

บทที่ 8

สรุปผลการศึกษา

8.1 พฤติกรรมราคายางในประเทศไทย

การศึกษาถึงพฤติกรรมยางพาราของประเทศไทยในตลาดกลางหาคใหญ่เพื่อหาความสัมพันธ์ราคายางในประเทศไทย โดยวิธี Johansen และ Juselius สามารถสรุปได้ว่า

ความสัมพันธ์ของราคายางพาราในประเทศไทยในดุลยภาพระยะยาว

1) พฤติกรรมราคายางแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาส่งออกยางแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ ในช่วงเวลาก่อนหน้า 1 วัน (ข้อมูลรายวัน) ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ 0.898 หมายความว่าราคายางแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่จะเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.898 ถ้าราคาส่งออก ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ ในช่วงเวลาก่อนหน้า 1 วันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 ในทิศทางเดียวกันโดยให้ราคาอื่น ๆ คงที่ และจะเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.078 ถ้าราคาส่งออก ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ ในช่วงเวลาก่อนหน้า 2 วันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 ในทิศทางเดียวกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาส่งออกยางแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ท่าเรือสงขลา ในช่วงเวลาก่อนหน้า 2 วัน (ข้อมูลรายวัน) ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ -0.327 หมายความว่าราคายางแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่จะเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.327 ถ้าราคาส่งออก ณ ท่าเรือสงขลา ในช่วงเวลาก่อนหน้า 2 วันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 ในทิศทางตรงกันข้ามกันโดยให้ราคาอื่น ๆ คงที่

2) พฤติกรรมราคายางแผ่นรมควันชั้น 3 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาส่งออกยางแผ่นรมควันชั้น 3 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ ในช่วงเวลาก่อนหน้า 1 วัน (ข้อมูลรายวัน) ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ 0.969 หมายความว่าราคายางแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่จะเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.969 ถ้าราคาส่งออก ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ ในช่วงเวลาก่อนหน้า 1 วันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 ในทิศทางเดียวกันโดยให้ราคาอื่น ๆ คงที่

พฤติกรรมราคาภายในการปรับตัวระยะสั้นของประเทศไทย

1) พฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงราคาของแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่ในระยะสั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงราคาส่งออกของแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่ ในช่วงเวลาท่อนหน้า 1 วัน (ข้อมูลรายวัน) (D(THADRSA(-1))) ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ -0.080840 หมายความว่า การเปลี่ยนแปลงราคาของแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่จะเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.080840 ถ้าการเปลี่ยนแปลงราคาส่งออกของแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่ ในช่วงเวลาท่อนหน้า 1 วันเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 1 ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกันโดยกำหนดให้ราคาอื่น ๆ คงที่ สำหรับค่า EC - term ในสมการ Cointegration equation 2 มีค่าเท่ากับ -0.021565 ประกอบกับเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าเป็นลบ แสดงให้ทราบว่ามีส่วนของดุลยภาพระยะยาวในการปรับตัวระยะสั้นของตัวแปร THADRSA ราคาของแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่

2) พฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงราคาของแผ่นรมควันชั้น 3 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่ในระยะสั้น พบว่าไม่มีตัวแปรไดอริบายสมการการปรับตัวระยะสั้นของตัวแปร THADRSC ราคาของแผ่นรมควันชั้น 3 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่ ยกเว้น Cointegrating equation 1 มีค่าสัมประสิทธิ์ EC - term เท่ากับ -0.022256 แสดงให้ทราบว่ามีส่วนของดุลยภาพระยะยาวในการปรับตัวระยะสั้นของตัวแปร THADRSC ราคาของแผ่นรมควันชั้น 3 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่

8.2 ประสิทธิภาพตลาด

การศึกษาประสิทธิภาพตลาดล่วงหน้าสินค้าเกษตรทำการทดสอบหาความสัมพันธ์ของตัวแปร ราคาในตลาดส่งมอบทันที และ ราคาในตลาดล่วงหน้าซึ่งเป็นราคาล่วงหน้า 1 เดือนของราคาของแผ่นรมควัน ชั้น 1 และ ชั้น 3 ซึ่งราคาที่ใช้เป็นราคาเฉลี่ยรายวัน บาท/ กิโลกรัม โดยใช้วิธี Cointegration และสมการ ECM สามารถสรุปได้ว่า

1) การทดสอบประสิทธิภาพตลาดทำให้ทราบว่าตลาดส่งมอบทันที มีความสัมพันธ์ดุลยภาพระยะยาวกับตลาดล่วงหน้าทุกตลาด

