

Las decisiones de los inversionistas a través del lente de la economía del comportamiento

Investor decisions through the lens of behavioral economics

David S. Murphy

Lynchburg College
Department of Accounting

Resumen

La teoría económica tradicional postula que las personas son racionales. Esto implica que las personas toman decisiones para maximizar sus funciones de utilidad, y que para hacer esto han evaluado de forma completa y correcta sus preferencias y limitaciones. La economía del comportamiento reconoce que esto no es siempre verdad; que a veces no existe suficiente información. En este artículo, examino algunos de los efectos de la economía del comportamiento (que vienen en gran parte de la psicología cognitiva) en la toma de decisiones por los inversionistas en las bolsas de valores.

Palabras clave: economía del comportamiento, finanzas, inversiones, administración de inversiones, teoría de la toma de decisiones.

Abstract

Traditional economic theory postulates that people are rational. This implies that people make decisions to maximize their utility functions and to do this, that they have fully and correctly evaluated their preferences and limitations. Behavioral economics recognizes that this is not always true, that sometimes information is incomplete. This article examines some of the effects of behavioral economics (which come largely from cognitive psychology) in decision-making by investors in the stock exchanges.

Keywords: behavioral economics, finance, investment, investment management, theory of decision making.

Introducción

La teoría económica tradicional postula que las personas son racionales en la toma de decisiones económicas. Esto implica que las personas toman decisiones para maximizar sus funciones de utilidad, y que para hacer esto han evaluado de forma completa y correcta sus preferencias (que no varían con el paso de tiempo) y limitaciones (Simon, 1959). Además, requiere que los individuos tengan información completa y la capacidad para analizar dicha información (Thaler, 1990).

Respecto a ello, Veblen escribió que el hombre racional económico es «un brillante calculador de placeres y dolores que oscila como un glóbulo homogéneo de deseo de felicidad según el impulso de los estímulos» (1898), y es probable que poco haya cambiado desde 1898.

La economía del comportamiento pone en cuestión estos supuestos y analiza la toma de decisiones en casos en los que no existe suficiente información, cuando la capacidad cognitiva está limitada y existen prejuicios. Estas condiciones dan como resultado

una incapacidad para evaluar la información de forma completa y correcta (Thaler, 1999; Tversky & Kahneman, 1974). Investigaciones han mostrado que las personas actúan con frecuencia en formas que son subóptimas (no óptimas) desde el punto de vista de las teorías tradicionales de la Economía.

Como observó Levine (2010), una gran parte de la economía del comportamiento viene de la psicología, hasta el grado de que la economía tradicional se haya interesado por las acciones de grupos de personas, en vez del individuo. Esto último podría presentar un problema para el uso de la teoría de la economía del comportamiento. Sin embargo, cuando tratamos de inversiones las acciones de inversionistas como individuos, puede ser muy interesante, pues las decisiones tomadas por individuos componen los movimientos de la bolsa de valores.

Asimismo, hay que anotar que el grado en el que las decisiones de los inversionistas en las bolsas de valores no son óptimas puede influir en la rentabilidad de sus inversiones y su bienestar económico a largo plazo. En este artículo, exploro las implicancias de los resultados de estudios empíricos para los inversionistas. Los estudios pueden ser clasificados en cuatro categorías amplias: (1) asuntos informacionales, (2) heurísticas y prejuicios, (3) el efecto de tiempo y (4) el contexto de las decisiones.

1. Los asuntos informacionales

Como fue explicado arriba, la teoría económica tradicional presume que existe información completa. Los problemas en la toma de decisiones ocurren cuando la información no está completa y cuando las personas no tienen la capacidad de evaluar la información. Frente a ello, uno de los supuestos básicos de la contabilidad es que los estados financieros son útiles para sostener una gama amplia de tipos de decisiones,

y que los usuarios de los estados financieros entienden la información presentada. En esa medida, una falta de conocimiento financiero puede resultar en malas decisiones de inversión (Olsen & Whitman, 2007).

