

1. INTRODUZIONE

L'alternarsi di fasi euforiche e fasi depressive, che ha caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi anni, ha attirato l'attenzione di molti Studiosi, che hanno iniziato ad occuparsi di finanza comportamentale. Si è pertanto riproposto un problema, quello del comportamento effettivamente assunto dagli investitori nell'effettuare le proprie scelte di investimento, in parte già sollevato da alcuni studiosi di psicologia intorno agli anni '70¹.

La finanza comportamentale è un approccio alternativo alla teoria finanziaria classica che, allentando alcune delle ipotesi della teoria dei mercati efficienti, sembra in grado di fornire risposte migliori al reale andamento dei mercati finanziari, rispetto a quanto non abbia potuto fare tale teoria.

La teoria dei mercati efficienti infatti parte dal presupposto che gli investitori siano razionali e valutino i titoli razionalmente, ossia prezzo uguale al valore fondamentale del titolo e che ci siano opportunità di arbitraggio perfetto che annullino tutte le eventuali oscillazioni dei prezzi provocate dalle strategie di investimento di eventuali investitori irrazionali. Ma se questo fosse vero, come si giustificerebbero queste improvvise impennate dei prezzi seguite da un repentino crollo, susseguitesì negli ultimi anni? I comportamentalisti forniscono una risposta di tipo psicologico a tale fenomeno giustificandolo sia con l'irrazionalità degli investitori, sia con la limitatezza dell'arbitraggio, a sua volta provocata sempre dall'imprevedibilità del loro comportamento.

Come evidenziato da alcuni studi presenti in letteratura², la finanza comportamentale mostra come fattori emotivi possano influenzare le scelte di investimento degli individui, che non sembrano comportarsi in modo perfettamente razionale, violando piuttosto la teoria dell'utilità attesa.

Tali Studiosi, a differenza di quanto sostenuto dalla tradizionale teoria dell'utilità attesa, secondo cui un individuo posto di fronte a due lotterie con uguale valore atteso sceglie indifferentemente l'una o l'altra, notarono un atteggiamento differente negli individui a seconda che le due opzioni con uguale valore atteso avessero ad oggetto una possibilità di guadagno o un rischio di perdita (*Prospect Theory*).

Ma quanto pesa questo differente atteggiamento se oggetto della scelta è la decisione fra conservare o vendere un titolo che ha registrato una notevole perdita?

Spesso si unisce a questa avversione alle perdite una eccessiva fiducia, da parte degli investitori, nelle proprie capacità (*overconfidence*). Questo li induce a utilizzare una stessa informazione, a disposizione di tutti, in modo differente a seconda del proprio grado di *overconfidence*, determinato dalle precedenti esperienze. Se le scelte, effettuate sulla base di tali informazioni, dovessero rivelarsi giuste (rispetto al verificarsi degli eventi), allora gli individui commetteranno un ulteriore errore, ossia quello di attribuire il piccolo successo a proprie capacità (*self attribution bias*), salvo poi a parlare di "destino" o sfortuna o casualità, in caso di insuccesso.

Queste *distorsioni cognitive* che caratterizzano gli individui hanno delle ripercussioni anche sulle scelte degli arbitraggisti che, secondo la teoria dei mercati efficienti,

¹ D. Kahnemann – A. Tversky (1979) "Prospect theory: an analysis of decision under risk" *Econometrica*

² T. Odean (1998) "Are investors reluctant to realize their losses?" *Journal of Finance*

A. Tversky – D. Kahnemann (1974) "Loss aversion in riskless choice: a reference – dependent model" *Quarterly Journal of Economics*

dovrebbero essere in grado di annullare le variazioni nei prezzi, determinate dalle strategie di investimento di investitori irrazionali. Secondo i comportamentalisti infatti, può accadere che le idee pessimistiche degli investitori irrazionali, circa il futuro andamento di una determinata azienda, continuino anche dopo che l'arbitraggista, seguendo la sua strategia, abbia proceduto all'acquisto del titolo legato a tale azienda. Se infatti ciò dovesse accadere, si determinerebbe un'ulteriore svalutazione del titolo che farebbe registrare delle notevoli perdite all'arbitraggista. Questo timore induce l'arbitraggista ad essere più cauto, mostrando pertanto, che non esistono delle opportunità di arbitraggio perfetto come sostenuto dalla tradizionale teoria finanziaria.

Il lavoro è così strutturato: la parte seconda è dedicata alla teoria dei mercati efficienti, la terza parte è dedicata ai principali aspetti della finanza comportamentale e nella parte quarta si riportano alcune osservazioni conclusive.

2. L'IPOTESI DEI MERCATI EFFICIENTI

La "Teoria dei Mercati Efficienti", è stata formulata nell'Università di Chicago intorno al 1960, ed è stata l'ipotesi centrale della finanza per circa 30 anni.

In questo paragrafo analizzeremo gli aspetti teorici e quelli empirici di tale teoria, che nel seguito denoteremo con l'acronimo EMH.

2.1. Ipotesi dei Mercati Efficienti: aspetti teorici

I fondamenti teorici dell'EMH riposano essenzialmente su tre argomenti³:

- 1) Si suppone che gli investitori siano razionali e che quindi valutino i titoli razionalmente
- 2) Ammesso che alcuni investitori siano irrazionali, i loro scambi, essendo casuali, hanno l'effetto di cancellarsi a vicenda, senza sortire effetti sui prezzi;
- 3) Tali investitori irrazionali incontrano nel mercato arbitraggisti, che eliminano la loro influenza sui prezzi.

Quando l'investitore è razionale, valuta il titolo per il suo **valore fondamentale**, cioè il valore attuale dei dividendi futuri attesi, con un tasso di sconto corretto dal rischio (Blanchard 2000)⁴.

Pertanto, dati:

P_t prezzo dell'azione al tempo t
 D_t dividendi al tempo t
 D_{t+1}^e dividendi attesi al tempo $t+1$
 D_{t+2}^e dividendi attesi al tempo $t+2$
...
...
...
 r_t tasso di interesse a un anno, al tempo t

³ Shleifer A (2000) "Inefficient Markets: an introduction to behavioral finance" Oxford University Press

⁴ Blanchard O. (2000) "Macroeconomia" Il Mulino 2000