

G. FELLNER • E. THEISSEN

**short sale constraints, divergence of opinion and asset
value: evidence from the laboratory**

CFR working paper 11-03

Die Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen auf Wertpapierpreise und auf die Qualität von Wertpapiermärkten sind ein in der akademischen Forschung seit langem diskutiertes Thema. Spätestens seit den im Zusammenhang mit der Finanzkrise verhängten Leerverkaufsbeschränkungen ist das Thema auch ins Zentrum der politischen und öffentlichen Diskussion gerückt.

Miller hat bereits 1977 die sogenannte Überbewertungshypothese formuliert. Die Grundidee ist, daß Wertpapierpreise durch die Interaktion von Marktteilnehmern mit unterschiedlichen Meinungen über den Wert eines Wertpapiers zustande kommen. Sind Leerverkäufe nicht erlaubt, können zwar alle Optimisten Wertpapiere kaufen, aber es können nicht alle Pessimisten verkaufen - nur diejenigen Pessimisten, die das betreffende Wertpapier aktuell besitzen, können verkaufen. Infolgedessen sind Optimisten überrepräsentiert, was zur Überbewertung führt. Millers Hypothese - obschon mit einem Gleichgewicht bei rationalen Erwartungen unvereinbar - ist sehr populär geworden und in einer Vielzahl empirischer Studien überprüft worden. Diese ergeben aber keine einheitlichen Resultate, was insbesondere daran liegen dürfte, daß zentrale Größen (etwa das Vorliegen einer Überbewertung oder das Ausmaß der Meinungsverschiedenheiten über den Wert eines Wertpapiers) nur schwer gemessen werden können.

In unserem Aufsatz überprüfen wir Millers Hypothese mit kontrollierten Laborexperimenten. Da hier der Wert des Wertpapiers und der Informationsstand aller Teilnehmer bekannt sind, ergeben sich die oben angesprochenen Meßprobleme nicht. Unsere Ergebnisse zeigen, daß Leerverkaufsbeschränkungen tatsächlich höhere Wertpapierpreise zur Folge haben, daß das Ausmaß der Überbewertung allerdings nicht mit dem Grad der Meinungsverschiedenheit über den Wert des Wertpapiers steigt. Außerdem zeigen wir, daß Leerverkaufsbeschränkungen ein niedrigeres Handelsvolumen und tendenziell höhere Geld-Brief-Spannen zur Folge haben.