深圳证券交易所综合研究所研究成果发表专辑第二辑

“中国证券市场前沿理论问题研究”

（之八）

确定“虚假陈述行为”的赔偿标准
—事件研究法的司法运用

陈向民、陈斌

被著名经济学家保罗·萨谬尔森誉为社会科学珠冠的金融经济学不仅深化了人们对资本市场的理性认识，而且某些成熟的方法还被广泛的实际运用于相关领域。其中，最为成功例子是学术界广泛运用的事件研究法（Event Study），被美国高等法院接受作为在内幕交易中重大性原则的专业性判断标准，并作为审理证券欺诈案件时确定受偿水平的参照方法。这一事实上的默认始于 1988 年 Basic,Incorporated 对 Levinson 一案的审理。对于适用判例法的美国司法制度，该案件的判决结果就成为类似诉讼最强有力的求偿依据。

根据最高人民法院 2001 年 1 月 15 日下发的《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，预计针对大庆联谊的诉讼审理和判决结果将会被视为中、小投资者权益是否真正得到维护的一个重要“试金石”。但是不可否认，对虚假陈述诉讼案件的审理也将面临较为复杂的技术性难关，如受损害程度的确定，责任承担者的界定，各方的举证责任等等。其中，最令人关注的问题将是受偿标准的公允确定，这是控辩双方维护自身利益的一个基础性问题。结合《通知》的精神和我国证券市场的实际情况，下面本文将以大庆联谊的虚假信息陈述行为为例，运用事件研究法对受偿标准确定的有关技术性问题进行讨论，并给出相应的计算结果以供参考。

1．上市公司虚假陈述对投资者权益的侵害

按照金融经济学的基础理论，市场价格的变化是由信息产生和供给的变化而引起的，所以潜在的逻辑线索是，如果某种行为干扰了信息的产生或供给的过程，也就干扰了市场上的价格形成。既然价格变化是信息供给量多寡和质量高低的一种反应，虚假信息的危害就在于干扰了市场对标的物的公允估价，从而诱导投资者作出不当的决策行为，由此损害了交易者的利益。

以上市公司的虚假陈述行为来看，投资者往往根据有关上市公司的信息变化来对公司进行价值评估，进而作出投资选择。虚假陈述的信息则影响了投资者作出的判断，从而

扭曲了公司的价格表现。一旦虚假陈述的行为暴露以后，股价的急剧变化就给投资者造成了事实上的损失。另一方面，按照投资学的基本理论，风险和收益应该是相匹配的，从虚假信息披露的责任承担者来看，投资者由于虚假陈述行为受到的损失，并不等同于造假行为暴露后股票价格急剧下跌而形成的全部收益落差。因为投资者一旦选择了进行证券投资的行为，也就意味着需要承担比其他投资机会较大的风险，较高的风险才会有可能获得较高的收益。由此，虚假信息给投资者造成的损害就应该为虚假信息作用区间内的收益落差与该区间内代表市场平均风险水平的收益状况之差。因此，计算程序设计的思路也就是力图找出一个基准，如果没有虚假陈述的行为，投资者购买或不购买该公司的股票会实现怎样一个收益水平。所以在此一要考虑市场整体的收益和风险水平，虚假陈述的行为让投资者承担了大于市场平均的风险水平，所以要对受到的损害进行赔偿；更进一步，还希望找到如果该公司没有进行虚假信息陈述的行为，可能会有怎样的收益和风险水平。确定了一定的基准以后，就可以讨论具体的计算程序了。

目前，公开信息中可以查到 7 种计算损失赔偿的方法（详见 2002 年 4 月 18 日《中国证券报》第 10 版），而且几乎所有虚假陈述民事赔偿案的律师为投资者起草和提出的诉状中，都采用了价差法，根据前述的分析来看，该方法存在较大的缺陷，比如对佣金和税金对直接求偿就与证券投资的风险特征相矛盾而显得理由不充分，因为投资者只要有购买股票的行为，就一定会支出以上费用，严格来讲，这些费用并不是虚假信息陈述对投资者所造成的损害，所以需要在此基础上研究更有说服力的方法。从理论上看，已总结的 7 种方法中的均价法即是以下采用事件研究法中均值调整模型的简化应用。

