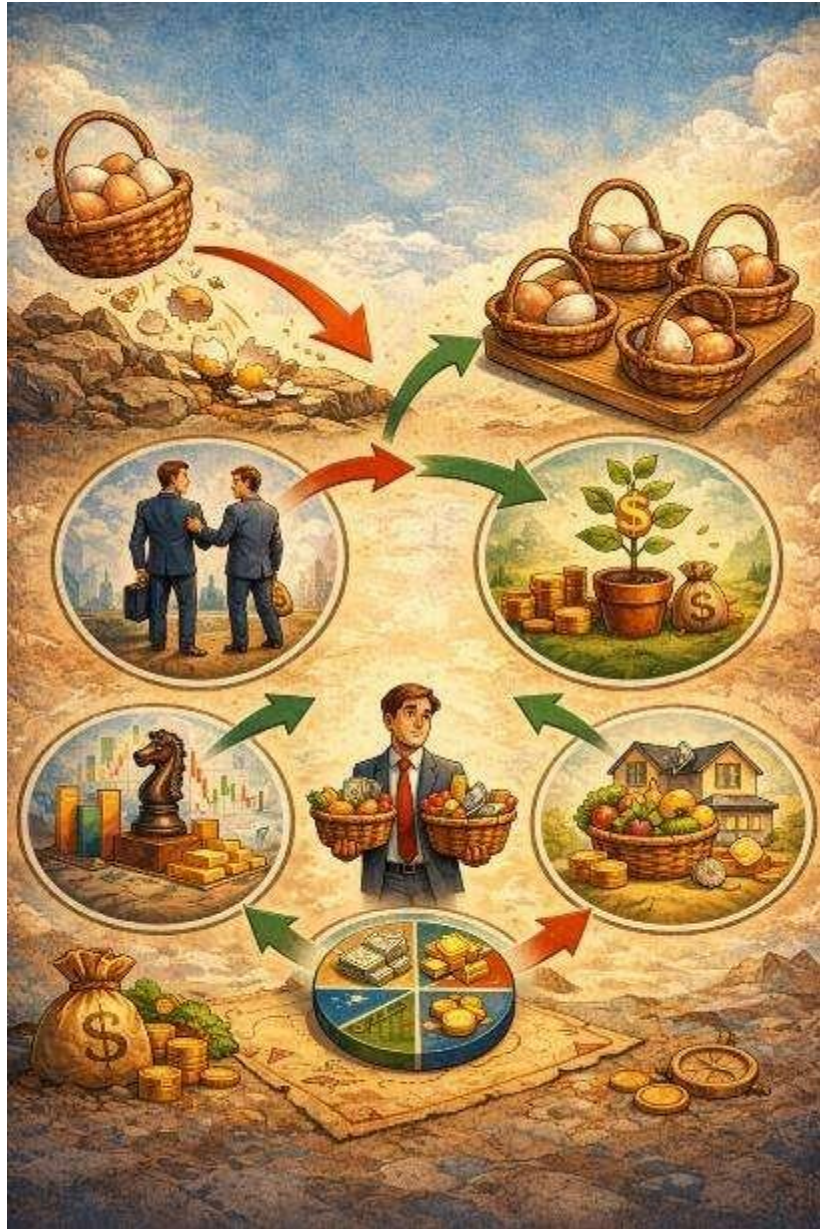


Según Nuñez (2019) se podría definir el concepto como el estudio de la influencia psicológica y sociológica en el comportamiento de los que practican en los mercados financieros y el efecto que posteriormente tendrán en los mercados.

Dentro de la literatura del campo de estudio se dividen dos grandes subgrupos; las macro finanzas del comportamiento y las micro finanzas del comportamiento.

Según Pompian (2006), las finanzas macro conductuales describen anomalías del mercado eficiente, supuesto que se podría explicar haciendo referencia al modelo del comportamiento de las personas. Mientras que las finanzas micro conductuales analizan el comportamiento y los cambios relacionados con los inversores individuales, provocando que las personas no sean estrictamente racionales.

Entre los desaciertos más comunes a la hora de tomar la decisión de elegir una cartera y diversificar, se podrían destacar; la heurística de la diversificación y la diversificación insuficiente e ingenua, Lucia (2019).



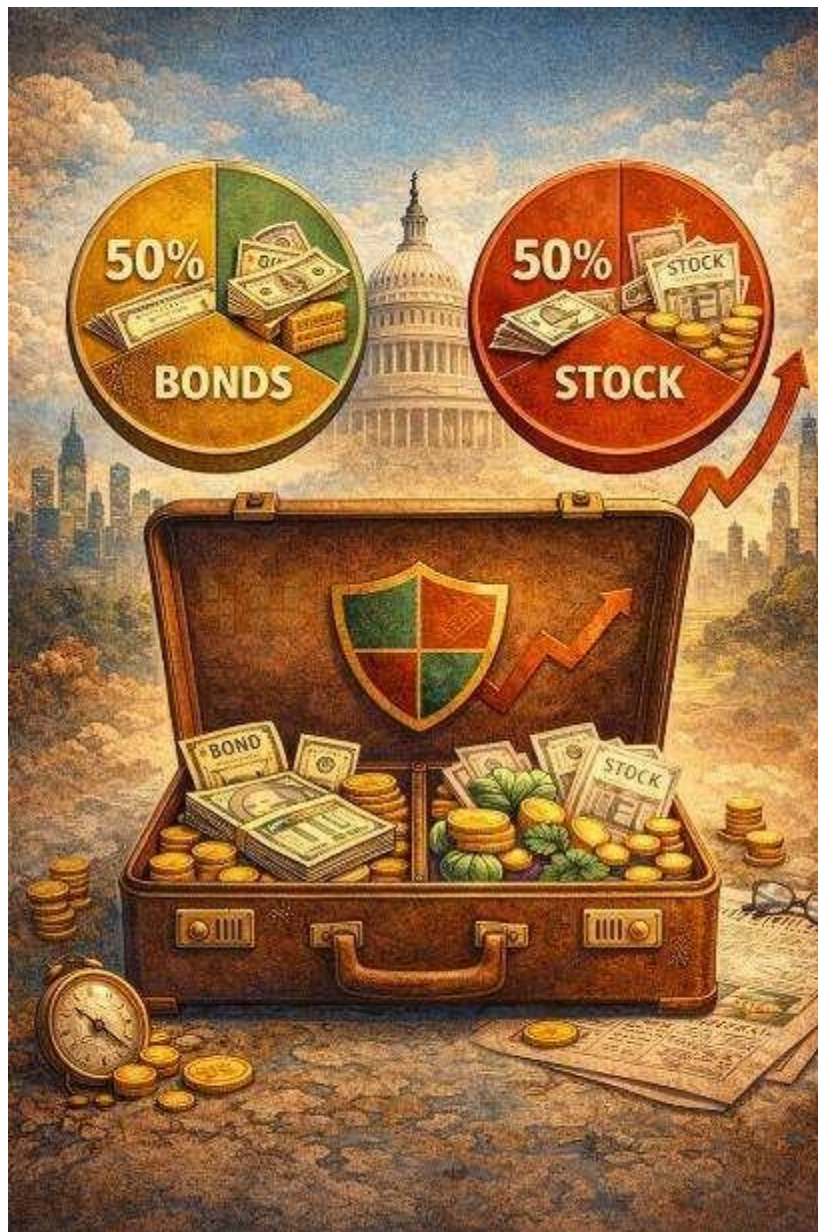
Según Triglia (2019), la heurística se podría definir como “una regla que se sigue de manera inconsciente para reformular un problema planteado y transformarlo en uno más simple que pueda ser resuelto fácilmente y de manera casi automática. En definitiva es una especie de

truco mental para guiar la toma de decisiones por senderos del pensamiento más fáciles”.

El sesgo de la heurística se encuentra directamente relacionado con las finanzas y un ejemplo señalado por diversos autores es el método utilizado por Harry Markowitz, premio nobel de economía de 1990, cuya teoría se basó en la diversificación de las carteras para realizar una diversificación eficiente. En esta teoría, Markowitz detalló cómo debería haber formulado su cartera de inversión para la jubilación, de manera que debería haber calculado las covarianzas históricas de las clases de activos y dibujado una frontera eficiente pero en su lugar dividió sus aportaciones en 50-50 entre bonos y acciones. Thaler y Sunstein (2009) destacaron:

“La estrategia de Markowitz es un ejemplo de lo que puede llamarse heurístico a la diversificación. En caso de duda diversifique. No pongas todos los huevos en la misma cesta. En general la diversificación es positiva, pero

hay una gran diferencia entre la diversificación positiva y la ingenua. Un caso especial de esta norma básica es lo que podría nombrarse el heurístico de  $1/n$  : Ante  $n$  opciones, divide los activos por igual entre todas las opciones. Pon el mismo número de huevos en cada cesta”.



El método en qué se basó Markowitz para componer su cartera de inversión despertó el interés de diversos investigadores. Estos, concluyeron cómo el modelo utilizado por Markowitz no había sido insensato pero que dicha cartera debía ser reajustada cada cierto lapso de tiempo. El principal motivo por el que era necesaria la evaluación y la recalibración de la cartera periódicamente era evitar que el peso de las acciones y los bonos dependiera de las rentabilidades históricas obtenidas por la inversión en cada momento.

A partir de la relación tratada y del efecto de las emociones en las inversiones, Benartzi y Thaler (2001) encuentran evidencias en un experimento, donde mediante un sistema de encuestas a un grupo de inversores se demuestra cómo la elección de inversión de los individuos varía en función de la oferta que reciben. Así, en el primer caso la oferta que se realizó a los individuos fue de cuatro fondos de inversión de renta fija y uno de renta variable obteniendo una inversión de un 57% en renta fija y un 43% en renta variable. Mientras, en el segundo caso la oferta

que se realizó a los inversores fue de cuatro fondos de inversión de renta variable y uno de renta fija obteniendo una inversión de un 68% en renta variable y de un 32% en renta fija.

En referencia a la insuficiencia de diversificación por parte de muchos individuos y la ingenuidad de la diversificación, Azofra, Fernández y Vallelado (2006) destacan “los distintos patrones de comportamiento observados en los mercados de capitales y no justificables desde la perspectiva neoclásica (la diversificación insuficiente e ingenua o la negociación excesiva) tienen su origen en sesgos de los inversores”. Otros autores expresan ideas muy similares; Lucía (2019) indica como la evidencia resulta de que mucha gente diversifica poco, la diversificación se distribuye de forma desigual entre grupos de inversores e incluso algunos individuos no diversifican en absoluto adquiriendo acciones en la propia compañía en la que trabajan llegando a arriesgar la posibilidad de perder su inversión y sus rentas de trabajo de manera simultánea en el caso de fallida de la empresa.

Por último y en lo referido a la estructura del estudio, éste se organiza en cinco apartados.

En primer lugar, en la introducción, se tratan los diversos puntos de partida que provocaron hace unas décadas que hoy en día sea un campo de estudio emergente, seguido del concepto de finanzas conductuales, continuado por diversos comentarios y subdivisiones que realizan diversos especialistas y por último su relación con el concepto de la heurística.

En segundo lugar se encuentra la evolución histórica de las finanzas del comportamiento donde se detalla el progreso de la teoría de la cartera eficiente desde aproximadamente mitad siglo XX hasta la actualidad, pasando por algunos de los momentos más relevantes para el campo de estudio tales que las aportaciones de los psicólogos Kahneman y Tversky en 1979.

En tercer lugar, se analiza la información sobre los sesgos del comportamiento generales y se da una definición de cada uno de ellos. En este apartado se revisan el sesgo de sexo, el sesgo de retrospectiva, el sesgo de

representatividad, el sesgo de confirmación, el sesgo de ilusión de control, el sesgo de disponibilidad, el sesgo de exceso de confianza y el sesgo de atribución.

En cuarto lugar, se analizan las diversas aportaciones de autores sobre los sesgos del comportamiento en finanzas entre los que podemos destacar; el sesgo doméstico o local, el sesgo de negociación excesiva, el efecto disposición, los efectos calendario y el sesgo de aversión a las pérdidas. También se detalla cómo varía la teoría de la elección racional según el mercado eficiente de Fama y Jensen junto con la teoría de las finanzas del comportamiento.

En quinto y último lugar se presentan las conclusiones finales del estudio.