2) ความสัมพันธ์ระหว่างราคาของแผ่นรมควันชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาวใหญ่กับราคาของแผ่นรมควันชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้า กัวลาแลมเปอร์ ลอนดอน นิวยอร์ก ปฏิเสธสมมุติฐานการ

ประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium และ ปฏิเสธสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงโดยกำหนดให้มี Risk premium ทำให้ทราบว่าการใช้ราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้ากัวลาัมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ นิวยอร์ก มากำหนดราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดส่งมอบทันทีที่ ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ไม่มีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่เอนเอียง ยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่างราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่กับราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ ยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium ทำให้ทราบว่าตลาดมีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่ไม่เอนเอียง การใช้ราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ มากำหนดราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดส่งมอบทันทีที่ ณ ตลาดกลางหาคใหญ่มีประสิทธิภาพและไม่มีการประมาณที่เอนเอียง

3) ความสัมพันธ์ระหว่างราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ที่ทำเรือสงขลา กับราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้า กัวลาัมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ ยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium ทำให้ทราบว่าตลาดมีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่ไม่เอนเอียง สามารถใช้ราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้ากัวลาัมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ มากำหนดราคาในตลาดส่งมอบทันทีที่ทำเรือสงขลา ยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่างราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ที่ทำเรือสงขลา กับราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้า นิวยอร์ก ปฏิเสธสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium และ ปฏิเสธสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงโดยกำหนดให้มี Risk premium ทำให้ทราบว่าไม่ควรใช้ราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้านิวยอร์ก มากำหนดราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดส่งมอบทันทีที่ ณ ทำเรือส่งออกสงขลา

4) ความสัมพันธ์ระหว่าง ราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ที่ทำเรือกรุงเทพ ฯ กับราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้า กัวลาัมเปอร์ สิงคโปร์ ยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium ทำให้ทราบว่าตลาดมีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่ไม่เอนเอียงจึงสามารถใช้ราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 1 ในตลาดล่วงหน้ากัวลาัมเปอร์ สิงคโปร์ มากำหนดราคาในตลาดส่งมอบทันทีที่ทำเรือกรุงเทพ ฯ ได้แต่สำหรับราคาตลาดล่วงหน้าในตลาดอื่น ๆ นั้นพิสูจน์ได้ว่าไม่ควรนำมาใช้ในการกำหนดราคาในตลาดส่งมอบทันทีที่ทำเรือกรุงเทพ ฯ สำหรับยางแผ่นรมคว้นชั้น 1 (ในตลาดล่วงหน้า ลอนดอน นิวยอร์ก ที่ปฏิเสธสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้มี Risk premium และปฏิเสธสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium)

5) ความสัมพันธ์ระหว่าง ราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 3 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่กับราคาขายแผ่นรมคว้นชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้า ลอนดอน นิวยอร์ก โทเบ โดเกีย ตามสมการ ปฏิเสธสมมติ

ฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium และ ปฏิเสธสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงโดยกำหนดให้มี Risk premium ทำให้ทราบว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพ และมีการประมาณที่เอนเอียงการใช้ราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้ากัวลาแลมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ นิวยอร์ก โกเบ โตเกียว มากำหนดราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดส่งมอบทันทีที่ ณ ตลาดกลางหาคใหญ่ไม่มีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่เอนเอียง ยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่างราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ณ ตลาดกลางหาคใหญ่กับราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ ยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium ทำให้ทราบว่าสามารถใช้ราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ มากำหนดราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดส่งมอบทันทีที่ ณ ตลาดกลางหาคใหญ่อย่างมีประสิทธิภาพและไม่มีการประมาณที่เอนเอียง

6) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ที่ทำเรือสงขลา กับราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้า กัวลาแลมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ นิวยอร์ก นั้นยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium ทำให้ทราบว่าตลาดมีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่ไม่เอนเอียง สามารถใช้ราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้ากัวลาแลมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ นิวยอร์ก มากำหนดราคาในตลาดส่งมอบทันทีที่ทำเรือสงขลาได้ แต่ราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้า โกเบ โตเกียว ไม่สามารถนำมาใช้กำหนดราคาที่ทำเรือสงขลาได้

7) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ที่ทำเรือกรุงเทพ ฯ กับราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้า กัวลาแลมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ นิวยอร์ก นั้นยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium ทำให้ทราบว่าตลาดมีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่ไม่เอนเอียง สามารถใช้ราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้ากัวลาแลมเปอร์ ลอนดอน สิงคโปร์ นิวยอร์ก มากำหนดราคาในตลาดส่งมอบทันทีที่ทำเรือกรุงเทพ ฯ ได้ แต่ราคาขายแผ่นรมควันชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้าโกเบ โตเกียว ไม่สามารถนำมาใช้กำหนดราคาที่ทำเรือกรุงเทพ ฯ ได้

8.3 ข้อเสนอแนะทางด้านนโยบาย

ประเทศไทยเป็นประเทศที่ส่งออกยางพารามากที่สุดในโลก และรายได้จากการส่งออกยางพาราเป็นรายได้ส่วนใหญ่ของเกษตรกรภาคใต้ที่ทำการปลูกยาง แต่ปัญหาและอุปสรรคที่พบคือ

ราคายางพารามีการเคลื่อนไหว ไม่มีเสถียรภาพ ทำให้รายได้ของเกษตรกรไม่มีเสถียรภาพ รัฐบาลในหลาย ๆ สมัยได้ใช้มาตรการต่าง ๆ ทำการแก้ไขปัญหา เช่น การแทรกแซงราคา ซึ่งบางครั้งการแทรกแซงราคาทำให้ราคาสูงเกินกว่าราคาในตลาดโลกทำให้สิ้นเปลืองเงินงบประมาณจำนวนมาก และการช่วยเหลือไม่ได้แก้ไขปัญหาได้อย่างแท้จริง ดังนั้นการกำหนดนโยบาย หรือ มาตรการต่าง ๆ ในการรักษาเสถียรภาพราคาจำเป็นต้องมีแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ในการกำหนดราคา แต่เดิมการกำหนดราคายางพาราจะอิงราคาในตลาดล่วงหน้าต่างประเทศเป็นหลักในการกำหนดราคาซื้อขายยางพารา แต่ตลาดล่วงหน้ายางพาราในตลาดต่างประเทศมีอยู่หลายตลาด ดังนั้นการศึกษาในครั้งนี้ได้ให้คำตอบว่าตลาดล่วงหน้าใดเหมาะสมในการใช้ข้อมูลราคามากำหนดราคาในประเทศไทย

ผลการทดสอบได้ชี้ให้เห็นว่าราคายางพาราในตลาดกลางหาดใหญ่ ยางแผ่นรมควันชั้น 1 มีความสัมพันธ์กับราคายางพาราในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ โดยมีการประมาณการอย่างไม่เอนเอียง (ซึ่งกำหนดให้ไม่มี Risk premium ในตลาด) ซึ่งราคายางแผ่นรมควันชั้น 1 และชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ นั้นยังกำหนดราคาส่งออกที่ทำเรือกรุงเทพฯ และ ทำเรือสงขลา โดยที่ราคาตลาดล่วงหน้าดังกล่าวนำมากำหนดราคาส่งออกทั้งสองตลาดได้อย่างไม่เอนเอียงและมีประสิทธิภาพสำหรับราคายางแผ่นรมควันชั้น 1 และ ชั้น 3 ในตลาดล่วงหน้ากัวลาลัมเปอร์เหมาะสมกับการกำหนดราคาส่งออกที่ทำเรือสงขลา กับ ทำเรือกรุงเทพฯ ดังนั้นการที่รัฐบาลมีนโยบายในการรักษาเสถียรภาพราคายางพาราโดยเฉพาะยางแผ่นรมควันสามารถนำราคาในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ กัวลาลัมเปอร์ ร่วมในการวางแผนและกำหนดมาตรการต่าง ๆ โดยใช้ข้อมูลข่าวสารด้านราคาจากตลาดล่วงหน้าดังกล่าว ซึ่งจากผลการวิเคราะห์ได้ชี้ให้เห็นว่าการใช้ราคาในตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์และกัวลาลัมเปอร์มาประมาณราคาในตลาดส่งมอบทันทีนั้นมีประสิทธิภาพและมีการประมาณที่ไม่เอนเอียง ราคาในตลาดล่วงหน้าจึงเป็นตัวชี้นำที่ดีในการกำหนดราคายางในตลาดส่งมอบทันที ช่วยให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการประมาณราคายางได้อย่างถูกต้องและจะช่วยให้รัฐบาลกำหนดค่าใช้จ่ายในการใช้มาตรการต่าง ๆ ที่ต้องเกี่ยวข้องกับการรักษาเสถียรภาพอย่างคุ้มค่า ไม่มาก หรือ น้อยจนเกินไป ซึ่งจะส่งผลต่อเสถียรภาพของรัฐบาล