2. 事件研究法的计算程序

经过学者们数十年的努力，事件研究法已逐渐在学术领域成为研究股价变化与信息披露之间存在的关系的一个成熟方法，该方法的核心就在计算代表市场反应的超额收益。以下就以大庆联谊为例，来构造事件研究法所需的参数，同时也对事件研究法的计算过程进行分析说明。

2.1 确定事件发生的时点

事件研究法的一个首要步骤是确定事件和事件发生的日期，也就是虚假信息开始干扰价格形成机制的时点。对于一段时期而言，可能有多次信息虚假陈述的行为，那么就需要分别确定各次虚假信息披露时价格产生的扰动。在确定了事件发生的时间以后，计算程序还要求找到一个该虚假信息被揭露的时点，这样，事件的发生日期和被揭露的日期就构成了一个被称为“事件窗”的计算时区。在“事件窗”内，虚假信息对投资者的决策行为产生了误导，相对于内幕信息的获得者来说，其他投资者处于一个信息劣势的极端地位。而一旦该虚假行为被揭露以后，价格就会立即将这一新的信息变化反应出来，那么理论上投资者的决策行为将不会再受到虚假信息的影响。此时投资者对该公司股票买入和卖出的选择将在新的信息环境下产生，虚假信息的作用时间已经结束。对于目前的现实情况来看，《通知》中诉讼前置程序正好为事件结束日的确定提供了较为客观的标准。将证监会作出处罚的日期作为“事件窗”的右端点可能引起的争议在于，当虚假陈述的行为揭露以后，公司的股价往往产生较大的波动，由于受偿标准的确定在某种程度上受到“事件

窗”长度的影响。有可能对投资者受损害的程度有较大的估计偏差。但是在实际计算中发现，公司的虚假陈述行为往往在证监会作出处罚之前已开始被市场所察觉，在调查的过程中，该信息已几乎被市场消化殆尽，所以将证监会作出处罚的日期作为“事件窗”的结束不存在较大程度的低估投资者损失的可能。另一个选择是将上诉日作为“事件窗”的结束，但当造假行为一旦为市场所知以后，虚假信息的作用时间也就结束了，如果为了避免更大的损失（在投资者看来），此时尽可以选择全部抛出所持股票。所以说将证监会作出处罚公告的时间作为“事件窗”的结束比选择上诉日更有说服力。

根据中国证监会 2000 年 3 月 31 日公布的“关于大庆联谊石化股份有限公司违反证券法规行为的处罚决定”，该公司主要有两个违规事实，欺诈上市和对 1997 年报有关问题的虚假陈述。根据上述分析，就可以得到二个“事件窗”，分别是欺诈上市（1997／0523—2000／03／31）和虚假陈述（1998／0323—2000／03／31），“事件窗”的左端点为虚假信息向市场传递的时点。由于二个“事件窗”有重叠的部份，应以较长的（1997／0523—2000／03／31）作为最终的计算窗。由于我国证券市场的交易规则不允许“买空”操作，客观上只有实际进行了该证券的买卖活动才会产生损失，这里并不能考虑“未买”行为产生的机会成本。对于特定投资者而言，其“事件窗”的计算则为其买入和卖出的时期，但该时期必需为总“事件窗”(19970523—2000/03/31)的子集。即凡是在该时期内持有该公司股票的投资者都将根据在此期间内的买入或卖出该公司股票的行为而有不同的计算“事件窗”。

2.2 平均收益的计算

确定了总“事件窗”以后，并不意味在整个“事件窗”内由于股票价格变化给投资者造成的损失都可以向虚假信息的行为人求偿。这个总的价格变化还需要扣除由于市场平均风险而给公司股票价格带来的损失才是由于虚假陈述行为给投资者带来的损失。我们称这部份需要剔除的因素为市场平均收益。