## 2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA

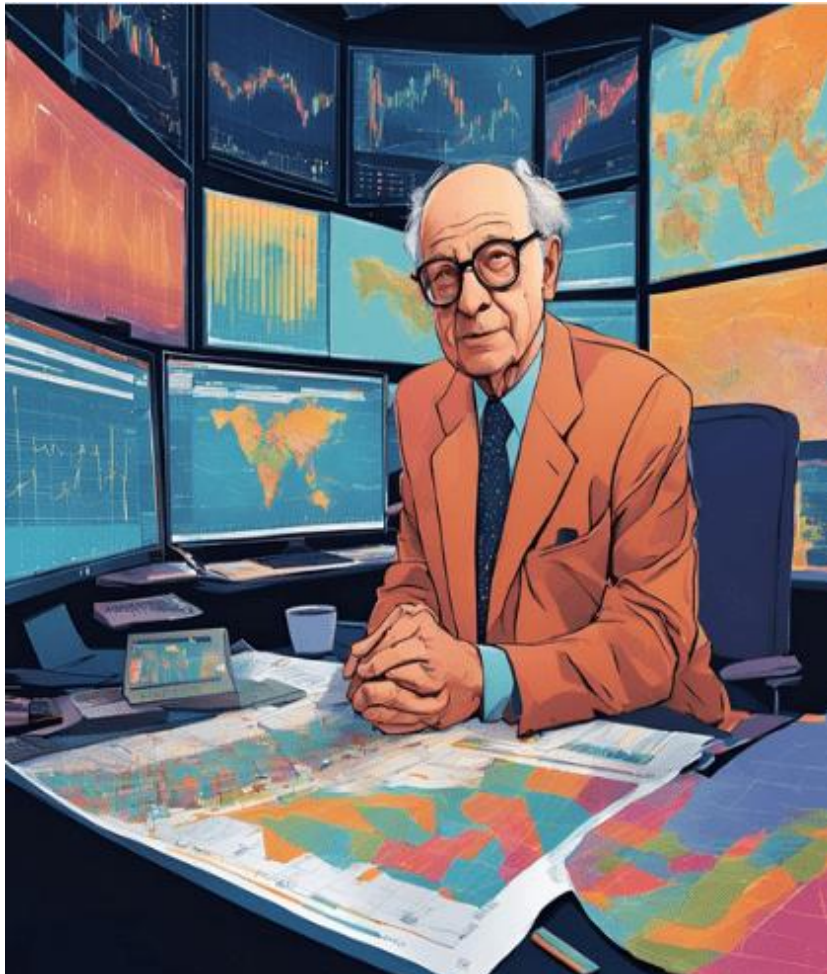
El punto de partida de las finanzas del comportamiento es un momento difícil de determinar y en que muchos autores no coinciden. A pesar de ello, se considera que el inicio de las finanzas conductuales como se conocen en la actualidad, se encuentra entre las décadas de 1970 y 1980 momento en el cual se descubren las anomalías de los mercados financieros que entran en contradicción con las teorías de mercado tradicionales.

Las finanzas conductuales han sido precedidas por la economía conductual que según Heukelom (2007) tienen su origen entre los siglos XVII y XVIII.

Aunque, analizando las aportaciones publicadas del siglo XX, diversos académicos tales que Robbins, Hicks, Allen, Samuelson, Von Neumann o Morgenstern crearon las herramientas modernas de la microeconomía entre las décadas de los años treinta y cincuenta, en las que se supone que se debe confiar en analizar el comportamiento

de los agentes económicos racionales “Homo Ecomicus”;  
Illiashenko (2017).

A partir del ecuador del siglo XX, nacen algunas de las principales teorías financieras tradicionales. En 1952 Markowitz concluyó cómo para estimar una cartera óptima debía determinarse el conjunto de posibilidades de inversión que ofrecía el mercado, determinar su frontera eficiente según el riesgo y el rendimiento esperado y determinar la preferencia del inversor.



Años más tarde, en 1970, Fama escribió su teoría sobre

los mercados de capitales eficientes; Navarro (2017):

“la hipótesis supone que los mercados financieros incorporan toda la información pública y postula que los precios de las acciones reflejan toda la información disponible, se basa en los supuestos de racionalidad, maximización de los beneficios y mercados eficientes”.



Sin embargo, no es hasta 1979 cuando ya se dan a conocer las finanzas conductuales de la mano de dos psicólogos cognitivos, Daniel Kahneman y Amos Tversky, con un estudio que se centró en la toma de decisiones con incertidumbre de las personas. A partir de este momento no fueron pocos los académicos que junto a Kahneman y Tversky se unieron a investigar en las finanzas conductuales tales que Slovic, Thaler, Minsky o Fama. Poco después, Grossman y Stiglitz (1980) publican un estudio sobre la imposibilidad de los mercados eficientes que años más tarde es apoyada; Campbell (1997) sugiere la idea de la eficiencia relativa, cuestionando de este modo la eficiencia de los mercados.

Un lustro más tarde, De Bondt y Thaler (1985), continuaron con el estudio de la anomalía ya conocida siendo los primeros académicos en dar un razonamiento conductual a ésta.

Durante la década de los años 90 y principios del nuevo siglo hubo relevantes aportaciones de diversos autores al campo de estudio; como por ejemplo Benartzi y Thaler

(1995) que estudiaron el concepto de aversión a la pérdida para enfrentarse al problema de una prima de riesgo históricamente alta. Incluso, Barber y Odean (2001) en sus investigaciones trataron diversas evidencias empíricas. En primer lugar, los hombres tendían a negociar más que las mujeres que hace referencia al concepto denominado como sesgo de sexo o sesgo de género. En segundo lugar, la peor rentabilidad obtenida por los inversores individuales como consecuencia del exceso de confianza que les había llevado a una mayor negociación y pago de comisiones.

Aunque a partir del año 2000 los prestigiosos premios entregados a diversos académicos dedicados a la investigación en este campo de estudio han aumentado el reconocimiento y provocado un auge en el interés por las finanzas conductuales. Entre estos se podrían destacar, en el año 2002, el premio nobel de economía entregado a los psicólogos Daniel Kahneman y Vernon Smith. Al primero de ellos por sus aportaciones en la inclusión de la investigación psicológica en la economía, más

concretamente en la toma de decisiones bajo incertidumbre. Mientras que al segundo por su aportación en el planteamiento de las bases a la economía experimental.



Lo (2004) estudió conjuntamente en sus investigaciones las finanzas del comportamiento y las tradicionales teorías de los mercados eficientes. De este modo nació la hipótesis del mercado adaptativo que plantea la eficiencia de los mercados financieros no cómo una característica presente, sino cómo una cualidad que varía acorde con las condiciones del mercado, las cuales son determinadas por las interacciones entre sus agentes; Suárez (2017).

Según Navarro (2017) “uno de los principales beneficios de la hipótesis del mercado adaptativo es su capacidad para describir entornos de inversión complejos, concretamente es capaz de explicar la aversión a las pérdidas, la reacción exagerada y los sesgos de comportamiento”.

En los siguientes años continuaron publicándose investigaciones sobre las finanzas conductuales, en el año 2010 se publicó “The Squam Lake Report: Fixing the Financial System” producido por 15 de los más importantes economistas financieros, comentando sobre errores de ahorro e inversión, analfabetismo financiero y sesgos psicológicos; Lucia (2019). En 2014 se podrían destacar publicaciones como las de Billet, Jacobsen o Huber, incluso organismos internacionales como el Banco Mundial publicaron en 2015 “World Development Report 2015: Mind, society and Behavior”.

Ya en el año 2017, el estadounidense Richard Thaler recibió el premio nobel de economía por sus contribuciones en la investigación sobre las finanzas

conductuales. En la primera de sus contribuciones, Thaler estudió como las personas son irracionales de forma sistemática y predecible descubriendo irregularidades, por ejemplo el efecto dotación, las preferencias sociales, la contabilidad mental o el efecto umbral de rentabilidad. Mientras que su segunda aportación se centró en la investigación llevada a cabo en su obra “Un pequeño empujón” donde se demostró la capacidad de predecir la irracionalidad humana y la posibilidad de crear políticas para paliarlo; D’Agostino (2018).



### **3. SEGOS DEL COMPORTAMIENTO GENERALES**

El proceso de toma de decisiones puede ser considerado una actividad frecuente y usual a lo largo del ciclo vital del individuo. Durante su vida, el ser humano se enfrenta a la toma de decisiones de distinta dificultad que en determinados casos serán decisiones fáciles y de baja importancia, mientras que en otros casos serán decisiones difíciles y con incertidumbre. Teniendo en cuenta que la capacidad de razonamiento humana es limitada, en muchos casos los humanos fallan a la hora de analizar la información para llegar a la mejor alternativa posible entre las que tienen disponibles.

Del mismo modo que hizo Thaler, quien analizó la irracionalidad sistemática y la predictibilidad de las irregularidades, LeBoeuf y Shafir (2005) recogen una serie de investigaciones que han permitido vislumbrar unas irregularidades sustanciales y sistemáticas respecto a la

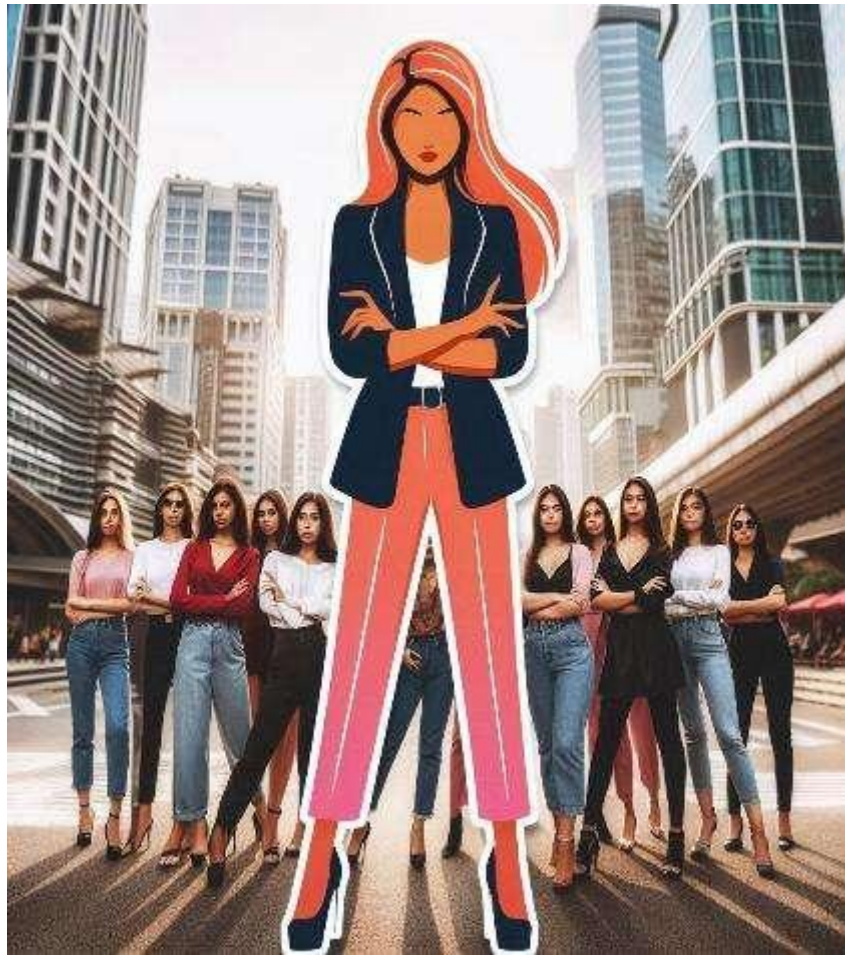
manera en la cual las personas toman sus decisiones, lo que ha llevado a plantear unos principios psicológicos generales que caracterizan dicho comportamiento y definen los sesgos cognitivos acotando la capacidad de raciocinio del individuo; Muñeton, Ruiz-Martinez y Loaiza (2017).

Este apartado se va a centrar en los sesgos del comportamiento generales mientras que en el siguiente serán revisados los sesgos estrictamente financieros. En este caso, los sesgos que se van a verificar son: el sesgo de sexo, el sesgo de retrospectiva, el sesgo de representatividad, el sesgo de confirmación, el sesgo de ilusión de control, el sesgo de disponibilidad, el sesgo de exceso de confianza y el sesgo de atribución.