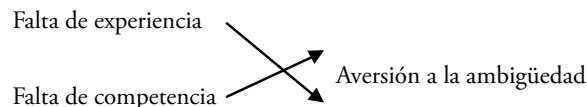
a) Aversión a la ambigüedad

Investigaciones han mostrado que las personas prefieren opciones con riesgos conocidos más que opciones en las que los riesgos son desconocidos o no han sido especificados. Este efecto es llamado *la aversión a la ambigüedad* (Camerer & Weber, 1992). Con respecto a las inversiones, las personas tendrían una tendencia de hacer inversiones en oportunidades con riesgos conocidos. Por ejemplo, habría una preferencia por invertir en bonos gubernamentales sobre acciones de corporaciones.

Heath y Tversky (1991) notaron que la aversión de la ambigüedad no siempre funciona. Ellos explicaron que, cuando uno tiene que tomar una decisión en un campo conocido (en el que la persona ha tenido experiencia) y uno desconocido, existe una inclinación por el campo conocido. A ello lo podemos llamar el *efecto de competencia*. Un efecto semejante, llamado el *efecto de la ignorancia comparativa*, fue notado por Fox y Weber (2002).

Es posible que, cuando una persona no tiene competencia técnica en un campo, se presenta un sentido de inadecuación y la aversión a la ambigüedad toma el control. Ello conduce a que la persona no tome una decisión. Se puede ver este efecto en la Figura 1, presentada a continuación.

Figura 1. Causas de aversión a la ambigüedad



Fuente: elaboración propia.

Este enlace entre experiencia, competencia y la aversión a la ambigüedad tiene implicancias importantes para los asesores de finanzas personales y para las empresas que venden productos financieros a los consumidores. Para promover decisiones adecuadas, no es suficiente proveer información a los clientes y consumidores; ellos también requieren experiencia o competencia en el campo.

Un estudio de Murphy y Umansky (2010) mostró este efecto. Mientras que el 76% de los participantes en su estudio indicaron que pensaban que la preparación de un plan personal financiero era importante y el 67% estaba interesado en la preparación de un plan, solamente el 40% reportó que tenía el tiempo para prepararlo. Sin embargo, lo más sorprendente fue que solamente el 33% pensó que tenía la experiencia y el conocimiento financiero para preparar un plan personal financiero, pese a que los participantes en el estudio eran profesionales que estaban terminando sus estudios para una Maestría en Administración de Empresas (MBA). Entre todos, ellos deberían tener el conocimiento para preparar un plan personal financiero.

b) Evidencia anecdótica

La dependencia de la evidencia anecdótica es otra manera de tratar con la falta de información. Esta refiere a información no objetiva basada en las experiencias de algunas personas, historias que parecen contradecir la información fáctica, y las recomendaciones de otros conocidos que tal vez no tienen la experiencia o el conocimiento necesario para hacer recomendaciones. Respecto a ello, Van Rooij, Lusardi y Alessie (2007) mostraron que es más probable que las personas con un nivel bajo de conocimiento o educación financiera confíen en las experiencias y sugerencias de otras personas, en lugar de regirse por datos cuando toman

decisiones financieras. La evidencia anecdótica se vuelve muy problemática, porque, cuando las personas toman decisiones que pueden afectar su bienestar, basan sus decisiones exclusivamente en la evidencia anecdótica.

Sobre este punto, Jenni y Loewenstein (1997) postulan que el poder de la evidencia anecdótica ocurre porque es más fácil identificarse con y depender de una persona real, más que en datos abstractos o en una «persona» abstracta. Además, para muchos individuos, la evidencia anecdótica es más convincente que los datos y estadísticas financieras. Ello es así cuando no se tiene la capacidad técnica para analizar los datos.