因此，市场平均收益的计算就成为准确确定受偿水平的一个关键性因素。实际上，这也是事件研究法的一个核心的步骤。在学术领域，计算市场平均收益的方法很多，学者们对各种方法的有效性也存在着的很多分歧，幸运的是，虽然从理论很难分辨这些方法的优劣，却可以从历史数据中对各种方法进行模拟比较。较为被广泛接受的观点是，简单的模型有时并不比复杂的模型表现得差。其中，运用较广泛的有三种方法，分别是市场调整模型、均值调整模型和市场模型。而且为了排除非同步交易的干扰，在市场模型上，学者们作出了进一步的改进。为了比较几种方法的结果，以下将分别采用三种方法来计算市场平均收益。

(1)均值调整收益（Mean Adjusted Returns）

均值调整收益模型假定某种证券 i 的事前期望收益会等于一个常量K_i，该常量在各个证券之间是不同的：证券 i 在时期内的预期事后收益等于K_i。非正常收益就等于观察到的收益与预期收益之间的差额。

(2)市场调整收益（Market Adjusted Returns）

该模型假定公司间的事前预期收益是相等的，但对特定的证券则不一定是恒定的。因为风险资本的市场组合是所有证券的线性复合，该方法显然具有较强的时序性方面的特征。

(3)市场和风险调整收益（Market and Risk Adjusted Returns）

这就是人们所熟悉的市场模型。从以上三种正常收益的确定方法来看，均值调整收益对特定证券的历史信息赋予了较大的权重，在该证券的变动与市场总体的变动关联性不大的情况下，由均值调整收益模型来计算非正常收益可能比较合适。相反，如果特定证券的价格反应模式与市场组合的反应模式具有很高相关程度的情况下，市场调整收益模型可能对于事件的价格反应更为敏感。

2.3“估计窗”的确定

在市场平均收益的计算过程中，还需要确定的另一参数是计算市场平均收益所依据的期间，也称为“估计窗”的选取。一般而言，“估计窗”往往以事件自发生前的一段时期来主观确定，这同时也是学术研究中讨论较多的一个问题，由于“估计窗”的长度和选取时段都是主观确定的，对结果产生的最终影响也较难预料。这是本方法最大的一个局限性，但是在实际运用中可以通过由专业机构来提出公认的标准来解决。

然而，“估计窗”的确定原则是尽量找到能够刻画市场平均收益的最佳期间，也就是，用“估计窗”得到的参数可以“最佳”地预计，假如不存在该事件的情况下，公司的价格表现该是怎样的。具体到虚假陈述的行为表现形式看，可能存在如大庆联谊的情况，公司在上市之初就发生欺诈的行为，所以不能得到事件发生前的“估计期”。所以在此考虑选用“事件窗”之后的某一个时段来作为“估计期”。在证监会作出处罚决定以后，虚假信息的干扰作用将会逐渐降低其影响价格的能力，经过一段时间的纠正以后，可以认为公司的风险和收益又达到了一个平衡的状态，此时可以设定一个时区来作为市场平均收益的计算期间，同时用于排除虚假信息的影响。

至于“估计期”的长短则需要依靠经验来确定，一般用 100－200 个交易日的居多，太短则对参数的估计有较大影响，太长又可能发生多个事件的交叉重叠而不能得到良好的计算效果。在此，采用证监会对大庆联谊的处罚公告公布后 100 个交易日作为“估计窗”。

2.4 计算超额收益（损失）率

在确定并计算得出了以上参数以后，就可以根据（实际收益率－市场平均收益率＝超额收益率）的公式进行计算。然后根据不同投资者所涉及的“事件窗”将超额收益率进行累加，累加的结果与买入的金额相乘则可得到确定投资者受偿程度的一个参考标准。