### 3.1. *SESGO DE SEXO*

En primer lugar, el sesgo de sexo hace referencia al distinto modo de actuación condicionado por el género del individuo frente a la toma de decisiones con incertidumbre. Según Chávez y Ríos (2017) las mujeres tienden a ser más conservadoras y a tomar menos riesgo que los hombres. Barber y Odean (2001) en su estudio también obtuvieron evidencias empíricas acerca de la diferencia entre la negociación que realizaban los hombres y la que realizaban las mujeres.

Tras realizar un estudio dividiendo 35.000 cuentas entre hombres y mujeres, obtuvieron que los hombres tenían un exceso de confianza, respecto de sus habilidades financieras, mayor que las mujeres y éstos realizaban más transacciones con los valores de su cartera de inversión provocando un mayor pago de comisiones; Díaz y Valle (2017). VÉANSE LAS FIGURAS 1 y 2.



### 3.2. *SESGO DE RETROSPECTIVA*

El sesgo de retrospectiva acontece cuando el individuo tiende a recordar selectivamente las visiones correctas, mientras que pasado un acontecimiento y en caso de error la persona tiende a cambiar su opinión sobre éste, y a intentar convencer de que había predicho lo que iba a ocurrir; se podría decir que hace referencia a la expresión coloquial “¡ya lo sabía yo!”. Los individuos tienden a olvidar sus errores y a recordar sus aciertos de manera instintiva, dificultando el poder de aprendizaje de las decisiones erróneas pasadas. Según Fernández (2016);

“Nos inclinamos a ver los hechos pasados como fenómenos predichos o predecibles. Este prejuicio es en realidad producido por un error en la memoria. De igual forma también tenemos tendencia a valorar los eventos pasados de manera más positiva a cómo sucedieron en realidad”.

Keren y Wagenaar (1985) analizaron a 112 jugadores de blackjack observando cómo una vez finalizado el juego, se

olvidaban de la incertidumbre que se había dado durante la partida y creían que podrían haber anticipado aquello que había acontecido. VÉASE CUADRO 1.



### 3.3. *SESGO DE REPRESENTATIVIDAD*

El sesgo de representatividad, estudiado por Kahneman y Tversky en 1972, consiste en la realización de opiniones a partir de explicaciones previas o hechos pasados en lugar de realizarlo basándose en un análisis actual de la situación con datos objetivos en frecuencia y probabilidad.

Un ejemplo de este sesgo se da en el efecto ganador-perdedor donde las acciones que peores resultados han obtenido en los últimos tres ejercicios tienden a comportarse mejor que las acciones que mejores resultados han obtenido en los últimos tres ejercicios; DeBondt y Thaler (1985).

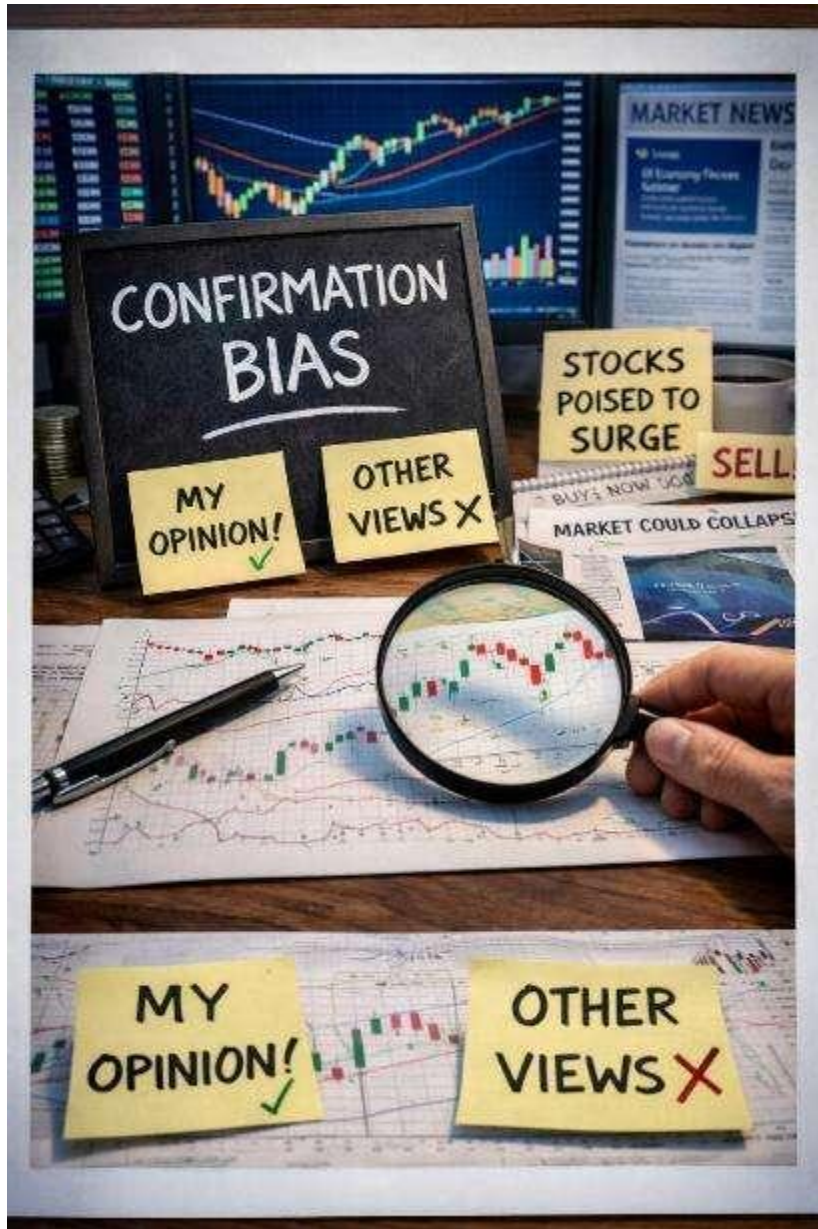


### 3.4. *SESGO DE CONFIRMACIÓN*

El sesgo de confirmación trata de explicar cómo los individuos tienden a buscar la información que soporte sus ideas o que interprete la información acorde a su punto de vista y evitar así toda aquella información nueva que no apoye su forma de pensar. Según Blasco y Ferreruela (2019) está directamente relacionado con la disonancia cognitiva, evita la incomodidad que se produce cuando se tienen ideas o pensamientos contrarios.

Según Ross y Lepper (1979):

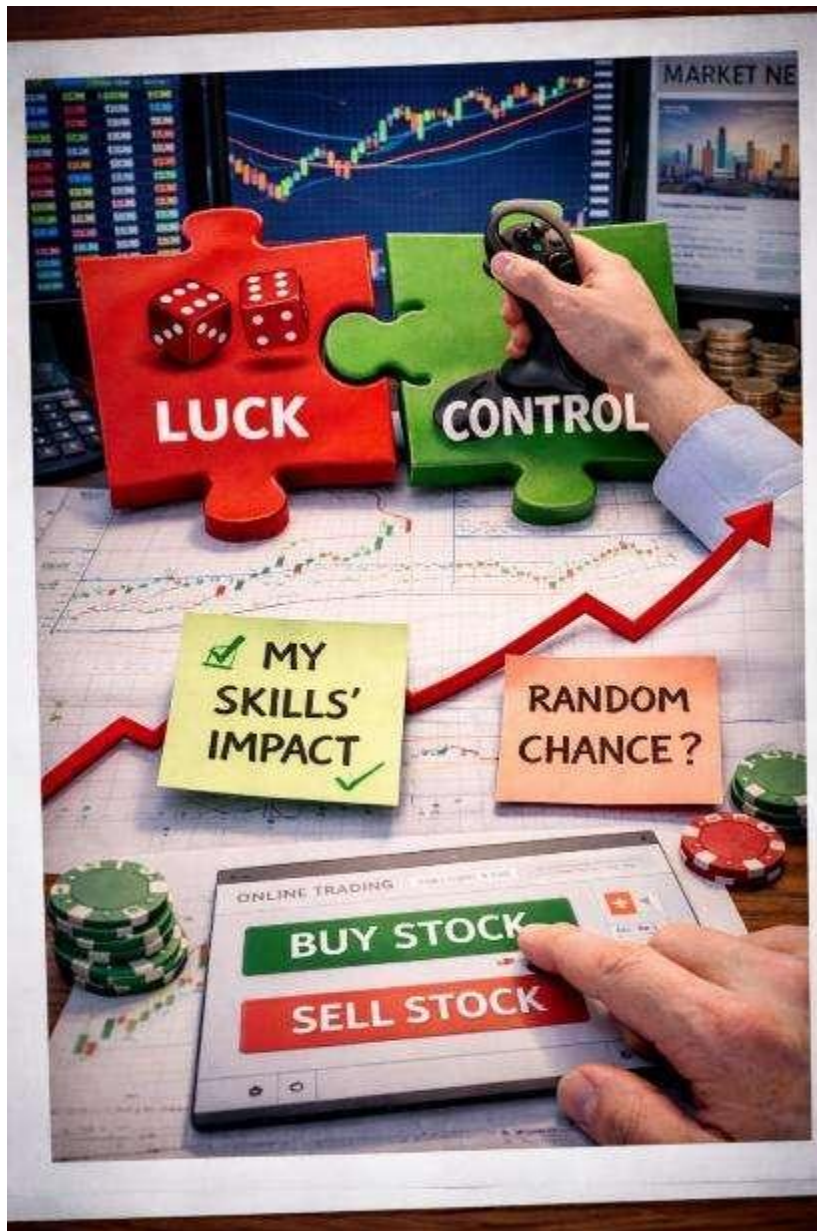
“ Las personas que tienen opiniones firmes sobre problemas sociales complejos probablemente examinarán evidencias empíricas relevantes de manera parcial. Estarán dispuestos a aceptar evidencias de confirmación a favor de su opinión mientras que someterán a evaluación crítica un apoyo indebido para sus posiciones.”



### 3.5. *SESGO DE ILUSIÓN DE CONTROL*

El sesgo de ilusión de control hace referencia a la actitud de los individuos frente a ciertas situaciones en que creen que pueden influir o tener el control de aquellos hechos futuros que se van a dar, normalmente en los mercados financieros, siendo esto no posible.

Langer (1975) y sus investigaciones respecto de este sesgo en el campo del azar concluyeron cómo los individuos tienen la creencia errónea de que uno puede realizar alguna acción o tiene estrategias para controlar la aparición de eventos. Para ello, realizó 6 experimentos entre 631 individuos adultos en los que pudo demostrar cómo estos se sentían más confiados si se habían introducido elementos tales que la elección personal, competición o la familiaridad. Por ejemplo, se concluyó cómo un individuo se veía más confiado a la hora de ganar una lotería si había sido él quien había elegido el número o si la lotería en la que jugaba era un juego conocido frente a uno desconocido. VÉASE CUADRO 1.



### 3.6. *SESGO DE DISPONIBILIDAD*

El sesgo de disponibilidad o atención afecta de dos formas diferentes a los individuos a la hora de tomar las decisiones. En primer lugar, las personas tienden a tomar decisiones referenciadas a aspectos que conocen frente a elegir sobre algo nuevo y desconocido para ellos. En segundo lugar, los individuos tienden a sobreestimar la información disponible como si ésta fuese más importante, de este modo, se ven influenciados por eventos sucedidos recientemente o por aquellos que les resultan más fáciles de recordar.

El sesgo de disponibilidad afirma que las cosas, productos o empresas que se presentan en los medios con mayor frecuencia serán recordados más fácilmente por los inversores cuando buscan un instrumento de inversión adecuado, mientras que la información de difícil acceso no es considerada inconscientemente; Hens y Meier (2016).

Tversky y Kahneman (1974) a partir de diversos experimentos concluyen;

“Cuando el tamaño de una clase se juzga por la disponibilidad de sus ejemplos, la clase cuyos ejemplos sean más fácilmente recordables aparecerá más numerosa que una clase de igual frecuencia cuyos ejemplos son menos conocidos”.



### 3.7. *SESGO DE EXCESO DE CONFIANZA*

El ser humano tiende a sobrevalorar sus habilidades y capacidades individuales por encima de las del promedio. Según Díaz y Valle (2017) “el sesgo de confianza sucede cuando las personas tienen una excesiva confianza en sus propias habilidades para realizar una determinada acción de mejor forma de la que realmente pueden”. Es uno de los sesgos que más afecto tiene sobre el ser humano, ya que cuesta asumir que se puede haber tomado una decisión errónea o que otros individuos pueden realizarlo mejor que el propio inversor. Así, muchos individuos se creen capaces de prever lo que va a ocurrir única y exclusivamente mediante corazonadas.

