

資本市場における中国教育企業の 株式上場に関する考察

姜 紅 祥

目 次

- | | |
|---------------------------|--------------------------|
| I. はじめに | IV. 資本市場における教育企業の株式上場の課題 |
| II. 中国教育企業の株式上場の歴史 | V. おわりに |
| III. 資本市場における教育企業の株式上場の現状 | |

I はじめに

1992年、中国政府は教育産業化政策を講じ、この政策の下で中国の教育市場が急速に拡大した。高等教育機関の学生規模も大学への進学率も急速に高まっており、規制緩和と政策支援の下で、民間企業による教育産業への参入は活発に行われ、教育市場の成長に大きな役割を果たしてきた。今の中国では、幼稚園や保育所などの乳幼児教育をはじめ、小学校から大学までの学校教育や、学校在学中と卒業後の職業教育において、民間の教育企業がすべての分野に参入している。さらに、小・中・高校生に対する放課後の補助学習分野、企業管理、会計、金融、芸術、海外留学と外国語塾などの専門的・技能的分野にも民間企業がそのほとんどを占めている。

また、情報技術の飛躍的な発展にともない、インターネットを通じて教育活動を実施する分野、つまりeラーニング(e-learning)が近年、急速に普及してきている。中国政府の教育情報化政策、特に2011年に『第12回5ヵ年計画』工作会議で取り上げられ、2012年3月13日に正式に制定された『中国教育信息化十年规划綱要2011~2020(中国教育情報化10ヵ年計画綱要)』という長期計画は、eラーニングの普及と関連企業の成長を著しく推進してきた。この教育情報化政策は、教育産業における情報インフラを推進し、各種学校の情報通信システムの構築、教育資源の共有、情報技術と教育との融合の促進を図り、社会全体の教育水準をグレードアップする、という国家戦略の方向性を示したものである。そこには、政府資金の投入と優遇政策の提供を明示された上で、国家レベルと地方レベルでの教育基地の建設、学校教員と技術者に対する教育訓練、技術と研究に関する支援、高速情報通信インフラの整備、法律と条例の整備、関連資格と評価制度の導入、国家レベルの教育情報プラットフォームの提供など、具体的措置も提示してきた¹⁾。この教育情報化政策は、各種の学校が民間企業との協力を積極的に推進したため、教育産業への投資を直接促した。

1) 「教育部發布教育信息化十年發展规划」『中国教育和科研計算機網』(<http://www.edu.cn/html/info/10plan/ghfb.shtml> 2017年12月25日アクセス)を参照されたい。

このような政策支援のほか、民間企業による積極的な教育分野参入をもたらしたのは、教育市場の成長性と将来性、低い参入障壁だと考えられる。一方で、資本市場から資金を調達することが比較的容易であったことも大きな要因であり、それを見逃してはいけない。つまり、中国の教育市場において、参入しやすい、市場成長率が高い、しかも将来性も見込まれているなど、魅力的な要素が多くみられるため、既存企業の投資拡大と異分野企業の新規参入が促進された。これらの参入の多くは資本市場を通じて行われており、教育関連企業は、新規株式上場、資本市場を通じての企業間合併・買収（M&A）、ベンチャーキャピタル（Venture Capital, VC と略称）からの融資、などの手法で資金を調達し、教育産業の繁栄をもたらした。

しかし、資本市場に上場した後、短期間で姿が消えた教育企業は少なくない。つまり中国の教育市場には繁栄の裏に多くの問題が存在すると思われる。中国の教育企業の主な融資先である資本市場にはどのような問題点があるか。教育企業の株式上場は、教育という準公共財の公益性と企業としての営利性の間の矛盾をいかに調和するか。このような問題意識を踏まえて、本稿は中国教育企業の株式上場を考察する。特に、海外株式市場と中国国内の「新三板」市場への上場を果たした企業に多くの課題が存在するため、本稿はこの2つの市場を中心に考察し、資本市場における教育企業上場の課題を明らかにする。

