



# La ilusión de las anomalías: La Hipótesis de los mercados eficientes y las Finanzas conductuales

Por: Dr. Julio Cacho, PhD.



## Introducción:

Desde el influyente artículo de Fama (1970) que esboza la Hipótesis del mercado eficiente (en adelante “EMH”, por sus siglas en inglés), esta se ha convertido en una de las principales teorías al fijar los precios de los activos en la mayoría de los mercados financieros. En resumen, la EMH afirma que el precio de un valor refleja una estimación imparcial del mercado con base en toda la información disponible. Por lo tanto, la desviación esperada del precio de un activo, de su verdadero valor, debería ser, en promedio, cero. Es importante señalar que la EMH hace una declaración probabilística acerca de la distribución de las desviaciones en los precios. Esto quiere decir que pueden ocurrir excepciones o anomalías por casualidad, aún si la EMH es verdadera.

Imagina que tiras una moneda en un volado donde ganas \$1 si sale águila y pierdes \$1 si sale sol. Una suposición razonable es que no ganas ni pierdes dinero al jugar, especialmente cuando juegas varias veces. En un juego de varios intentos, digamos, tiras el volado 3 veces, podrías tener suerte y ganar algo de dinero. Sin embargo, el hecho de que lograste ganar no niega que la posibilidad de quedar en cero siempre estuvo ahí.

El resto de este artículo se apoya en esta lógica de tendencia central hacia la información correcta para proveer al lector los puntos de vista de Fama (1998) sobre behavioral finance o finanzas conductuales con un particular enfoque en aquellos hallazgos empíricos que pudiera parecer que contradicen la EMH.



## Finanzas conductuales (behavioral finance)

La literatura acerca de las finanzas conductuales (o behavioral finance) observa los sesgos en el juicio del inversionista, así como la psicología cognitiva utilizada para explicar cómo el mercado puede reaccionar de forma exagerada o insuficiente a ciertos eventos, lo que puede ocasionar anomalías en los rendimientos. Por ejemplo, una teoría popular, como sugiere Barberis et. al. (1998), argumenta que las personas le dan un mayor peso a los patrones recientes en los datos (es decir, el sesgo de actualidad), con respecto a patrones más antiguos, de modo que el momentum a corto plazo en los rendimientos de las acciones pueden conducir a la predicción de reversiones a largo plazo. Si esta teoría aparentemente razonable es cierta, sería una contradicción a la EMH, porque los inversionistas podrían invertir en acciones largas (cortas) que previamente hayan tenido un momentum negativo (positivo) y podrían generar rendimientos excedidos de manera constante.

Sin embargo, Fama halló evidencia de que las reversiones en los rendimientos a largo plazo, después de períodos de momentum de corto plazo no son la norma. De hecho, estadísticamente pueden ocurrir, tanto la continuación de los rendimientos a largo plazo, como las reversiones de rendimientos a largo plazo. Esto sugiere que la teoría de behavioral finance no contradice las implicaciones que surgen de la EMH.

Fama no se detiene aquí. También se postula a favor de crear una plataforma general para juzgar cualquier nueva teoría o modelo en el futuro, acerca de posibles anomalías en los rendimientos. Su idea es simple. Primero, sabemos que cualquier modelo de valoración de activos es solo una abreviatura de la realidad, así que no describe los rendimientos esperados en su totalidad. Por lo tanto, hay espacio para producir rendimientos anómalos al azar. Segundo, aún si existiera un modelo verdadero, podría haber patrones específicos de la muestra que no representan el panorama general. Entonces, si un cambio razonable en los modelos (por ejemplo, cambios en el periodo de muestra o en los métodos de valoración) producen resultados distintos, entonces no deberíamos confiar en las implicaciones del modelo o teoría.

Con este razonamiento en mente, tenemos ahora un método para evaluar algunos de los hallazgos empíricos de las anomalías en los rendimientos. Ocho categorías están esbozadas brevemente a continuación.





### **IPOs y SEOs**

Varios estudios sugieren que los rendimientos a cinco años de estrategias de compra y mantenimiento en ofertas públicas iniciales (IPOs, por sus siglas en inglés) u ofertas secundarias de capital (en inglés SEOs) han producido resultados deficientes. Investigaciones más a fondo revelan que estos resultados adversos son cuestionables. Por ejemplo, una canasta ponderada de valor de IPOs o SEOs no representa ningún resultado anómalo estadísticamente significativo.