Fernández y Valledado (2007) en uno de sus experimentos realizados sobre un grupo de cuarenta universitarios en el año 2004 encuentran, entre otros sesgos, evidencia de cómo los individuos sobrevaloran sus capacidades para tomar decisiones en los mercados financieros sobreestimando la información privada frente a la información pública disponible en el mercado.

Este sesgo está estrechamente relacionado con el sesgo de exceso de negociación, ya que diversas investigaciones citadas por Barber y Odean (2013) como Dorn y Huberman (2005) tratan cómo el exceso de confianza en las capacidades de uno mismo provoca que los individuos negocien más frecuentemente.



### 3.8. *SESGO DE ATRIBUCIÓN*

Por último, el sesgo de atribución hace referencia a cómo el inversor puede obtener ganancias o pérdidas a partir de su inversión, pero trata ambos resultados de diferente modo. En caso de obtener ganancias, el inversor tiende a creer que es debido a su mérito y habilidad, mientras que cuando se dan pérdidas éste tiende a creer que éstas son consecuencia de la mala suerte o de factores externos ajenos a él mismo.

Kent, Hirshleifer y Subrahmanyam (1998) estudian la relación entre el sesgo de atribución, el sesgo de confirmación y el sesgo exceso de confianza en los individuos. Para ello, realizan una investigación centrada en dichos sesgos que relacionan con diversas publicaciones de la década de los años 70 y 80 del siglo XX. Así, concluyen cómo los inversores aumentan la confianza en su propio modelo cuando la información pública apoya dicho punto de vista, mientras que esa confianza no se reduce proporcionalmente cuando la información pública contradice a su modelo. También

indican “La evidencia psicológica indica que las personas tienden a acreditar el éxito y culpan de factores externos por el fracaso.”



# 4. SEGOS DEL COMPORTAMIENTO FINANCIEROS Y EFICIENCIA DE LOS MERCADOS

Las primeras investigaciones basadas en la eficiencia de los mercados datan del siglo XIX, concretamente en el año 1889 cuando Gibson realizó un estudio sobre los precios que tomaban las acciones en las bolsas de Nueva York, París y Londres.



Así, concluyó cómo los valores de las acciones que cotizaban en un mercado abierto pueden ser consecuencia del juicio formado por las mejores mentes. Con esta expresión, el autor trató de expresar cómo el precio de las acciones reflejaba las decisiones de los inversores racionales a consecuencia de la información de que disponían.

Ya en el año 1900, el francés Bachelier con su estudio de la “Hipótesis de paseo aleatorio” en su tesis doctoral trató de analizar los precios de los activos que cotizaban en bolsa. En su investigación, también estudió como la evolución de los valores era aleatoria y no cíclica, contradiciendo investigaciones realizadas hasta ese momento, basándose en el análisis de los bonos del gobierno francés. Según Ferrer (2014);

“Además, introdujo en su estudio la hipótesis de normalidad. Los cambios diarios, semanales o mensuales en los precios se ajustaban a una distribución normal. Si los precios eran

variables aleatorias independientes e idénticamente distribuidas con varianza finita y si el volumen de transacciones era amplio y uniformemente extendido a lo largo del tiempo, los cambios en los precios de las acciones se distribuían normalmente.”



Bachelier entabla las bases de la investigación sobre la aleatoriedad que siguen los precios de la renta variable, que décadas más tarde continúan investigando diversos autores; Working (1934), Cowles (1960) u Osborne (1959), entre otros.

Samuelson (1965) cita a Bachelier en su tesis doctoral y trata como los precios deben ser impredecibles en un mercado eficiente en cuanto a información ya que el precio de los activos está basado en el conjunto de información disponible pero dicho conjunto de información no puede predecir los precios futuros. De este modo, apoya la hipótesis que el estadístico Bachelier había dado en el año 1900.

En ese mismo año, es la primera vez que se define el concepto de mercado eficiente por parte de Fama (1965), detallando como los precios de los activos reflejan la totalidad de la información disponible si los mercados son eficientes y los activos están valorados para aportar a su propietario un rendimiento acorde con el nivel de riesgo soportado.

Roberts (1967) definió tres niveles de eficiencia en los mercados financieros entre los que podemos distinguir; eficiencia débil, eficiencia intermedia o semifuerte y eficiencia fuerte.



En el caso de la eficiencia débil, refleja la totalidad de la información pasada y los inversores no podrán obtener rentabilidades superiores analizando dicha información. Así, si el mercado se ajusta a la hipótesis, un inversor podrá batir al mercado utilizando información privilegiada o información pública.

En el caso de la eficiencia intermedia, un mercado es eficiente en esta modalidad cuando los precios de los activos financieros reflejan tanto la información pasada como la información pública de la empresa, o de aquello que está relacionado con ella. De este modo, el inversor no podrá batir al mercado si no es por medio del azar o de información privilegiada.

En el caso de la eficiencia fuerte, los precios de los activos financieros reflejan la información pasada, la información pública y la información privilegiada. En este caso, los títulos que se negocian representarían la totalidad de la información disponible y ningún inversor podrá batir al mercado si no es por cuestión de azar.

Fama (1969), continuando con su publicación de 1965, expuso cómo un mercado era eficiente respecto a la información si los precios reflejan en cada momento toda información disponible perteneciente a cada valor bursátil e importante para su valoración en el futuro, es decir, toda la información que hay disponible sobre los valores.

Así, en un mercado eficiente los valores bursátiles se hallarían perfectamente valorados y permitirían a los individuos elegir entre los títulos que están reflejando toda la información disponible respecto a la compañía sobre la que representan propiedad y facilitarían a las compañías tomar decisiones de producción-inversión. Fama (1969) apoyó la investigación de Harry Roberts (1967) y continuó con la subdivisión de la eficiencia de los mercados entre eficiencia débil, eficiencia semifuerte y eficiencia fuerte; explicada anteriormente.

Una vez alcanzadas las décadas de los años 70 y 80 comienzan a surgir dudas sobre la teoría de los mercados eficientes desarrollada por Fama. Grossman y Stiglitz (1980) destacan la imposibilidad de que un mercado sea

eficiente en lo que a información se refiere, ya que ésta es muy costosa y los precios no pueden representarla al 100%, de ser así, no habría ningún individuo que se dedicase al análisis de los valores bursátiles porque solo le repercutiría en una pérdida de tiempo y dinero.

Poco más tarde, De Bondt y Thaler (1985), continuaron con el estudio de la anomalía ya conocida siendo los primeros académicos en dar un razonamiento comportamental a ésta. También Kahneman y Tversky en 1979 redactaron su estudio llamado “Perspectiva Teoría: Un análisis de la decisión bajo riesgo”. En dicha investigación se utilizaron técnicas cognitivo psicológicas para analizar una serie de divergencias en la toma de decisiones económicas de la teoría neoclásica (Kahneman 2003).

La hipótesis de la eficiencia de los mercados comienza a ser cuestionada cuando se encuentran comportamientos que se alejan de la teoría de mercado eficiente y se repiten de un modo sistemático, a estos se les conoce como anomalías en los mercados financieros. En la década de

los años noventa ya se habían planteado las bases de las finanzas del comportamiento como ahora las conocemos y se había convertido en un campo de estudio emergente para muchos investigadores.

Estos comportamientos de los mercados, que se dan de forma reiterada, han causado interés y debate entre diversos investigadores. Algunas de las principales anomalías que encontramos en el mercado son; los efectos calendario (Efecto Enero, Efecto fin de semana y efecto cambio de mes), el efecto disposición y el efecto tamaño.

#### 4.1. EFECTO ENERO

En el caso del efecto enero, se encuentra dentro de las anomalías de mercado y hace referencia a los conocidos como efectos calendario. Dicho efecto consiste en que en los mercados de cotización de renta variable, el precio de las acciones tiende a bajar durante el mes de diciembre, y en el mes de enero del año siguiente suelen darse rentabilidades anormalmente altas respecto del resto del ejercicio.

Este concepto se utiliza por primera vez en la década de los años cuarenta cuando Wachtel (1942) estudiando la evolución del mercado bursátil estadounidense se dio cuenta que desde 1925 las empresas más pequeñas que allí cotizaban habían batido al mercado en enero, dándose la mayor parte de ese crecimiento excepcional durante la primera mitad de dicho mes. A pesar de que en un principio el efecto enero fue descubierto en los mercados bursátiles estadounidenses, en la década de los años 80, Gultekin y Gultekin (1983) analizaron los mercados bursátiles de dieciséis países, EEUU incluido, obteniendo

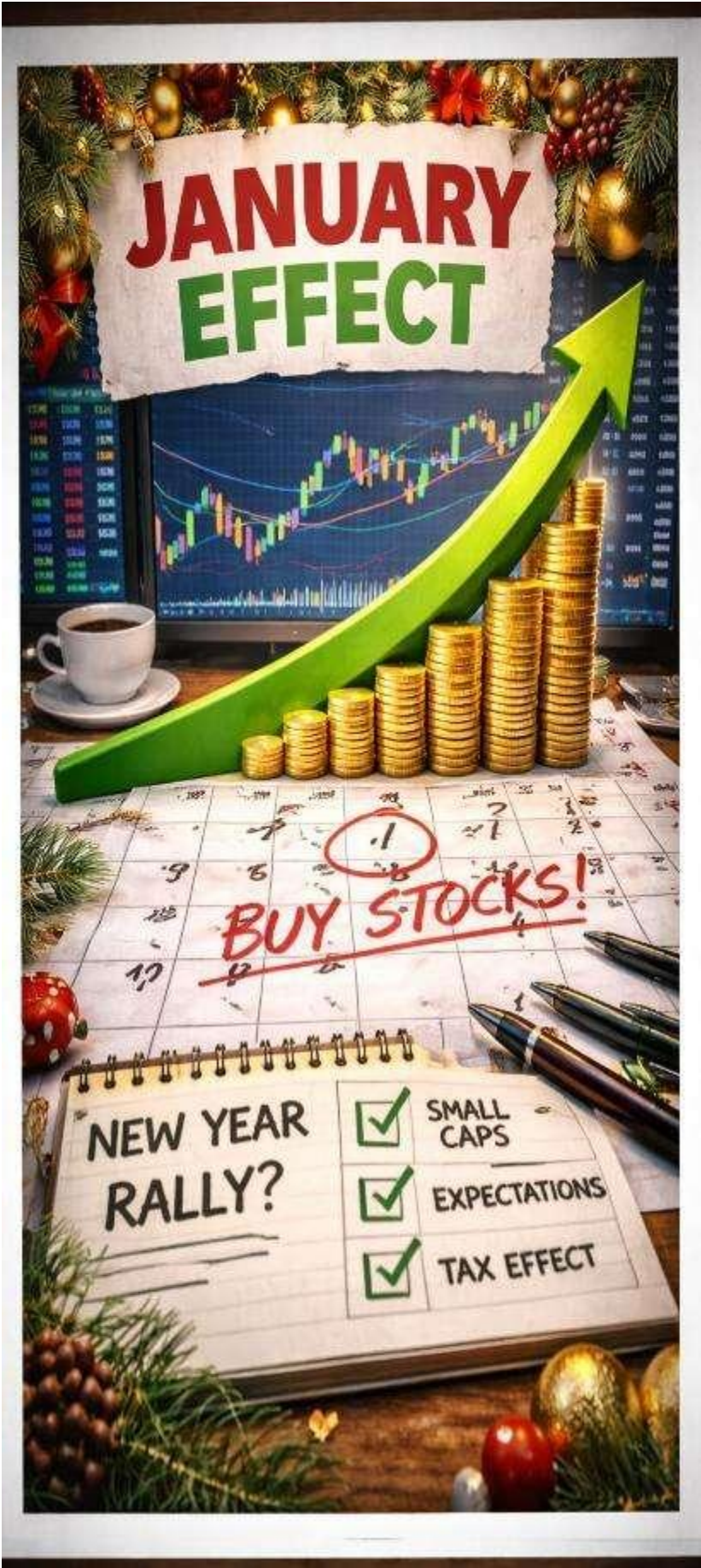
evidencias de la existencia del efecto estudiado en todos ellos.