3.关于大庆联谊的实际计算结果

3.1 赔偿金额计算的上限

根据上述程序，**表 1**为在整个“事件窗”内三种模型计算得出的超额收益（损失）率的描述统计值。**图 1**给出了用三种不同方法计算得到的算术累积超额收益（损失率），这里得到了大庆联谊从 1997 年 5 月 27 日至 2000 年 3 月 30 日共计 684 个交易日的计算结果。**图 1**中三种模型分别市场模型（marketm）、市场调整模型（marketadj）和均值调整模型(meanadj)，如**表 1**所示，按累积超额收益（损失）率来看，均值调整模型的结果不理想，对期望收益的替代也产生了较大程度的失真，在此可排除其在我国市场实践应用的可

能性。这里的结果与学术性的模拟研究所得到的结果是类似的，市场模型可以起到较好的作用。

以**表 1**中可得到投资者的累积损失率，这里根据累积的方法不同产生了两种不同的结果，如果对“事件窗”进行算术累积，其损失率分别 117%和 135%，即假定投资者在 1997 年 5 月 27 日投资 10,000 元购入大庆联谊，如果持有至 2000 年 3 月 31 日以后，虚假陈述行为给投资者造成的损失为 10,000×135%＝13,500 元。这里没有考虑对虚假陈述行为的惩罚方面的因素，如果按绝对值进行累积，就充分考虑了对虚假陈述行为的惩罚，意味着将公司股票日收益与期望收益率之间所存在的全部差异都由造假责任方来承担，则赔偿金额可计算为 10,000×11=110,000 元，这样的赔偿额度对虚假信息陈述的行为可以起到充分的威慑作用，同时也可为以和解这种方式结束司法程序提供有利的条件。另一方面，调动了律师为此类案件进行大量专业性投入的积极性。从表面上看，投资者获得的赔偿数额大于其初始投资额，是否存在夸大受偿额度的嫌疑？但是从投资者从 1997 年 5 月 27 日至 2000 年 3 月 30 日这样一个相当长的时间段内的资金占用来讲，不充分考虑投资者的机会收益是不公平的，这里也看出虚假信息陈述行为的恶劣后果。如果以美国证券市场的赔偿标准来比较，象大庆联谊这样的行为可能引发的赔偿金额将是天文数字。

针对特定投资者而言，与以上计算的平均损失率不同，可以使用每日超额收益的详细表来计算个人的损失率。使用方法是，首先确定该投资者购买大庆联谊的时间，如果在虚假信息作用的“事件窗”内，则可以进一步得到该投资者卖出的时间，那么接下来就可以累计该段时间的超额收益率以代表该投资者的损失。

表1　累积超额收益率的描述值

	累积天数	全距	最小值	最大值	累积值	均值	标准差
MKAR[b]	684	.19	-.07	.11	-1.35	-.0020	.0233
MKAJ[c]	684	.19	-.07	.11	-1.17	-.0017	.0231
MNAJ[d]	684	.20	-.10	.10	.10	.0002	.0282
AMKAR[e]	684	.11	.00	.11	11.64	.0170	.0161
AMKAJ	684	.11	.00	.11	11.51	.0168	.0160
AMNAJ	684	.10	.00	.10	14.04	.0205	.0193