En el caso de inversiones, las personas usan la evidencia anecdótica cuando preguntan a sus conocidos en qué han invertido o cómo ellos han balanceado sus portafolios de inversiones. Cuando uno recibe evidencia anecdótica negativa, puede haber una tendencia para sobreestimar el nivel de riesgo en una inversión. Las sugerencias informales y la evidencia anecdótica pueden modelar decisiones financieras y, de este modo, los individuos terminan tomando decisiones sin usar los datos e información que predica la teoría económica tradicional.

c) Correlación ilusoria y la duración de las tendencias

Las personas, sean inversionistas o no, tienen una tendencia para encontrar una relación entre causas y efectos (correlación ilusoria) cuando no existe. Esta tendencia es tan fuerte que pueden asignar esta relación causa-efecto a eventos que son completamente independientes. Ello se puede ver en una formulación matemática:

$$Efecto = \int Causa$$

Un problema con esto es pensar que la relación va a tener una esperanza de vida normal más larga de lo normal y olvidar que siempre hay una tendencia para observar la regresión a la media. Con respecto a un inversionista, esto puede manifestarse en un problema común: comprar acciones cuando están alcanzando un pico, en vez de hacerlo cuando están tocando el fondo. Obviamente, con la mayoría de productos, los consumidores buscan precios rebajados cuando hacen sus compras. Sin embargo, con respecto a acciones, la lógica falla y los inversionistas con frecuencia hacen sus inversiones cuando los precios son altos y venden sus posiciones cuando los precios están al fondo. Esta constituye una fórmula perfecta para perder en la bolsa de valores.

2. Las heurísticas y los prejuicios

Las investigaciones sobre las heurísticas y los prejuicios, siguiendo el trabajo de Tversky y Kahneman (1974), han mostrado que las personas tienen una tendencia para distorsionar y usar información en maneras útiles y sistemáticas. El uso de heurísticas puede llevar a una decisión correcta la mayor parte del tiempo, pero su uso también resulta en errores en juicio, los cuales son predecibles y sistemáticos. Mientras que la teoría económica tradicional postula que el uso de información es correcto y completo, la teoría de la economía del comportamiento admite que el uso de información es incompleto y, a veces, incorrecto.

a) Disponibilidad de información

Una de las heurísticas más comunes es la de la disponibilidad (Tversky & Kahneman, 1973, 1974). Esta heurística usa la facilidad con la cual uno puede recordar un evento o dato como un sustituto para la probabilidad de la ocurrencia del evento. Uno de los problemas, respecto a este punto, es que la mayor

parte de las noticias en la prensa son negativas. Leemos o escuchamos noticias positivas con poca frecuencia. Entonces, parece, si usamos la heurística de disponibilidad, que hay mucho mal y mucho riesgo en el mundo. Las noticias negativas pueden influir las decisiones de inversionistas si ellos las pueden recordar fácilmente. Si la información negativa es más disponible en las memorias de inversionistas que la positiva, ellos pueden tener una tendencia a sobreestimar el riesgo.

b) Repetición y validez

La heurística de validez (Hasher, Goldstein & Toppino, 1977) no se vincula con la validez real de la información, sino con la percepción de validez. La información o datos repetidos con frecuencia llegan a tener la percepción de validez. La simple repetición del mismo mensaje puede influir la toma de decisiones financieras.

Sobre este punto, Stanovich y West (2000) señalan la presencia de dos sistemas para el procesamiento de la información. En el Sistema 1, el procesamiento de información es automático, rápido, emocional y intuitivo. En el Sistema 2, el procesamiento es más lento, controlado y requiere más esfuerzo cognitivo. Cuando una persona carece de tiempo o capacidad cognitiva, usa el Sistema 1 para tomar decisiones. Esto puede conducir a decisiones basadas en emociones y otros factores que no se relacionan con la información disponible.

c) *Statu quo* y aceptación

Un prejuicio importante en la toma de decisiones financieras es el del *statu quo*. Samuelson y Zeckhauser (1988) mostraron que, cuando una persona tiene la oportunidad de hacer algo o de no hacer nada, hay una tendencia a no hacer nada. En las finanzas, esto implica que los inversionistas comunes, si hacen su asignación inicial de activos, nunca la cambian, aunque podría ser ventajoso para ellos rebalancear

el portafolio por lo menos cada año. Este prejuicio puede presentar ventajas, también. Por ejemplo, una persona puede iniciar un programa de inversión y al empezarlo, para ella, es más fácil seguir con el programa que cambiar o terminarlo.