Algunos autores también indican cómo la tendencia que llevan los valores de las acciones durante los primeros días del ejercicio del año entrante, será la tendencia que experimentará el mercado a lo largo del año, según Mateu (2019):

“ Además, según este efecto, el comportamiento que tenga la Bolsa durante esos primeros días del mes de enero será el patrón que siga durante todo el año. Es decir, es muy probable que el ejercicio sea alcista si tras la finalización de la quinta sesión de dicho mes, la Bolsa registra ganancias. Así, según numerosos estudios, este efecto se ha cumplido en 28 de las 33 últimas veces, siendo enero un mes positivo en la mayoría de los casos, salvo en contadas ocasiones como la crisis del petróleo del 73 o el año 2008. Año que

muestra especialmente el claro acierto de esta anomalía, pues en medio de un optimismo imperante, en el que nadie esperaba una profunda crisis, el mes de enero fue devastador, con fortísimas caídas que, según este efecto, anticipaban un fuerte año bajista, como realmente ocurrió.”

Diversos autores tales que Keim (1983) y Reinganum (1983) relacionaron el efecto enero con el tamaño de las empresas que cotizaban, ya que dicho efecto resultaba más importante en las empresas pequeñas y éstas obtenían resultados anormalmente más altos en las dos primeras semanas del mes de enero.



El Efecto enero se ha intentado explicar de diversos modos entre los que destacan; la hipótesis fiscal, la hipótesis del maquillaje de las carteras de inversión y el factor psicológico.

En el caso de la hipótesis fiscal, ésta podría explicar el comportamiento de determinados inversores que venden sus acciones en las que han obtenido pérdidas durante el año para obtener minusvalías y tributar por una cantidad inferior el año fiscal. De este modo, un comportamiento generalizado de los inversores como el que se ha descrito produciría una mayor caída del valor de dichas acciones que más tarde deberían volver a su precio de equilibrio.

El caso del concepto de la hipótesis del maquillaje de las carteras, consiste en el cambio del comportamiento de los gestores patrimoniales profesionales entre el periodo final del ejercicio y el comportamiento que han tenido durante éste. Durante el mes de diciembre, los gestores profesionales tienden a ser menos agresivos en sus inversiones para poder presentar un informe a final de año

que favorezca sus intereses profesionales. Una de las principales estrategias que los gestores profesionales utilizan para ello es la venta de acciones poco populares a final de año y la compra de aquellas que mejor han actuado durante el ejercicio y así maquillar su cartera de inversión en el informe de la composición de su cartera.

Por último y en lo que al factor psicológico se refiere, los inversores tienden a realizar inversiones en enero porque en caso de que los valores tengan una evolución poco favorable los errores podrán ser corregidos en los siguientes meses del año.

## 4.2. EFECTO FIN DE SEMANA

El efecto fin de semana hace referencia a la anomalía de como los rendimientos de los activos financieros que cotizan en bolsa no son independientes del día de la semana en que se producen. A pesar de que en cualquier día puedan darse rendimientos anormalmente elevados o bajos, son en lunes y viernes cuando, de producirse la hipótesis, se dan de forma más continuada.

Este efecto fue estudiado por diversos autores, sobretodo, durante los años 80 y 90 del siglo XX; entre aquellos podemos destacar las aportaciones de Prince (1982) o Keim y Stambaugh (1984). Según Prince (1982), que realizó sus investigaciones sobre el Dow Jones 65 Composite Average, tratando de demostrar cómo dicho efecto se da mayoritariamente en las horas de no negociación comprendidas entre las horas de cierre y apertura de viernes y el lunes, respectivamente. También indica cómo el efecto puede darse, aunque sea en parte, a un precio de cierre elevado los viernes, pero no analiza otras causas.

Keim y Stambaugh (1984) estudiaron diversos segmentos de mercado encontrando que el efecto fin de semana se daba en todos y cada uno de ellos, aunque encontraron evidencias de que este se daba en las pequeñas empresas de modo más acentuado. Por lo general, se obtuvo cómo para las pequeñas empresas los rendimientos diarios en precio de cierre eran superiores en viernes.

Diversos autores han analizado el efecto en el caso de los mercados bursátiles españoles; según Peiró (1993):

“El mercado de acciones español presenta fuertes movimientos estacionales, tanto de carácter diario como mensual, acusados más aún que los de la mayoría de bolsas mundiales. Ante el desafío que este hecho supone para la hipótesis de eficiencia y/o racionalidad de los mercados de valores, nos hemos interrogado por las causas de dicha estacionalidad, apuntando algunas explicaciones.”

Camino (1997) estudia el comportamiento del Ibex 35 para una muestra de dos años comprendidos entre febrero del 1992 y diciembre del 1993 enfocándose a rendimientos, volatilidades y volúmenes de contratación. Durante este estudio y utilizando técnicas estadísticas convencionales se llega a la evidencia empírica de que el rendimiento medio obtenido desde el momento del cierre del viernes hasta el lunes es negativo. VÉASE LA FIGURA 3



También centró parte de su investigación en el rendimiento que obtiene el índice, tanto en horario de negociación como en no negociado, relacionándolo con el volumen de negociación y obteniendo evidencias de relación directa entre rentabilidades y negociación. Así, los días en que se negocian un reducido número de transacciones el resultado en el momento de cierre es negativo mientras que para días en que se realiza un elevado número de operaciones bursátiles el rendimiento obtenido es positivo y por lo general creciente. VÉASE LA FIGURA

4.

### 4.3. EFECTO CAMBIO DE MES

El efecto cambio de mes se refiere a la forma que toman las rentabilidades de los títulos de renta variable a lo largo de una mensualidad. Diversos estudios tratan de evidenciar cómo en el último día del mes y los primeros días del mes siguiente se dan rentabilidades anormalmente altas.

Ariel (1987) fue el primer investigador en evidenciar el efecto cambio de mes cuando tras un estudio de la bolsa Estado Unidos, concretamente en la de Nueva York, entre 1963 y 1981 pudo demostrar que las rentabilidades diarias de los valores negociados eran positivas hasta el ecuador del mes para pasar a convertirse en negativas por norma general durante la segunda mitad de éste.

En ciertos estudios más cercano a la actualidad existe cierta controversia, ya que diversos autores cómo García (2010) indican como este efecto está en clara decadencia en los últimos años y ya casi no existe, mientras que otros autores tales que Kristjanpoller y Arenas (2015) defienden

que el efecto cambio de mes aún continúa existiendo en ciertos mercado bursátiles cómo los latinoamericanos.



#### 4.4. EFECTO TAMAÑO

El efecto tamaño describe la capacidad que tienen las empresas pequeñas o de baja capitalización bursátil para obtener rentabilidades superiores de forma significativa a las empresas con gran capitalización bursátil, incluso teniendo en cuenta el ajuste del rendimiento esperado al riesgo.

No es poca la literatura que hay sobre este dicho efecto y diversos han sido los autores que han intentado esclarecer dicho efecto. Entre las posibles explicaciones destacan; fallos en el modelo CAPM, costes de transacción e información.

La explicación relacionada con la determinación del modelo CAPM trata como ante la escasa negociación de las acciones de las empresas de baja capitalización, este modelo no valoraría correctamente ni la rentabilidad ni el riesgo de llevar a cabo la inversión y daría como consecuencia dicho efecto.

Una segunda explicación vendría dada por los altos costes de transacción y la dificultad de negociación de las acciones de empresas de baja capitalización que provoca que dichos valores sean poco líquidos. De esta manera, los inversores que decidan invertir en ellos deben verse recompensados por las desventajas que tiene el invertir en las pequeñas empresas. Según Fernández (2016) “Los inversores exigirán una tasa de rendimiento superior a cambio de invertir en títulos menos líquidos y más arriesgados”.



En cuanto a la información disponible, ésta es una variable importante a la hora de tomar decisiones de inversión ya que afecta directamente a las expectativas. Frecuentemente, las empresas con un nivel bajo de capitalización son empresas pequeñas y la información disponible sobre las empresas suele estar directamente

relacionada con el tamaño de estas, Gutiérrez (2019). De este modo, las empresas que disponen de una menor cantidad de información cara a los inversores entrañan un mayor riesgo y como consecuencia del binomio riesgo-rentabilidad deben ofrecer una mayor rentabilidad.

Por último, nos vamos a centrar en los sesgos que afectan directamente sobre las decisiones financieras de los individuos, en este caso los sesgos que se van a tratar son; el efecto disposición, el sesgo local, el sesgo de negociación excesiva y el sesgo de aversión a las pérdidas.

#### *4.5. EFECTO DISPOSICIÓN*

Se llama efecto disposición a la tendencia que tienen los inversores en vender en los mercados bursátiles los activos financieros ganadores demasiado temprano y mantener los activos perdedores por un tiempo excesivo. Este efecto ha sido estudiado en diversas ocasiones con el denominado “momentum” y se ha analizado cómo la venta apresurada de valores hace que se pierda la posibilidad de obtener rentabilidades superiores aprovechando la tendencia.

Este efecto fue nombrado por Shefrin y Statman (1985) como efecto disposición y en su investigación tratan de darle explicaciones conductuales entre las que se destacan; la aversión al arrepentimiento en caso de que más tarde pudiera bajar el valor de la acción, el aumento de la autoestima a través de la obtención de beneficios o la emoción que se experimenta a través de la venta de una acción ganadora, entre otros. Según Lucia (2019):

“Los inversores individuales tienden a vender ganadoras sobre perdedoras: durante la mayoría del año son aprox. un 60% más proclives a vender acciones que han subido de valor respecto a su precio de compra, que acciones que han caído... durante diciembre, probablemente por razones de impuestos, la tendencia es a vender perdedoras sobre ganadoras”



#### 4.6. *SESGO LOCAL*

Este sesgo hace referencia a la preferencia de los inversores por invertir en aquello cercano a ellos por los motivos de seguridad, no todos racionales, teniendo la capacidad de poder invertir en otros lugares o sectores menos conocidos que le pueden reportar una mayor rentabilidad.

Los inversores tienden a realizar inversiones en su propio país, según French y Poterba (1991):

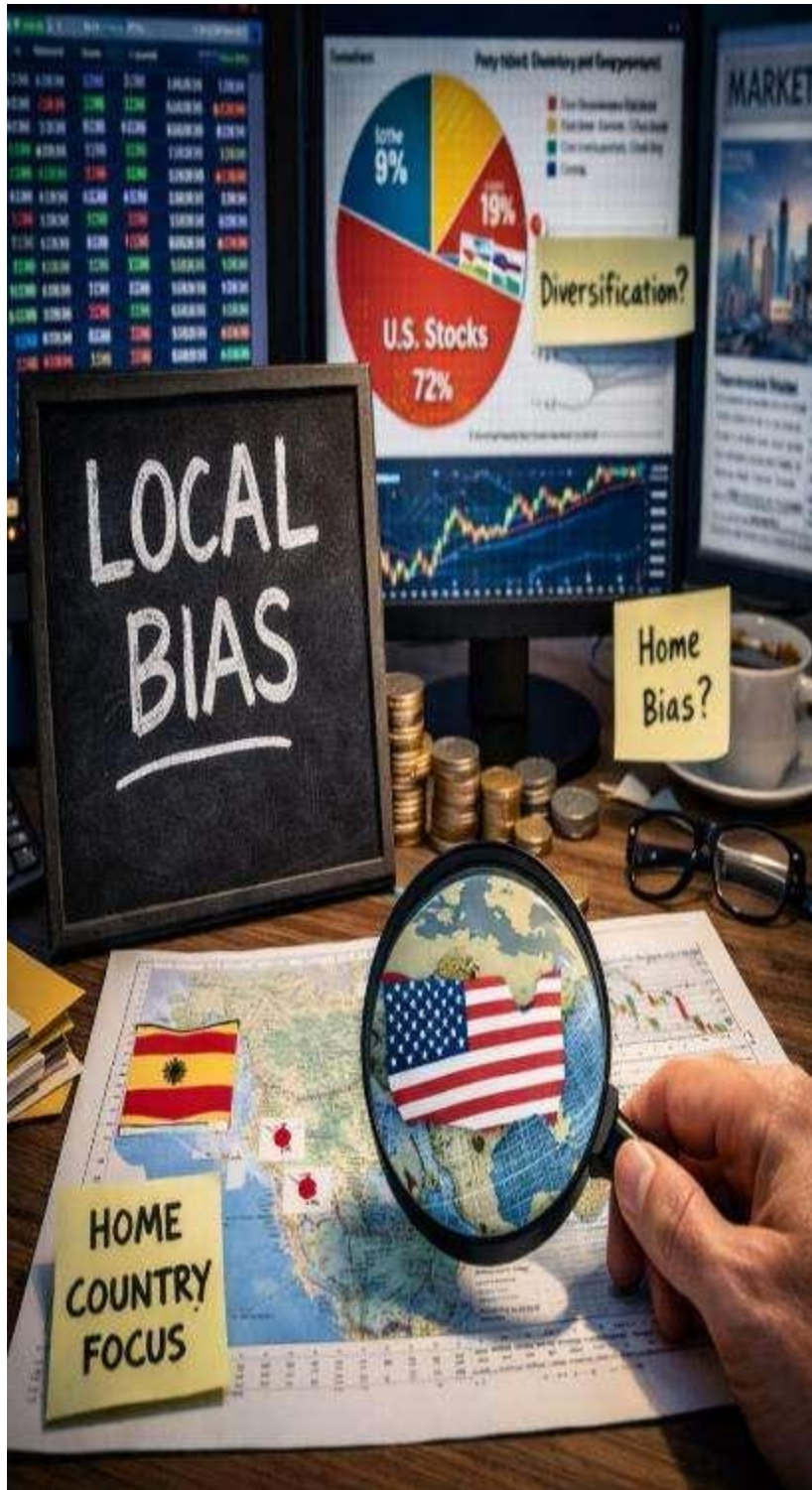
“La mayoría del capital se encuentra en manos de inversores nacionales. Las acciones de propiedad doméstica de los cinco mercados bursátiles más grandes del mundo se refieren a EEUU, Japón, Reino Unido, Alemania y Francia con unos valores de 92.2%, 95.7%, 92%, 79% y 89,4% respectivamente.”