a. 代表了投资者的超额收益（损失）率

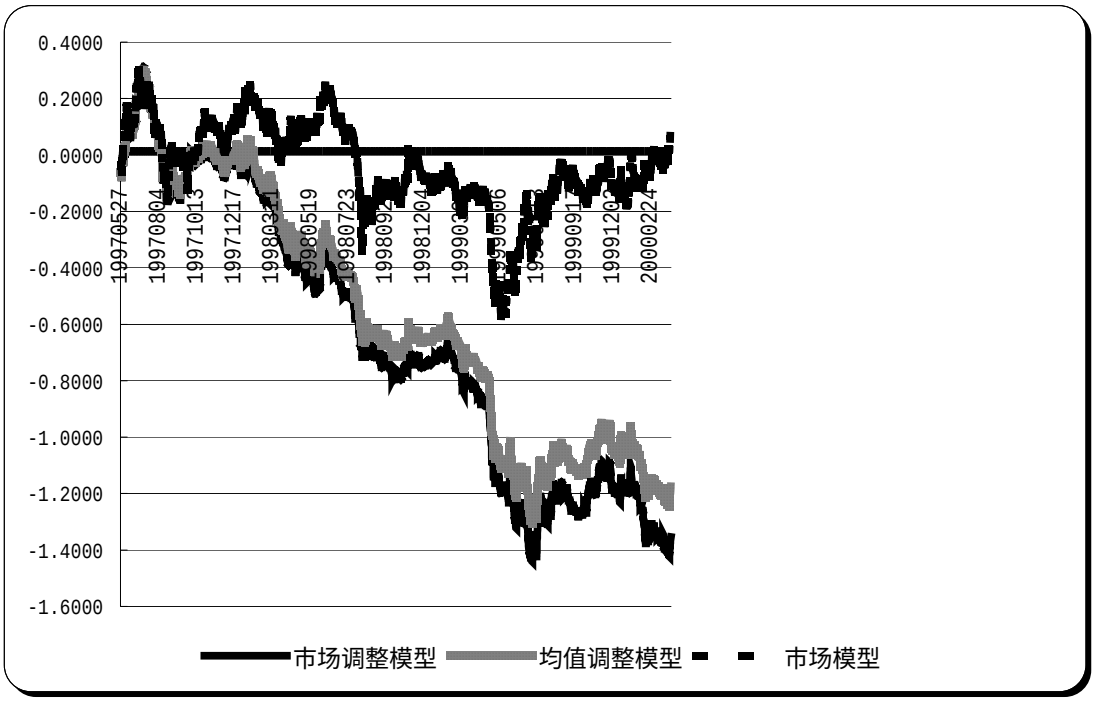
b. 市场模型

c. 市场调整模型

d. 均值调整模型

e. 变量名前加A代表三个模型的绝对值

图1　三种累计超额收益率的比较



例如，某人于 1998 年 3 月 27 日买入大庆联谊，投资额为 10000 元，于 1999 年 5 月 4 日买出。从总表中分别查出 19980327 和 19990504，按照超额收益率一栏中累加 19980327 至 19990504 中的对应数值，为-0.8280，其损失额就可计算得 10000×（-0.8280）＝8280 元。该投资者也可以选择不卖出该股票，一直持有至今，但其累计超额收益的计算区间不能超出虚假信息作用的“事件窗”的上限，即 2000 年 3 月 31 日。

3.2 投资者购买和持有的分类行为来计算求偿金额

在整个虚假信息作用的“事件窗”内，投资者对大庆联谊的实际操作可能分为以下种情况：购买并一直持有至至证监会的处罚公告日以后；购买以后在“事件窗”内有买入或卖出的操作。如果投资者在“事件窗”内有买入和卖出的操作，也可利用相同的计算表进行计算。试举例说明，有投资者在 1998 年 6 月 26 日购入大庆联谊股票 1000 股，以该股票当日的收盘价（23.02 元）计算共投入资金 23020 元，随后在 1998 年 7 月 29 日抛出 500 股，剩下的一直持有至证监会的处罚公告日以后。该投资者可要求赔偿的金额可计算为，根据投资金额确定受偿标准的原则，可以从**表 2**中累积超额收益 a 一栏中查到，在从 1998 年 6 月 26 日到 1998 年 7 月 29 日内，累积超额收益为－0.5075，这样卖出的 500 股受到虚假信息的影响从金额上就可表示为 23020÷2×（－0.5075）=6619.11 元。由于尚未卖出的 500 股此时还持续受到虚假信息的影响，一直要等到证监会处罚公告公布以后才能确定受损害程度。

那么投资者卖出股票后得到的资金是否应该在受偿金额中考虑呢？如上例所示，投资者在 1998 年 7 月 29 日卖出 500 股后，获得售出金额为 500×20.04（收盘价）=10020 元。按照超额收益确定的原则，以收益率形式计算的结果集中考虑的是虚假信息的影响，强调的是投资者受到损害的程度，所以在此并不考虑售出的金额，重点是投资者应获得