Otro prejuicio relacionado con el del *statu quo* es el aceptar decisiones predeterminadas, pese a tener la opción de optar por cambiar la decisión o no. Por ejemplo, Choi *et al.* (2004) descubrieron que en 3 diferentes empresa entre 65% y 87% de los empleados optaron por la tasa de contribución predeterminada de 3% para sus planes de jubilación, aunque tuvieron la opción de cambiar el porcentaje. Otra vez, es más fácil no tomar una decisión o aceptar una decisión ya tomada, que invertir el esfuerzo de analizar y tomar por sí mismo una decisión.

Es importante que los asesores, como los planificadores de finanzas personales, entiendan la toma de decisiones de sus clientes para poder ayudarlos a ver cuándo están haciendo un mal uso de heurísticas y prejuicios.

3. El efecto del tiempo

Aunque los asesores financieros pueden usar las heurísticas y los prejuicios como el *status quo* y la toma automática de decisiones para ayudar a sus clientes a planear el futuro, hay dos otros problemas relacionados con el tiempo. Estos son la falta de autocontrol y la tendencia humana a postergar la toma de decisiones.

a) Inversión de preferencias

Para muchos, es más fácil maximizar su utilidad en el presente que postergar la maximización para el futuro. Thaler y Shefrin (1981) describen una lucha interior que todos experimentamos a veces como un conflicto entre un «planificador con una visión del futuro» y un «hacedor miope» en el presente. Una razón que explica

la preferencia por ganancias en el presente en vez de ganancias mayores en el futuro puede ser el uso de un descuento hiperbólico.

La gente, con frecuencia, anuncia su intención de renunciar a las ganancias pequeñas e inmediatas por recompensas mayores en el futuro. Sin embargo, a menudo, no logran tomar la decisión óptima en el momento de la decisión (Kirby & Herrnstein, 1995). Esta inversión de las preferencias se produce, porque —en oposición al axioma económico de la estacionabilidad (Fishburn & Rubenstein, 1982)— las personas no descuentan el futuro a una tasa constante. En su lugar, las personas tienden a descontar el futuro de una manera hiperbólica, de tal manera que las preferencias relativas a una recompensa mayor a posteriori y una más pequeña e inmediata cambian con el paso del tiempo. Cuando el punto de decisión entre las dos opciones se acerca al presente, el valor de la recompensa pequeña e inmediata llega a ser más alto que el valor de la recompensa mayor en el futuro.

Kirby y Herrnstein (1995) mostraron este efecto mediante la variación de las oportunidades de los participantes para recibir pares de premios monetarios o bienes en varios momentos en el futuro. Cuando ambas opciones fueron postergadas en el futuro, los sujetos del experimento revirtieron sus preferencias anteriores y eligieron las recompensas más grandes (pese a que fueran más lejanas) sobre las más pequeñas (que eran más cercanas en el tiempo), y así ilustraron el descuento hiperbólico de tiempo.

4. El contexto de las decisiones

La forma de la presentación de una decisión particular o la forma en que las personas piensan acerca de una decisión particular, también, pueden afectar la toma de una decisión (por ejemplo, Tversky & Kahneman, 1981;

Thaler & Sunstein 2003). Un cambio en la manera en que se comunica o enmarca la información puede llevar a respuestas diferentes (Tversky & Kahneman, 1981). También, los tomadores de decisiones pueden interpretar la información de diversas maneras, y esto puede resultar en decisiones diferentes (por ejemplo, Stanovich & West, 2000). Respecto a ello, la literatura de la economía de comportamiento demuestra que el contexto puede influir significativamente las decisiones relacionados con inversiones.