Diversos autores han apoyado la hipótesis de cómo los inversores preferían invertir en aquello cercano, según Lucía (2019) los inversores son más proclives a mantener acciones de su compañía regional que de fuera de su estado.

Grinblatt y Keloharju (2002) en sus investigaciones realizadas en el mercado finlandés, observan la predisposición de los inversionistas para negociar acciones de empresas finlandesas ubicadas cerca del inversor o que tienen ejecutivos con su misma cultura. Sin embargo, la influencia de la distancia, el idioma y la cultura de los directivos de las compañías se vuelve menos relevante en el caso de las instituciones más expertas en inversiones en comparación a los inversores individuales. Basándose en su análisis, concluyeron cómo el efecto de la distancia es menor para empresas conocidas a nivel nacional y para los inversores con carteras más diversificadas.

A pesar de la influencia del sesgo local, otros autores han tratado de explicar como toda preferencia por la inversión local no debe ser confundida con dicho sesgo. En algunas ocasiones, los inversores tienden a invertir en compañías cercanas por la facilidad de seguimiento de la compañía y de acceso a la información que esto le reporta. Coval y Moskowitz (1999) analizan a grandes fondos de inversión y cómo sus gestores actúan obteniendo la evidencia empírica que obtienen rendimientos anormalmente elevados en las inversiones realizadas en empresas próximas geográficamente. Un administrador promedio genera un 2.67% por año en sus inversiones locales con relación a sus inversiones no locales. Además, las acciones locales evitadas por los administradores de los fondos tienden a ganar un 3% menos por año. VÉASE

CUADRO 2.



#### 4.7. *SESGO DE NEGOCIACIÓN EXCESIVA*

Este sesgo expone la tendencia de los inversores a reformular su cartera más regularmente de lo que sería conveniente e incurrir así en un mayor pago de comisiones, que en muchas ocasiones provoca una reducción de la rentabilidad de la cartera de inversión. Así, en muchos casos se da una relación directa entre una mayor negociación y un peor resultado. Lucia (2019) “el rendimiento bruto promedio de las acciones que los inversores compran, durante el año después de comprarlas, es menor que el de las acciones que venden, durante el año después de venderlas.”

Barber y Odean (2000) tras estudiar 66.465 inversores individuales entre 1991 y 1996 obtuvieron que los inversores varían su cartera un 75% de media cada año y tuvieron un rendimiento medio 1.5% inferior que el que experimentó el mercado, como consecuencia del pago de comisiones.

Este sesgo está directamente relacionado con el sesgo de sexo, que como hemos analizado anteriormente, existe evidencia empírica de que los hombres tienden a modificar más su cartera de negociación, incurriendo en un mayor pago de comisiones y obteniendo peores rentabilidades a consecuencia de estas.



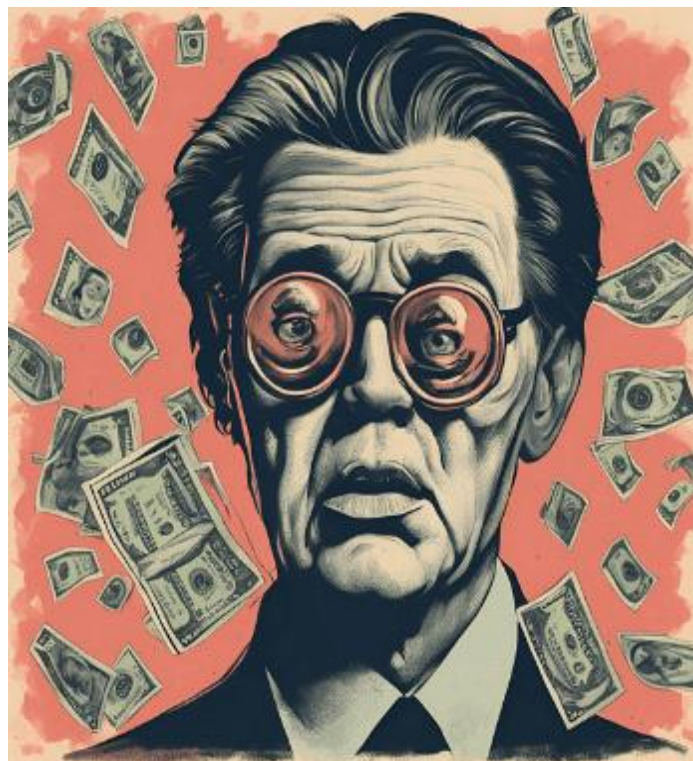
#### 4.8. *SESGO DE AVERSIÓN A LAS PÉRDIDAS*

Este sesgo explica el conflicto que los inversores experimentan para aceptar las pérdidas en sus inversiones. Se centra en cómo los individuos temen más a la influencia de las posibles pérdidas que al de los beneficios potenciales de las inversiones.

Según Calvo (2017), las pérdidas y las ganancias tienen un impacto emocional diferente ya que una pérdida tiene un efecto negativo mayor que el de un resultado positivo equivalente. Kahneman y Tversky (1981) analizaron el sesgo de la aversión a la pérdida analizando los resultados de diversos experimentos realizados; “La mayoría de las elecciones de decisión son contrarias al riesgo: Una expectativa de riesgo menor es preferida a una expectativa de riesgo con igual o superior valor esperado.”

Diversos autores han tratado de analizar y explicar cuál es la equivalencia entre el efecto de una pérdida y el de una ganancia de la misma cuantía y según Sáez (2019);

“Multitud de experimentos han tratado de calcular cual es el “ratio de aversión” y dependiendo del estudio oscila entre 1.5 y 2.5. Es decir, que para que una mayoría de personas aceptase este juego la cantidad a ganar debería estar entre 1.500€ y 2.500€ mientras la perdida se mantiene en 1.000€.”



## 5. CONCLUSIONES

Este libro realiza una revisión de la literatura generalizada sobre la economía conductual y las finanzas del comportamiento debido a la multitud de estudios, investigaciones y experimentos que se han dado durante las últimas décadas en este campo de estudio.

El conjunto de trabajos analizados referentes a la eficiencia de los mercados tratan cómo no se puede concluir que los mercados financieros sean estrictamente irracionales, aunque se han hallado evidencias de anomalías que no pueden ser explicadas por la teoría de los mercados eficientes.

Uno de los principales objetivos de este manual ha sido evidenciar la importancia que tiene la psicología en la toma de decisiones financieras por parte de los individuos y así analizar cómo algunos inversores se pueden ver influenciados por su subconsciente. Esto ocurre a consecuencia del efecto de las emociones y

los sentimientos de los individuos en la toma de decisiones bajo incertidumbre.

Algunos de los efectos psicológicos que tienden a experimentar los individuos en sus decisiones bajo incertidumbre han sido identificados como sesgos cognitivos. Cabe destacar cómo basándonos en el conjunto de experimentos e investigaciones analizados se demuestra la existencia de todos los sesgos analizados en este trabajo y no se puede afirmar que las decisiones de los inversores sean estrictamente racionales.

Así, se evidencia cómo para evitar la reiteración de diversos errores a la hora de tomar decisiones en los mercados financieros los individuos deben aumentar su nivel de educación financiera y ser prudentes con las tendencias inconscientes del ser humano a tomar ciertas decisiones y evitarlas.

De este modo, para el inversor es tan importante tener conocimientos de los mercados financieros como de

los sesgos cognitivos que influyen instintivamente en los seres humanos.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

Ariel, R.A. (1987). "A monthly effect in stock returns"  
*Journal of Financial Economics*, 18, pp. 161-174.

Azofra, V., Fernández, B. y Vallelado, E. (2006).  
"Existencia de inversores con exceso de confianza en su  
capacidad de análisis. Rol en el mercado de capitales"  
*Revista Europea de Dirección y Economía de la empresa*,  
16, pp. 41-52. Valladolid: Universidad de Valladolid.

Barbean, B. y Odean, T. (2001). "Boys will be boys:  
Gender, overconfidence, and common stock investment"  
*The Quarterly Journal of Economics*, 116, pp. 261-292.

Barber, B. y Odean, T. (2000). "Trading Is Hazardous to  
Your Wealth: The Common Stock Investment  
Performance of Individual Investors" *The Journal of  
Finance*, 2, pp. 773-806.

Barber, M. y Odean, T. (2013). "The Behavior of Individual  
Investors" *Handbook of the Economics of finance*, 2, pp.  
1533-1570.

Benartzi, S. y Thaler, R. (1995). "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle" *The Quarterly Journal of Economics*. Working Paper No. 4369.

Benartzi, S. y Thaler, R. (2001). "Naive diversification strategies in defined contribution saving plans" *American Economic Review*, 91, pp. 79-98.

Blasco, N. y Ferreruela, S. (2019). "Behavioral Finance: ¿Por qué los inversores se comportan como lo hacen y no como deberían?". Zaragoza: Universidad de Zaragoza.

Buján, A. (2019). "Enciclopedia de finanzas y economía" en *Enciclopedia Financiera*.  
<https://www.encyclopediainanciera.com/teoriaeconomica/economiaedelcomportamiento/historia>. (Consulta: 10/05/2019)

Calvo, J.L. (2017). *Presentación: Prospect Theory*

Camino, D. (1997). "Efecto intradía y día de la semana en la bolsa de Madrid. Información y volumen de contratación" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 26, pp. 51-75.

Campbell, J.Y. (1997). "The econometric of financial markets" *Princeton University Press*.

Chávez, C. y Ríos, J.(2017). "Relación de los sesgos conductuales con el desempeño financiero". Santiago de Cali: Universidad ICESI.

Coval, J. y Moskowitz, T. (2001). "The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices". CRSP Working Paper No. 502.

Cowles, A. (1960). "A Revision of Previous Conclusions Regarding Stock Price Behavior" *Econometrica*, 28, pp. 909-915.

D'Agostino, F. (2018). "Richard Thaler: Premio Nobel de Economía 2017".

<http://franciscodagostino.es/2018/02/richard-thaler->

[premio-nobel-de-economia-2017](http://franciscodagostino.es/2018/02/richard-thaler-) (Consulta: 11/5/2019)

Debondt, W. y Thaler, R. (1985). "Does the Stock Market Overreact?" *The Journal of Finance*,40, pp. 793-805.

Díaz, E y Valle, C. (2017). *Manual de economía del comportamiento. Finanzas del comportamiento*, 3.

Dorn, D. y Huberman, G. (2005). "Talk and Action: What Individual Investor Say and What They Do" *Review of Finance*, 9, pp. 437-481.

Fama, E (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information" *International Economic Review*, 10, pp. 1-21.

Fama, E. (1965). "The behavior of stock-market prices" *The Journal of Business*, 38, pp. 34-105.

Fama, E. y French, R. (1999). "The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment" *The Journal of Finance*, 54 (6), pp. 1939-1967.

Fernández, B y Valledado, E. (2007). "Representatividad, conservadurismo y exceso de confianza: evidencia de racionalidad limitada del inversor". Logroño: Universidad de la Rioja.