6619.11 元的赔偿。不仅考虑了股价实际下跌给投资者造成的损失，还考虑了如果没有虚假信息陈述的行为，投资者可能由于投资其他股票而获利的机会成本损失。

表2超额收益分期计算表

日期	超额收益a	超额收益b	超额收益c	累积超额收益a	累积超额收益b	累积超额收益c
19980626	-0.0141	-0.0134	-0.0078	-0.4128	-0.3396	0.1894
19980629	-0.0175	-0.0193	-0.0357	-0.4303	-0.3588	0.1537
19980630	0.0112	0.0098	-0.0037	-0.4190	-0.3490	0.1500
19980701	-0.0081	-0.0097	-0.0255	-0.4271	-0.3587	0.1245
19980702	-0.0061	-0.0047	0.0068	-0.4332	-0.3635	0.1314
19980703	-0.0016	-0.0012	0.0012	-0.4347	-0.3647	0.1326
19980706	-0.0033	-0.0051	-0.0219	-0.4380	-0.3698	0.1108
19980707	-0.0043	-0.0034	0.0046	-0.4423	-0.3731	0.1153
19980708	-0.0055	-0.0044	0.0060	-0.4478	-0.3775	0.1213
19980709	0.0017	0.0024	0.0083	-0.4461	-0.3751	0.1296
19980710	-0.0119	-0.0099	0.0078	-0.4580	-0.3850	0.1374
19980713	-0.0246	-0.0241	-0.0200	-0.4826	-0.4091	0.1174
19980714	-0.0002	-0.0019	-0.0181	-0.4828	-0.4109	0.0993
19980715	-0.0208	-0.0206	-0.0189	-0.5036	-0.4315	0.0804
19980716	0.0106	0.0102	0.0062	-0.4930	-0.4213	0.0865
19980717	-0.0053	-0.0062	-0.0148	-0.4983	-0.4275	0.0717
19980720	-0.0033	-0.0051	-0.0220	-0.5017	-0.4327	0.0497
19980721	0.0157	0.0177	0.0353	-0.4859	-0.4149	0.0850
19980722	-0.0063	-0.0072	-0.0164	-0.4922	-0.4222	0.0686
19980723	-0.0008	0.0011	0.0177	-0.4930	-0.4211	0.0864
19980724	0.0004	0.0012	0.0086	-0.4926	-0.4198	0.0950
19980727	-0.0118	-0.0118	-0.0124	-0.5044	-0.4316	0.0826
19980728	0.0038	0.0038	0.0033	-0.5006	-0.4278	0.0859
19980729	-0.0068	-0.0074	-0.0135	-0.5075	-0.4353	0.0724

3． 小结与政策建议

前面介绍的方法在很多细节方面还有待于综合考虑各方面的意见后，作出进一步的修改。从整体上看，该方法的特点是：

a） 计算程序的统一性较强，不易被有关利益各方所操纵，比如使用风险收益的概念简化了赔偿基准的设定，只需考虑投资者购买股票的金额，从而大大简化了由于不同投资者行为各异而导致的计算复杂性。这样处理的好处是便于赔偿程序的参与各方获取具有共同计算基准的预计涉案金额。证监会一旦公开处罚后，就可以了解该处罚公告可能引起多大规模的诉讼要求。投资者则可以根据“事件窗”内的操作轨迹知道自己可以要求的赔偿金额以决定是否值得提起诉讼。