8.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1) จากผลการทดสอบประสิทธิภาพตลาดที่ผ่านมาพบว่าตลาดล่วงหน้า สิงคโปร์ ขอมรับสมมุติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงในตลาดกลางหาดใหญ่ สงขลา กรุงเทพฯ ของราคายาง

แผ่นรวมวันชั้น 1 และชั้น 3 แต่ผลการทดสอบมีข้อน่าสังเกตหลายประการโดยเฉพาะ ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดล่วงหน้าสิงคโปร์ และตลาดกลางหาญใหญ่ ของราคาของแผ่นรวมวันชั้น 1 และ ชั้น 3 ที่ยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงโดยใช้ Wald test แต่ ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ บางตัวในแบบจำลองโดยใช้ t-Test ให้ผลการทดสอบที่ขัดแย้งกับ ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium ซึ่งข้อขัดแย้งที่เกิดขึ้น มีความเป็นไปได้ที่เกิดจากการกำหนดวันส่งมอบในตลาดล่วงหน้า และ ตลาดส่งมอบทันที ที่ไม่สอดคล้องกัน แต่ผลการทดสอบของราคาในตลาดส่งมอบทันทีที่เป็นตลาดส่งออกเช่น ที่ท่าเรือสงขลา และที่ท่าเรือกรุงเทพ ฯ ยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียง และมีประสิทธิภาพตลาดโดยกำหนดให้ไม่มี Risk premium ในตลาด ดังนั้นการทดสอบในครั้งต่อไปจะต้องทำการศึกษาผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดกลางหาญใหญ่เช่น ผู้ประมุขฯ ว่านำข้อมูลข่าวสารด้านราคาในตลาดล่วงหน้าประเทศใดมากำหนดราคาในการประมูล และลักษณะการใช้ข้อมูลในตลาดล่วงหน้าเป็นอย่างไร

2) ผลการทดสอบในตลาดล่วงหน้าประเทศญี่ปุ่น ทั้งสอง ตลาดคือ ตลาดล่วงหน้า โทเกียว และ โตเกียว ไม่ยอมรับสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงซึ่งประเทศญี่ปุ่นนำเข้ายางพาราจากประเทศไทยในปริมาณมาก แต่ผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน ซึ่งสาเหตุในการปฏิเสธสมมติฐานมีความเป็นไปได้ที่การซื้อขายยางพาราไม่นิยมซื้อผ่านตลาดล่วงหน้า เพราะการซื้อขายโดยตรงจากบริษัทที่รับซื้อกับผู้ส่งออก และ ผู้ผลิตยางพาราสามารถกำหนดคุณภาพยางได้โดยไม่ต้องเป็นไปตามข้อกำหนดคุณภาพตามที่ตลาดล่วงหน้ากำหนดไว้ ซึ่งผู้ซื้อจะได้ตามมาตรฐานที่ตนเองต้องการมากกว่า ดังนั้นการศึกษาในครั้งต่อไปจะศึกษาถึงลักษณะ และปริมาณการซื้อขายจริงที่ผ่านตลาดล่วงหน้าประเทศญี่ปุ่น เปรียบเทียบกับ การซื้อขายยางโดยตรงจากผู้ผลิตยางพาราของไทยโดยพิจารณาว่าการซื้อขายโดยไม่ผ่านตลาดล่วงหน้า แต่เป็นการซื้อขายโดยตรงทำให้ตลาดล่วงหน้าไม่มีประสิทธิภาพ

3) เนื่องจากการทดสอบสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงพบว่าเมื่อปฏิเสธสมมติฐานที่กำหนดให้ไม่มี Risk premium จะปฏิเสธสมมติฐานที่กำหนดให้มี Risk premium ด้วย ดังนั้น Risk premium จะมีอยู่จริงในแบบจำลองเป็น Ln Form หรือไม่นั้น เป็นประเด็นที่จะต้องทำการศึกษาในครั้งต่อไป

4) การทดสอบสมมติฐานในครั้งนี้ กำหนดให้ Risk premium มีลักษณะคงที่ซึ่งอาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานในหลาย ๆ ตลาด ดังนั้นการศึกษาในครั้งต่อไปจะต้องทดสอบในสมมติฐานการประมาณที่ไม่เอนเอียงที่กำหนดให้ Risk premium มีลักษณะไม่คงที่ โดยใช้ GARCH Model ในการทดสอบ