### **Fusiones**

Diversos autores han obtenido evidencia empírica de rendimientos negativos, anómalos, luego de fusiones o adquisiciones, en periodos de hasta cinco años después de anunciarse públicamente. No obstante, esto solo es válido para empresas adquirentes de igual ponderación o fusiones financiadas mediante la emisión de acciones. Firmas adquirentes ponderadas por valor o fusiones financiadas sin emitir acciones no representan los rendimientos anómalos negativos. De este modo, Fama argumenta que no hay pruebas suficientes de una anomalía de fusión distinta. Cualquier posible anomalía que surja de fusiones puede ser específicamente de SEOs, lo que se discute arriba.

### **Subdivisión de acciones**

La investigación ha producido evidencia de que la subdivisión de acciones se asocian típicamente con rendimientos anómalos positivos. Algunas estimaciones son tan altas como un 7% de rendimiento excedente en un año, luego de la subdivisión. Sin

embargo, estas estimaciones son de una muestra en específico y no se generalizan a un espectro de datos más amplio. Por ejemplo, los estudios de subdivisión de acciones realizados en otros períodos de muestra no muestran evidencia de rendimientos anómalos.

### **Recompras de acciones**

Tal como la subdivisión de acciones, investigaciones han mostrado que las recompras de acciones suelen ser indicadores de mayores rendimientos a seguir. Sin embargo, la evidencia estadística (o la falta de) sugiere lo opuesto. Por ejemplo, se estima que un portafolio de acciones equivalentes tenga un rendimiento anómalo de 0.11% (-0-03). Ninguna de las dos estimaciones es estadísticamente significativa.

Esto sugiere un alto grado de sensibilidad a los cambios mínimos en el modelo.

### **Cotizaciones en bolsa**

Los valores recientemente cotizados a menudo atraen a los inversionistas. Sin embargo, Dharan e Ikenberry (1995) sugieren un rendimiento anómalo a tres años de -7.02% para las empresas que apenas comenzaron a cotizarse en bolsa, que estén por debajo de la media del NYSE. Un examen más detallado revela que el análisis parece presentar el Sesgo de compañía pequeña. Más aún, estudios subsecuentes encuentran que el rendimiento anómalo de -0.72% desaparece cuando se aplica una herramienta estadística diferente para llevar a cabo las estimaciones.





### Iniciación y omisión de dividendos

Durante 1964-1988 se llevó a cabo un estudio que reveló cómo las empresas que inician dividendos tienden a mostrar rendimientos anómalos positivos, y que empresas que omiten los dividendos tienden a obtener rendimientos anómalos negativos. Sin embargo, los rendimientos anómalos parecen concentrarse en la segunda mitad de los períodos de muestra en ambos casos. Como se discutió anteriormente, Fama ve que esta evidencia sufre del sesgo de muestra en específico.

### Spin-offs

De manera similar a las recompras de acciones, se estima que las empresas spin-off produzcan rendimientos positivos anómalos. Sin embargo, estas estimaciones no son estadísticamente significativas. En otras palabras, no podemos discernir los rendimientos positivos anómalos de cero debido a grandes incertidumbres en los datos. Además, estas estimaciones asumen que dichas empresas son independientes. Una relajación de este supuesto no produce rendimientos anómalos.

### Disputas de fusión (Proxy Contests)

Estas disputas suelen ser vistas de forma negativa por los inversionistas. Sin embargo, la evidencia empírica acumulada de análisis de disputas de fusión es débil. De nuevo, Fama sugiere que no se cuenta con estimados estadísticamente confiables para resultados anómalos posteriores a estos eventos.

## Conclusiones

Algunas conclusiones de Fama (1998) para los inversionistas cotidianos son: Primero, la EMH está fuerte y vigente. El predominio de evidencia estadística no propone la existencia de rendimientos anómalos constantes, no obstante el tipo de evento que supelementalmente los está creando. Segundo, a los inversionistas les puede ir mejor invirtiendo en índices de mercado amplios. Dado que la evidencia empírica sugiere que los rendimientos anómalos no pueden alcanzarse de manera consistente con el tiempo, la inversión de bajo costo en índices debe dominar al manejo activo de las inversiones con tarifas.

Tercero, estudios existentes de “anomalías” en sí mismos, no niegan las implicaciones de la EMH. Esto equivale a “tener suerte” en el juego de los volados. Uno podría tener suerte, pero no debería hacerse a la idea de que esa suerte durará para siempre.

### Referencias

Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, (49):307-343.  
Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49:283-306.  
Fama, E. G. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Papers and Proceedings of the Twenty Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York*, 25(2):383-417.



gbm.com

+55 5481 7888 | 800 427 6537

**GBM**