Fernández, L. (2016). "Finanzas del comportamiento, una aproximación a los sesgos de comportamiento de los inversores". León: Universidad de León.

Ferrer, M. (2014). "La eficiencia de los mercados: Fama vs Shiller". Madrid: Universidad Pontificia Comillas.

French, K. y Poterba, J. (1991). "Investor diversification and international equity markets" *American Economic Review*, 81, pp. 222-226.

García, J. (2010). "Return's seasonalities in the Latibex market" *Revista de Análisis Económico*, 25, pp. 3-14.

Gibson, G. (1889). *The stock exchanges of London, Paris, and New York*. Nueva York: G.P. Putnam.

Grinblatt M. y Keloharju M. (2002). "How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades" *The Journal of Finance*, 56, pp. 1053-1073.

Grossman, S.J. and Stiglitz, J.E. (1980). "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets" *The American Economic Review*, 70, pp. 393-408.

Gultekin, M. N. y Gultekin, N. B. (1983). "Stock market seasonality: International evidence" *Journal of Financial Economics*, 12, pp. 469-481.

Gutiérrez, M. (2019). "Efecto Tamaño" en *Expansión*.  
<http://www.expansion.com/diccionario-economico> (Consulta: 17/05/2019)

Hens, T. y Meier, A. (2016). "*Finanzas conductuales: La psicología de la inversión*". Zurich: Credit Suisse AG.

Heukelom F. (2007). "Kahneman and Tversky and the origin of behavioral economics". Discussion Paper No. 07-003/1. Amsterdam: Universidad de Amsterdam.

Illiashenko, P. (2017). "BEHAVIORAL FINANCE: HISTORY AND FOUNDATIONS". Tallin: National Bank of Ukraine.

Kahneman (2003). "Experiences of collaborative research" en *American Psychologist*, 58, pp. 723-730.

Kahneman y Tversky (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk" *Econometrica*, 47, 2, pp. 263-292.

Kahneman y Tversky (1981). "The framing of decisions and the psychology of choice" *Science, New Series*, 211, pp. 453-458.

Keim, B. (1983). "Size related anomalies and stock returns seasonality" *Journal of Financial Economics*, 12, pp. 13-32.

Keim, B. y Stambaugh, R. (1984) "A further investigation of the weekend effect in stock returns" *Journal of finance*, 39, pp. 819-835.

Kent, D., Hirshleifer, D. y Subrahmanyam, A. (1998). "Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions" *Journal of Finance*, 53, pp. 1839-1885.

Keren y Wagenaar (1985). "On the Psychology of Playing Blackjack. Normative and Descriptive Considerations With Implications for Decision Theory" *Journal of Experimental Psychology*, pp. 133-158.

Kristjanpoller, W. y Arenas, T. (2015). “El efecto fin de mes en los principales mercados accionarios latinoamericanos” *Contaduría y Administración*, 60, pp. 53-86.

Langer, E. (1975). “The illusion of control” *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, pp. 311-328.

LeBoeuf, R. y Shafir, E. (2005). “The Cambridge handbook of thinking and reasoning” . New York, US: Cambridge University Press.

Lo, W. (2004). “The Adaptive Markets Hypothesis:Market Efficiency from an Evolutionary Perspective”. *The Journal of portfolio management*, 30, 15-29.

Lucia, J. (2019). *Seminario: Finanzas del comportamiento*. Castellón de la plana: Universidad Jaume I.

Mateu, J.L. (2019). “Efecto Enero” *Expansión*.  
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/efecto-enero> (Consulta: 26/4/2019)

Muñeton, G., Ruiz-Martínez, A. y Loaiza, O. (2017). “Toma de decisiones. Explicaciones desde la ciencia aplicada del comportamiento” *Revista Espacios*, 38.

Navarro, S. (2017). *Tres ensayos en finanzas del comportamiento*. Castellón de la plana: Universidad Jaume I.

Núñez, C. (2019). “Finanzas conductuales: Seminario de Desarrollo Profesional”. Valdivia: Universidad Austral de Chile.

Osborne, M. (1959). “Brownian Motion in the Stock Market” *Operations Research*, 7, pp. 145-174.

Peiró, A. (1993). “Movimiento estacionales en el mercado de acciones español” WP-EC 93-10. Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

Pompian, M. (2006). “Behavioral Finance and Wealth Management – How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases” *Wiley Finance*, 44.

Prince, P. (1982). *Day of the week effect: Hourly data, Manuscript*. Chicago: University of Chicago.

Reinganum, M. (1983). "The anomalous stock market behavior of small firm un January" *Journal of Financial Economics*, 12, pp. 89-104.

ROBERTS, H. (1967): "Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market". Documento no publicado, citado por Brealey y Myers (1993).

Ross y Lepper (1979). "Biased Assimilation and Attitude Polarization: The Effects of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence" *Journal of Personality and Social Psychology* , 37, pp. 2098-2109.

Sáez, H. (2019). "La teoría de las perspectivas y el patrón de 4" en *Medium*. <https://medium.com> (Consulta: 28/04/2019)

Samuelson, P.A. (1965). "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly" *Industrial Management Review*, 6, pp. 41-49.

Shefrin, H. M. y Statman, M. S. (1985). "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence" *The Journal of Finance*, 40, pp. 777-790.

Suárez, D (2017). "¿Son los mercados financieros eficientes? ¿maniaco/depresivos? ¿adaptativos?" *Rankia*. <https://www.rankia.com/blog/gestion-del-ciclo>. (Consulta: 2/5/019)

Thaler, R. y Sunstein, C. (2009). *Un pequeño empujón*, Madrid, Taurus.

Triglia, A. (2019). "Heurísticos: los atajos mentales del pensamiento humano" *psicologiyamente*. <https://psicologiyamente.com/inteligencia>. (Consulta: 2/5/2019)

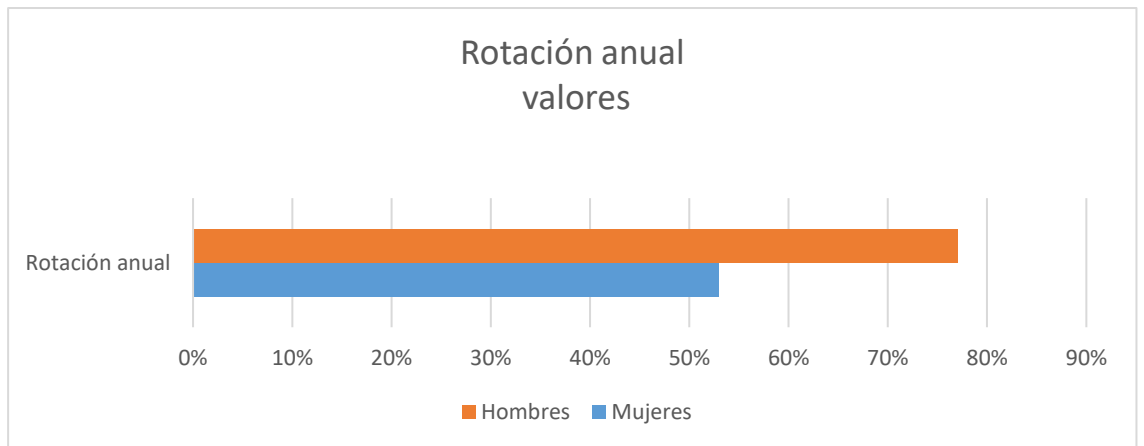
Tversky, A. y Kahneman, D. (1974). "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases" *Science, New Series*, 185, pp. 1124-1131.

Wachtel, S. B. (1942). "Certain observations on seasonal movements in stock prices" *The journal of business of the University of Chicago*, 15, pp. 184-193.

Working, H. (1934). "A Random-Difference Series for Use in the Analysis of Time Series" *Journal of the American Statistical Association*, 29, pp. 11-24.

## 7. FIGURAS Y CUADROS

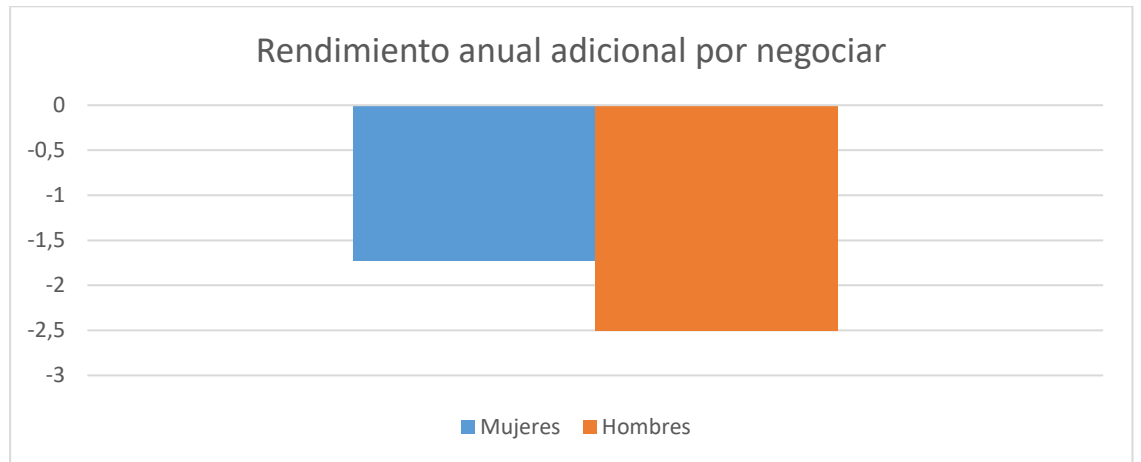
Figura 1: ROTACIÓN ANUAL DE VALORES



**Fuente:** Elaboración propia; **Datos:** Barber y Odean

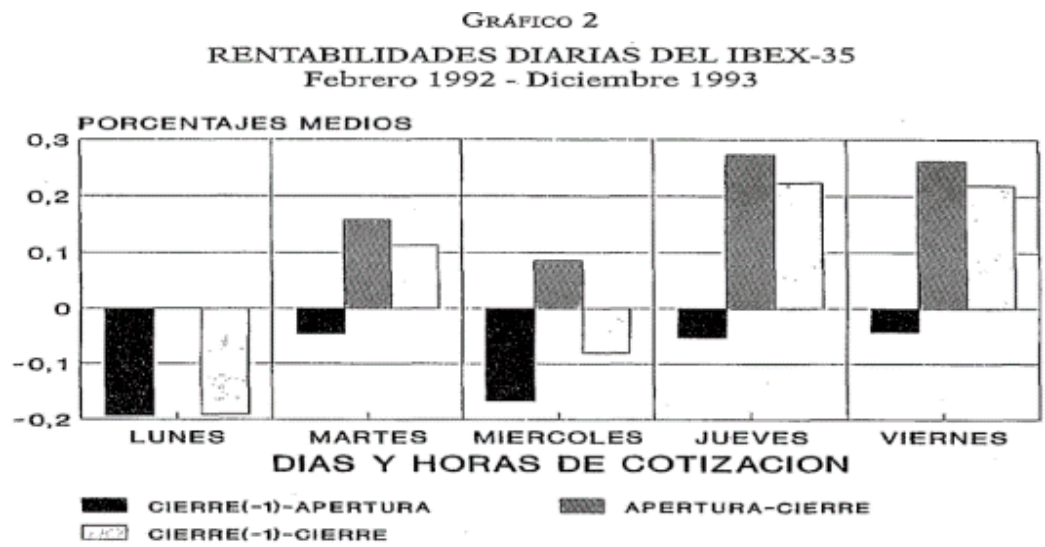
(2001)