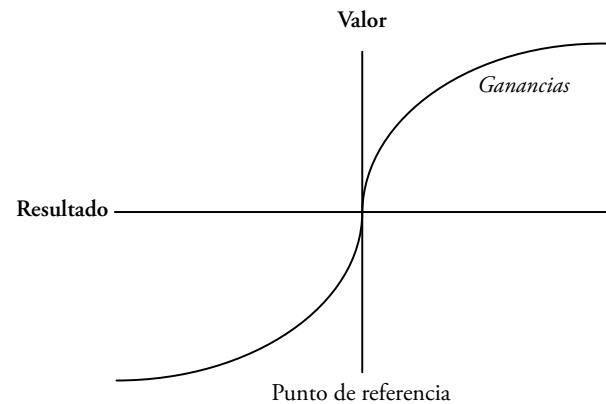
a) Aversión a las pérdidas

La evidencia empírica muestra que las personas no evalúan su estado económico en un sentido absoluto, sino más bien en referencia a su condición status quo (Kahneman & Tversky, 1979). El *statu quo* establece un *punto de referencia* desde el cual los cambios son evaluados como ganancias o pérdidas. Desde esta perspectiva, la aversión a la pérdida se refiere a la observación empírica de que las pérdidas duelen aproximadamente dos veces más que las ganancias equivalentes (Tversky & Kahneman, 1991).

Los puntos de referencia determinan si un individuo percibe un determinado resultado como una ganancia o una pérdida. Cabe anotar que la codificación de un resultado como una ganancia o una pérdida puede tener profundos efectos en el comportamiento. Asimismo, el punto de referencia influye en la percepción del riesgo, lo cual puede, a su vez, afectar el comportamiento. Ello ha sido ampliamente estudiado; dichas investigaciones, tanto en la economía tradicional como en la economía del comportamiento, han mostrado la existencia de la aversión al riesgo. Las diferencias se encuentran en las explicaciones de las dos teorías para la existencia de esta aversión. Los economistas tradicionales explican la aversión al riesgo en términos de la maximización de la utilidad esperada en términos

de una función cóncava de utilidad (Rabin & Thaler, 2001). Por su lado, los economistas del comportamiento explican la aversión al riesgo reconociendo que las personas tienen preferencias para el riesgo que son distintas con respecto a las ganancias y pérdidas. Esencialmente, el punto de referencia transforma la función de utilidad de una simple función cóncava a una función en forma de S para las ganancias y pérdidas. Esta función, conocida como la *teoría de las perspectivas* es cóncava para las ganancias y convexa para las pérdidas, tal como se ha ilustrado en la Figura 2.

Figura 2. La función de la teoría de las perspectivas



Fuente: elaboración propia.

Según la teoría de las perspectivas, las personas muestran una aversión al riesgo en la región de ganancias y una búsqueda de riesgo en la región de pérdidas. Esto resulta en un proceso de decisión de dos etapas: la edición y la evaluación. En la primera etapa, los posibles resultados son ordenados siguiendo un esquema heurístico. En consecuencia, las personas deciden qué resultados son vistos básicamente idénticos y fijan un punto de referencia, y consideran los resultados más bajos como pérdidas y los más altos como ganancias. En la segunda etapa, las personas se comportan como si pudieran valorar la utilidad, basándose en los

resultados potenciales y sus respectivas probabilidades. En ese sentido, escogen la alternativa que tenga la mayor utilidad. Kahneman & Tversky (1984) formulan la etapa de evaluación como:

$$U = \sum_i^n w(p_i)v(x_i)$$

Donde:

x_i = resultado potencial i

p_i = probabilidad de la ocurrencia de resultado potencial i

v = función que asigna un valor a resultado potencial i

w = función de ponderación

La función w es interesante, puesto que expresa que las personas tienden a reaccionar de forma exagerada a los acontecimientos con probabilidad baja, pero en un menor grado a los acontecimientos con probabilidades medias y grandes.