表3　超额收益计算表节选

日期	超额收益a	超额收益b	超额收益c	累积超额收益a	累积超额收益b	累积超额收益c
19970606	0.0542	0.0467	-0.0215	0.1173	0.1211	0.1511
19970609	-0.0086	-0.0081	-0.0043	0.1087	0.1130	0.1468
19970610	-0.0321	-0.0353	-0.0644	0.0766	0.0778	0.0824
19970611	0.0155	0.0144	0.0037	0.0922	0.0922	0.0861
19970612	-0.0192	-0.0194	-0.0225	0.0730	0.0727	0.0636
19970613	0.0186	0.0220	0.0518	0.0916	0.0947	0.1154
19970616	-0.0239	-0.0220	-0.0045	0.0677	0.0727	0.1109
19970617	0.0139	0.0125	-0.0010	0.0815	0.0852	0.1099
19970618	0.0158	0.0147	0.0044	0.0973	0.0999	0.1143
19970619	0.0203	0.0195	0.0115	0.1176	0.1194	0.1257
19970620	0.0009	0.0065	0.0568	0.1185	0.1259	0.1825
19970623	0.0633	0.0621	0.0505	0.1818	0.1879	0.2330
19970624	-0.0077	-0.0058	0.0110	0.1741	0.1821	0.2439
19970625	0.0098	0.0096	0.0068	0.1840	0.1917	0.2507
19970626	0.0649	0.0634	0.0489	0.2489	0.2551	0.2996
19970627	-0.0100	-0.0133	-0.0434	0.2389	0.2418	0.2563
19970702	0.0501	0.0457	0.0048	0.2890	0.2876	0.2611
19970703	0.0033	-0.0011	-0.0421	0.2924	0.2865	0.2190

b) 根据虚假信息的市场影响，充分平衡了侵害方和受侵害方的利益而且主观认定的因素较少，便于控辩双方达成一致意见，同时有可能促进以和解方式来结束诉讼程序。如在虚假信息的作用期间内，并不是所有购买该股票的投资者受到了损失，甚至还有可能造假行为使得少部分投资者获得了利益，所以对于赔偿方来说，这部分影响就应该剔除。如**表 3**所示，在某些时间段内，用三种方法计算的累积超额收益还可能是正的。

c) 充分体现对投资者利益的保护和对虚假陈述行为的处罚，如在计算过程中不仅考虑了投资者由于股价产生急剧变化所遭受的损失，还考虑了由于选择了有虚假陈述行为的公司而丧失了投资有上涨倾向公司的机会成本。

d) 对《通知》中前置程序的理论支持。一般认为，最高人民法院于 2002 年 1 月 15 日分布的《通知》中有关前置程序的规定对投资者的利益保护是不利的，但是证监会对于虚假陈述行为的权威、专业性认定在计算程序中却是十分有利的，因为正是通过证监会向市场传播这一信息，才结束了虚假信息对于投资行为的误导作用，也在客观上为计算赔偿金额提供了一个公认的标准。

从总体上看，该方法是理论性和可操作性二者之间结合较好的一个方案，一旦结合法律程序形成较为固定的赔偿主张方式后，将会成为中小投资者维护自身权益的有力武器。当然，结合我国证券市场的实践而言，仅有受偿标准的确定还是远远不够的，更重要的在于赔偿金能够真正为投资者所取得，针对亿安科技一案那样法院判决罚金，却没有得到实际执行的问题应切实得到改善。

支持投资者对虚假陈述行为的法律行动将会是建立资本市场诚信体系的一个重要约束条件，虽然在法规的健全和执行方面还存在很多问题，但求偿标准的建立将会大大推进这一进程在我国证券市场上的前进步伐。对此，文中介绍的方法最终发挥作用还要依赖于：

a) 最高人民法院需要早日采取措施提出统一、透明的计算方法和程序，如果有权威部门的支持，计算方法的使用在技术上就可以起到类似英美“判例法”的作用，将会大大改善虚假陈述案件的审判效率，促进证券市场的诚信建设。

b) 进一步加强证监会和法院的合作，计算方法所使用的计算数据和资料都需要制定统一的标准和经过各方面专业机构的认定，充分吸取各方面的意见和建议。结合所采用的计算程序，证监会对虚假陈述的处罚公告可以为计算方法中的参数设定提供更严格的专业性支持。

c) 判决作出以后，一定要切实维护法院判决的严肃性，真正使受到侵害的投资者获得实际的经济补偿。

d) 值得指出的是，由于我国股权结构的特殊性，对不能流通的股份如何计算其受到损失还存在一定的局限性。

（本文纯属学术性的探索，并不代表所在单位对文章内容、观点的意见或任何形式的认定）

说明：本文收录于深圳证券交易所综合研究所发表于《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》的系列专辑“ 中国证券市场前沿理论问题研究 ”，是该专辑的第八篇。