Figura 2: RENDIMIENTO ANUAL ADICIONAL POR  
NEGOCIAR



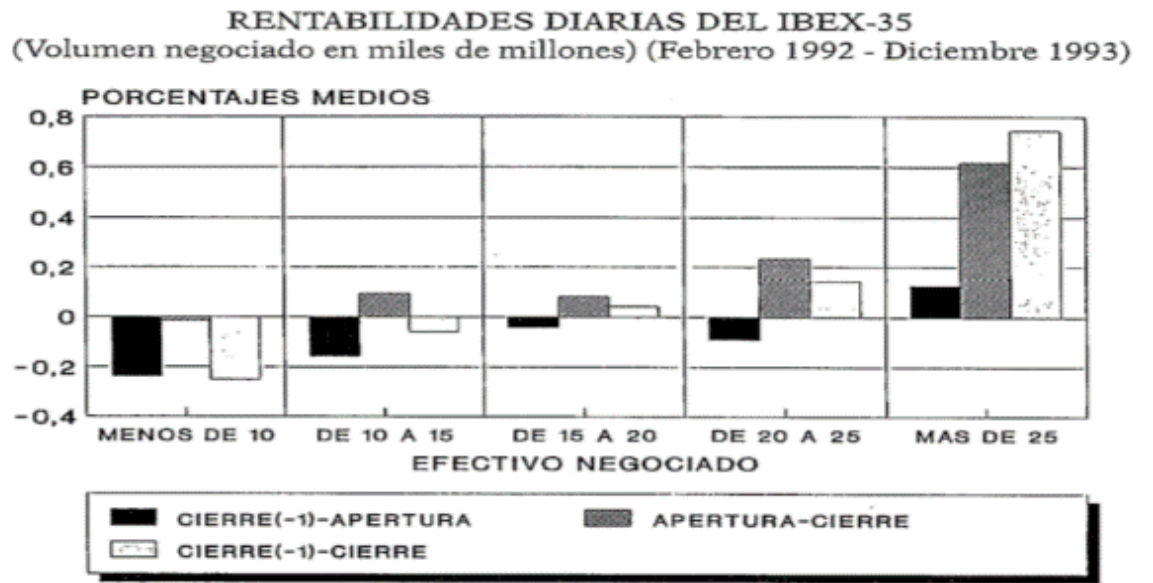
**Fuente:** Elaboración propia: **Datos:** Manual de economía del comportamiento (2017)

Figura 3: RENDIMIENTO MEDIO DIARIO IBEX 35



Fuente : Camino, D. (1997)

Figura 4: RELACIÓN ENTRE RENTABILIDAD Y NEGOCIACIÓN



Fuente : Camino D. (1997)

**Cuadro 1: SESGOS DEL COMPORTAMIENTO GENERALES**

<b>SESGO</b>	<b>DEFINICIÓN</b>	<b>AUTOR</b>	<b>MUESTRA-METODOLOGÍA</b>	<b>REDULTADO</b>
Sesgo de sexo	Distinción en el modo de actuación condicionado por el género del individuo frente a la toma de decisiones con incertidumbre	Barber y Odean (2001)	Estudio de 35.000 cuentas de hombre y mujeres para observar la rotación y el resultado de éstas	Obtención de evidencias empíricas de como los hombres realizaban una mayor rotación de su cartera para obtener un peor resultado, debido al mayor pago de comisiones
Sesgo de retrospectiva	Tendencia a suponer que se podía anticipar lo que iba a ocurrir una vez finalizada la incertidumbre	Keren y Wagenaar (1985)	Experimento en 112 jugadores de blackjack	Obtención de evidencias donde todos los jugadores creían haber podido predecir lo sucedido una vez finalizada la incertidumbre.
Sesgo de representatividad	Predisposición a realizar opiniones a partir de explicaciones previas o hechos pasados en lugar de realizarlo basándose en un análisis actual de la situación con datos objetivos en frecuencia y probabilidad	DeBondt y Thaler (1985)	Análisis de los datos de retorno mensual para acciones ordinarias de la bolsa de Nueva York entre 1926 y 1982	Evidencia empírica donde las acciones que peores resultados han obtenido en los últimos tres ejercicios tienden a comportarse mejor que las acciones que mejores resultados han obtenido en los últimos tres ejercicios

Sesgo de confirmación	Inclinación a aceptar y recordar la información que confirma la opinión propia, quitándole importancia y relevancia a la información que no lo hace	Ross y Lepper (1979)	Experimento en que trató de analizar la opinión sobre la pena de muerte entre 151 individuos mediante un juego	Los individuos que tienen opiniones firmes probablemente examinarán evidencias empíricas relevantes de manera parcial. Estarán dispuestos a aceptar evidencias de confirmación a su opinión y evaluarán críticamente la información que no apoye sus ideas
Sesgo de ilusión de control	Actitud de los individuos frente a ciertas situaciones en que creen que pueden influir o tener el control de aquellos hechos futuros que se van a dar	Langer (1975)	Conjunto de experimentos sobre una muestra de 631 individuos en juegos de azar para comprobar si los individuos creen si pueden influir en la aparición de eventos	Evidencia de que los individuos se sienten más confiados para vencer al juego de azar si ellos han tomado la decisión o es un juego conocido con anterioridad
Sesgo de disponibilidad	Los individuos tienden a sobreestimar y recordar aquello conocido, mientras que no prestan tanta atención a aquello que no conocen con anterioridad	Tversky y Kahneman (1974)	Experimento donde se analiza una misma muestra de individuos con diversas listas de caras de personas preguntando en qué listas existen más hombres y en qué lista aparecen más mujeres, cuando en ambos casos aparecen el mismo número de hombres que de mujeres	Evidencia de sesgo de disponibilidad ya que los individuos afirmaron cómo existían más hombres en la lista donde las caras de los hombres que aparecían eran famosos y más mujeres en la lista donde las caras de las mujeres que aparecían eran famosas

Sesgo de exceso de confianza	Tendencia a sobrevalorar sus habilidades y capacidades individuales por encima de las del promedio	Fernández y Valledado (2007)	Experimento sobre una muestra de 40 alumnos de la UJI de distintas titulaciones analizando diversos sesgos entre los que se encuentra el sesgo de exceso de confianza	Los individuos ponderan excesivamente la información privada frente a la pública, evaluando excesivamente sus aptitudes para la toma de decisiones en el mercado
Sesgo de atribución	Propensión a asignar de forma diferente los resultados obtenidos dependiendo si son positivos o negativos	Kent y Hirshleifer (1998)	Revisión bibliográfica de relevantes investigaciones realizadas durante los años 70 y 80 del siglo XX	Evidencia de como los inversores tienden a atribuirse el éxito y culpan a factores externos del fracaso

**Fuente:** Elaboración propia

Cuadro 2: SESGOS DEL COMPORTAMIENTO FINANCIEROS

SESGO	DEFINICIÓN	AUTOR	MUESTRA-METODOLOGÍA	RESULTADO
Efecto disposición	Tendencia de los inversores en vender en los mercados bursátiles los activos financieros ganadores demasiado temprano y mantener los activos perdedores por un tiempo excesivo	Shefrin y Statman (1985)	Análisis de datos históricos de compras y ventas de fondos mutuos sobre acciones comprendidos entre 1961 y 1981	Evidencia empírica de la disposición general de los inversores a vender las acciones ganadoras demasiado rápido y a mantener las acciones perdedoras durante un tiempo excesivo
Sesgo local	Preferencia de los inversores por invertir en aquello cercano a ellos por motivos de seguridad	French y Poterba (1991):	Análisis de datos con un modelo sobre las preferencias de inversión de los individuos y comportamiento de estos	En el periodo analizado la mayoría del capital se encuentra en posesión de inversores de ese mismo país
Sesgo de negociación excesiva	Propensión de los inversores a reformular su cartera más regularmente de lo que sería conveniente e incurrir así en un mayor pago de comisiones	Barber y Odean (2000)	Investigación sobre 66.465 inversores individuales entre 1991 y 1996 para comprobar la relación entre la rotación de la cartera de inversión y el resultado obtenido	Los inversores varían su cartera de media un 75% cada año y obtuvieron un rendimiento 1.5% menor que el que experimentó el mercado, a consecuencia del pago de comisiones

Sesgo de aversión a las pérdidas	Predisposición de los inversores por darle más importancia a una pérdida que a una ganancia del mismo volumen	Kahneman y Tversky (1981)	Conjunto de experimentos para analizar las decisiones de los individuos bajo ciertas hipótesis de pérdidas o ganancias	La función de valor es más pronunciada para las pérdidas que para las ganancias
----------------------------------	---	---------------------------	--	---

**Fuente:** Elaboración propia



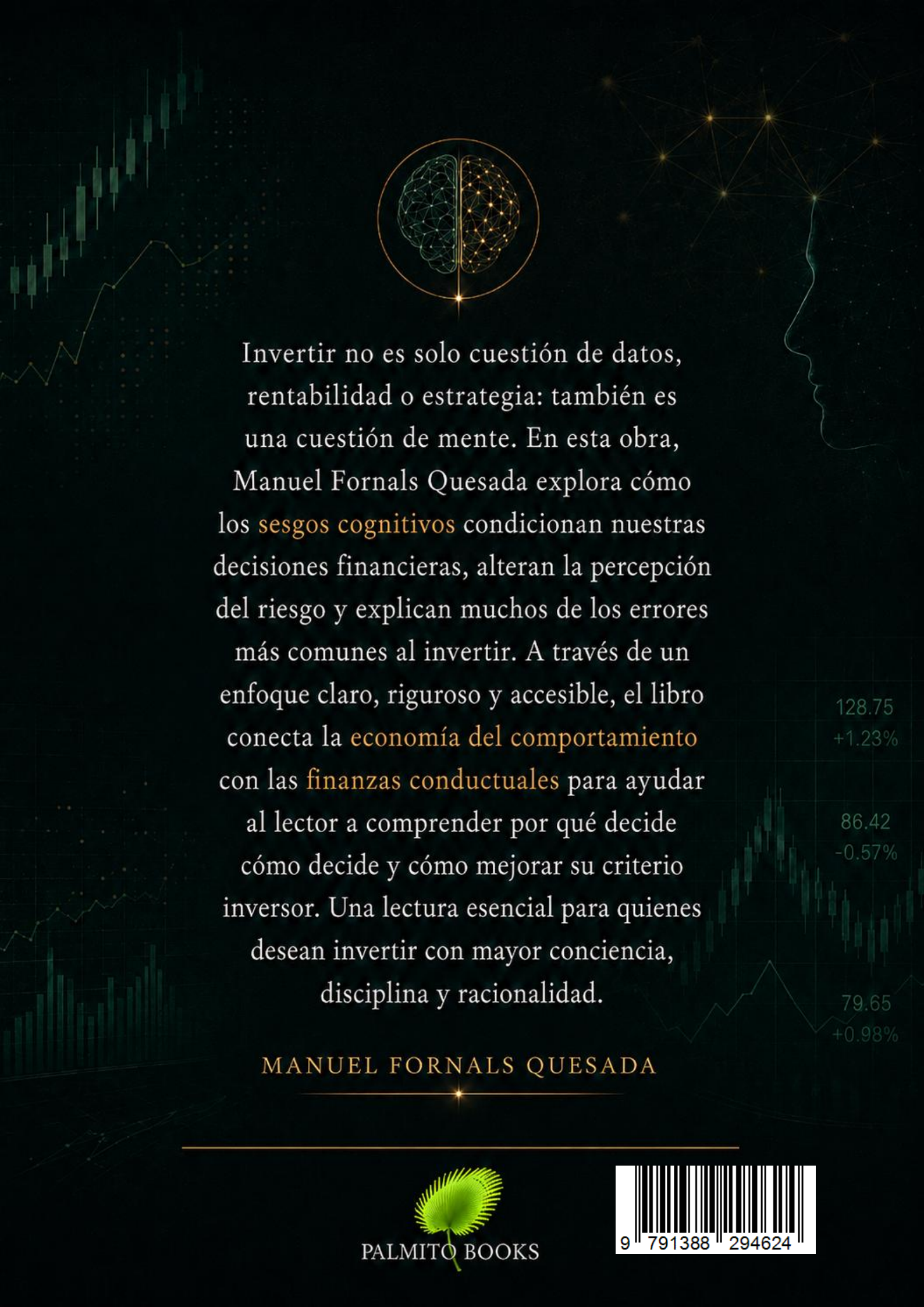


©Manuel Fornals Quesada, 2026

© Palmito Books, S.L., 2026  
Calle Pedro García Villalba, 79, 2ºC  
30150 La Alberca, Murcia  
ESPAÑA







Invertir no es solo cuestión de datos, rentabilidad o estrategia: también es una cuestión de mente. En esta obra, Manuel Fornals Quesada explora cómo los **sesgos cognitivos** condicionan nuestras decisiones financieras, alteran la percepción del riesgo y explican muchos de los errores más comunes al invertir. A través de un enfoque claro, riguroso y accesible, el libro conecta la **economía del comportamiento** con las **finanzas conductuales** para ayudar al lector a comprender por qué decide cómo decide y cómo mejorar su criterio inversor. Una lectura esencial para quienes desean invertir con mayor conciencia, disciplina y racionalidad.

MANUEL FORNALS QUESADA



PALMITO BOOKS