b) Efecto de disposición

La teoría de perspectivas resulta en un efecto llamado el efecto de disposición (Odean, 1998). Este último apunta a la tendencia de los inversionistas a vender demasiado pronto sus acciones con ganancias y mantener su posición en acciones con pérdidas por un periodo de tiempo demasiado largo. Con respecto a inversiones en la Bolsa, es razonable suponer que el punto de referencia de un inversionista es el precio de compra de sus acciones. Si el valor cae por debajo de ese punto de referencia, el inversionista percibe una pérdida. De otro modo, si las acciones suben por encima del punto de referencia (precio de compra de las acciones), el inversionista lo reconoce como una ganancia. Como tal, los inversionistas tienen una tendencia a mostrar un comportamiento de aversión al riesgo si la población tiene aumento en el valor y un comportamiento de búsqueda de riesgo si el valor se ha reducido.

c) Efectos de encuadre

El efecto de encuadre es otra área en la que las investigaciones nos hacen cuestionar la idea de que el hombre es económicamente racional. La evidencia muestra que las acciones de las personas violan el principio de la invariancia, un axioma básico de la racionalidad (Von Neumann & Morgenstern, 1944). Cabe precisar que el principio de invariancia afirma que diferentes representaciones del mismo problema deben producir los mismos resultados.

Olsen (1997) hizo una encuesta a Chartered Financial Analysts (Analistas Financieros Certificados). En el estudio, a los analistas les fue presentado un caso en el cual un cliente con una inversión de US\$ 60 000 estaba en peligro por causa de una caída en el mercado de valores. Los analistas tenían que elegir entre dos estrategias arriesgadas, en las cuales cierta cantidad de la inversión del cliente podría ser salvada (el marco de ganancia) o cierta cantidad podría ser perdida (el marco de la pérdida). Él encontró que las respuestas de los analistas dependían del encuadre del caso. Los analistas con experiencia de inversión eligieron las opciones menos riesgosas cuando las opciones fueron presentadas como una ganancia, y ellos escogieron la opción más arriesgada cuando fue presentada en un marco pérdida. A pesar de que el resultado final del cliente sería idéntico en ambos escenarios, las elecciones de los analistas fueron influenciadas por el encuadre del caso.

d) Aversión miope a las pérdidas

Aversión miope a las pérdidas se refiere a la tendencia de los inversionistas a mostrar más aversión al riesgo cuando evalúan sus portafolios de acciones con mayor frecuencia (Benartzi & Thaler, 1995). Este efecto es el resultado de la combinación desventajosa de usar el valor que viene de la última evaluación de su portafolio como su punto de referencia y la aversión a la pérdida.

A largo plazo y en general invirtiendo en la bolsa de valores, con riesgo, se generan mayores ganancias que las inversiones en obligaciones menos riesgosas, tales como la compra de bonos (Benartzi & Thaler, 1995; Mehra & Prescott, 1985).

Cuando los inversionistas evalúan sus portafolios de inversiones con demasiada frecuencia, observan las fluctuaciones a corto plazo en la bolsa de valores, que son esperadas pero que no afectan en general el retorno de la inversión a largo plazo. La investigación sugiere que los inversionistas son más sensibles a las pequeñas fluctuaciones negativas que a las positivas. Esta es una manifestación de la aversión a pérdida. Desafortunadamente, el resultado se constituye por decisiones de inversión potencialmente subóptimas (Benartzi & Thaler, 1995).

Resumen y conclusiones

En este artículo, hemos presentado un resumen de los efectos importantes que afectan a los inversionistas y que provienen de la psicología cognitiva y de la economía del comportamiento. La Tabla 1 resume estos efectos.

Tabla 1. Efectos en la toma de decisiones

-
- Asuntos informacionales
 - Aversión a la ambigüedad
 - Evidencia anecdótica
 - Correlación ilusoria y la duración de tendencias
 - Heurísticas y prejuicios
 - Disponibilidad de información
 - Repetición y validez
 - *Statu quo* y aceptación
 - El efecto de tiempo
 - Inversión de preferencias
 - El contexto de las decisiones
 - Aversión a las pérdidas
 - Efecto de disposición
 - Efecto de encuadre
 - Aversión miope a las pérdidas
-

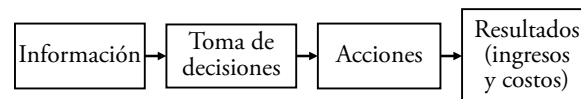
Fuente: elaboración propia

Es importante que los asesores de inversionistas entiendan cómo es que sus clientes toman decisiones y cómo estos efectos pueden llevarlos a decisiones subóptimas. Al explicar estos efectos a sus clientes los asesores pueden mejorar la toma de decisiones de los inversionistas y, al mismo tiempo, mejorar su reputación con ellos.

Murphy y Yetmar (2010) notaron la necesidad de una educación financiera, puesto que la mayoría de las personas no tiene la capacidad técnica para manejar sus finanzas personales en el mundo actual, que es tan complejo y que ofrece diferentes vehículos a partir de los cuales ellos pueden invertir. En vista de los efectos en la toma de decisiones que vemos desde el punto de vista de la economía del comportamiento, es importante que los programas de educación financiera incluyan el tema de la toma de decisiones

Aunque este artículo está enmarcado en el contexto de los inversionistas, los conceptos son importantes para todos los gerentes y administradores que toman decisiones financieras. Las consecuencias de los efectos no se restringen solamente a inversionistas, sino que se aplican a todos. Cuando los gerentes toman mejor sus decisiones, la rentabilidad de la organización también mejora. La Figura 3 muestra esta cadena de efectos.

Figura 3. Cadena de efectos en la toma de decisiones



Fuente: elaboración propia

La mayoría de las investigaciones incluidas en este artículo fueron conducidas en los Estados Unidos dentro de su contexto en la bolsa de valores. Otros estudios deben ser realizados en otros países para determinar si es posible generalizar los efectos realizados en los Estados Unidos a personas en otros países.

Por ejemplo, Hofstede (1984) identificó seis diferentes dimensiones de cultura que afectan la administración de empresas: (1) distancia al poder, (2) orientación hacia el individuo *vs.* orientación hacia el grupo, (3) propensión a evitar la incertidumbre, (4) masculinidad *vs.* feminidad, (5) orientación al tiempo (largo plazo *vs.* corto plazo), y (6) indulgencia *vs.* restricción de comportamiento hedonista. De las seis dimensiones de Hofstede, es posible que la tercera —la propensión a evitar la incertidumbre— tendrá el mayor efecto a través de las culturas en estudios sobre la toma de decisiones bajo riesgo. Respecto a ello, estudios interculturales podrían ayudarnos a entender mejor los efectos de la cultura sobre la toma de decisiones.

Mahmood *et al.* (2011) propusieron un modelo interesante en el cual identificaron algunos factores socioeconómicos, demográficos y de actitud que pueden influir la propensión para buscar o evitar el riesgo y la percepción del mismo. Estos factores, basados en publicaciones de otros investigadores, incluyeron género, estado civil, experiencias anteriores, diferencias en políticas de regulación, asimetría de información y la búsqueda de sensaciones. Desafortunadamente, ellos no probaron sus hipótesis. Esta falta de contraste presenta una oportunidad para investigaciones adicionales acerca de la relación entre las decisiones de los inversionistas y la economía del comportamiento.

Referencias bibliográficas

- Benartzi, Shlomo & Richard H. Thaler (1995). Myopic loss-aversion and the equity premium puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92.
- Camerer, Colin & Martin Weber (1992). Recent developments in modeling preferences: Uncertainty and ambiguity. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 325-370.
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian & Yew Metrick (2004). For better or worse: Default

effects and 401(k) savings behavior. En D.A. Wise (ed.), *Perspectives on the economics of aging* (pp. 81-126). Chicago: University of Chicago Press.

- Fishburn, Peter C. & Ariel Rubenstein (1982). Time preference. *International Economic Review*, 23(3), 677-694.
- Fox, Craig R. & Martin Weber (2002). Ambiguity aversion, comparative ignorance, and decision context. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 88(1), 476-498.
- Hasher, Lynn, David Goldstein & Thomas Toppino (1977). Frequency and the conference of referential validity. *Journal of Verbal Learning and Verbal Behavior*, 16(1), 107-112.
- Heath, Chip & Amos Tversky (1991). Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4(1), 5-28.
- Hofstede, Geert (1984). *Culture's consequences: international differences in work-related values* (2^a ed.). Beverly Hills, CA: SAGE Publications.
- Jenni, Karen E. & George Loewenstein (1997). Explaining the «identifiable victim effect. *Journal of Risk and Uncertainty*, 14(3), 235-257.
- Kahneman, Daniel & Amos Tversky (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 267-291.
- Kahneman, Daniel & Amos Tversky (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4), 341-350.
- Kirby, Kris N. & R. J. Herrnstein (1995). Preference reversals due to myopic discounting of delayed reward. *Psychological Science*, 6(2), 83-89.
- Levine, David K. (2010). ¿Está la economía del comportamiento condenada a desaparecer? *El Trimestre Económico*, 77(3), 509-531.
- Mahmood, Iqbal, Habib Ahmad, Abdul Zahid Khan & Mansoor Anjum (2011). Behavioral implications of investors for investments in the stock market. *European Journal of Social Science*, 20(Issue 2), 240-247.

- Mehra, Rajnish & Edward C. Prescott (1985). The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145-161.
- Murphy, David S. & Scott Yetmar (2010). Personal financial planning attitudes: A preliminary study of graduate students. *Management Research Review*, 33(8), 811-817.
- Murphy, David S. & P. Umansky (2010). Getting in the Financial Planning Game. *Disclosures*, 23(4), 8-11.
- Odean, Terrance (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- Olsen, Anya & Kevin Whitman (2007). Effective retirement savings programs: Design features and financial education. *Social Security Bulletin*, 67(3), 53-72.
- Olsen, Robert A. (1997). Prospect theory as an explanation of risky choice by professional investors: Some evidence. *Review of Financial Economics*, 6(2), 225-233.
- Rabin, Matthew & Richard H. Thaler (2001). Anomalies: Risk aversion. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(1), 219-232.
- Samuelson, William & Richard Zeckhauser (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Simon, Herbert A. (1959). Theories of decision-making in economics and behavioral science. *American Economic Review*, 49(3), 253-283.
- Stanovich, Keith E. & Richard F. West (2000). Individual differences in reasoning: Implications for the rationality debate? *Behavioral and Brain Sciences*, 23(5), 645-665.
- Thaler, Richard H. (1990). Anomalies: Saving, fungibility, and mental accounts. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1), 193-205.
- Thaler, Richard H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Thaler, Richard H. & Hershey M. Shefrin (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89(2), 392-406.
- Thaler, Richard H. & Cass R. Sunstein (2003). Libertarian paternalism. *American Economic Review*, 93(2), 173-179.
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232.
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458.
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman (1986). Rational choice and the framing of decisions. *Journal of Business*, 59, S251-S278.
- Tversky, Amos & Daniel Kahneman (1991). Loss aversion in riskless choice: A reference dependent model. *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1039-1061.
- Van Rooij, Maarten, Annamaria Lusardi & Rob Alessie (2007). Financial literacy and stock market participation. Documento de Trabajo 2007-162. Ann Arbor, MI: University of Michigan Retirement Research Center. <http://www.mrrc.isr.umich.edu/publications/papers/pdf/wp162.pdf>. Fecha de consulta: 15/04/2013.
- Veblen, Thorstein (1898). Why is economics not an evolutionary science. *Quarterly Journal of Economics*, 12(4), 373-397.
- Von Neumann, John & Oskar Morgenstern (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Fecha de recepción: 8 de marzo de 2013
Fecha de aceptación: 13 de abril de 2013
Correspondencia: murphy.d@lynchburg.edu