II 中国教育企業の株式上場の歴史

(1) A株上場²⁾

1990年11月26日、中国初の証券取引所である上海証券交易所が成立された。中央政府の國務院と中国人民銀行（中国の中央銀行）の許可を得て成立したこの証券取引所は、市場経済原理を中国に正式導入するシンボルでもある。同年12月1日、深圳証券交易所も成立された。この2大証券取引所が設立された当初、中国は改革開放の初期段階にあるため、さまざまな経済制度が整備されておらず、株式など資本市場に関する政策環境も整えていない。したがって、一部の実業に従事する国有大企業しか上場できず、教育関連企業がみられなかった。

1996年10月3日、ようやく長江伝媒³⁾（Changjiang Publishing, 長江出版伝媒股份有限公司, 銘柄コード600757.SHA）という企業は上海証券交易所で上場し、A株市場で初めて上場した教育企業である。その後、大地伝媒（Central China Land Media Co., LTD, 中原大地伝媒股份有限公司, 銘柄コード000719.SHE）、華聞伝媒（China Media Group, 華聞伝媒投資集團股份有限公司

2) 中国の上海と深圳株式市場にはA株市場とB株市場がある。基本的に、A株は中国国内投資家専用、B株は日本人を含む外国人投資家専用市場という区別がされている。A株はQFII（適格国外機関投資家制度）で認可された国外の機関投資家を除き、基本的に中国人しか取引できない人民元建ての株式である。

3) 長江伝媒は1996年10月3日に上海華源企業發展股份有限公司という企業名で上場し、2012年1月18日に現在の企業名に変更した。主な業務は国有資産の管理と運営、図書・新聞・電子出版物の発行、出版物の印刷、新媒體の開発と運営などである。

司、銘柄コード000793.SHE)、中文伝媒(Jiangxi Xinxin Industrial Co.,Ltd., 中文天地出版传媒股份有限公司、銘柄コード600373.SHA)、時代出版(Time Publishing & Media, 時代出版传媒股份有限公司、銘柄コード600551.SHA)などの教育企業が次々と2大株式取引所に上場してきた。この2大株式取引所で上場する企業の中、教育企業はまだ少数とはいえ、着実に増えている。

(2) 海外上場

一方で、中国の教育企業は海外の証券取引所にも上場し、資金調達先の多様化と企業の実力の強化を表している。2006年9月、中国最大手教育企業の新東方教育集团はニューヨーク証券取引所で上場し、中国本土以外の証券市場で初めて上場する教育企業とされている。同年10月、英語教育大手の環球天下も米国ナスダックで上場を果たした。

その後、2007年には、10月1日に教育訓練企業の双威教育が米国ナスダック、10月19日に教育設備企業の諾亜舟がニューヨーク証券取引所、11月2日にオンライン・ゲーム企業の網龍が香港証券取引所、12月11日にオンライン教育・職業訓練企業の弘成教育が米国ナスダックに上場し、2007年の海外上場企業は4社になり、海外上場ブームになった。そして、2008年には、資格試験対策教育サービス企業のATA公司(米国ナスダック、2008年1月29日上場)と、オンライン教育企業の正保遠程教育公司(ニューヨーク証券取引所、2008年7月30日上場)、オンライン教育企業の中国網絡教育集团(香港証券取引所、2008年2月上場)という3社が海外上場した。2009年には中国教育集団が米国ナスダックに上場したが、この1社しかないことで、教育企業の海外上場は一時低迷した。

ところで、2010年になると、大手企業のアメ리카上場にともなって中国教育企業の海外上場は再び繁栄期を迎えた。中国教育集団は2010年1月に米国ナスダックからニューヨーク証券取引所に上場した。ほかに、職業訓練企業の安博教育集团(2010年8月5日上場)、小・中学校教育企業の学爾思(現社名は「好未来」、2010年10月20日上場)、放課後補習分野の学大教育集团(2010年11月2日上場)という大手教育企業3社が共にニューヨーク証券取引所に上場した。

2011年6月、児童向け教育ゲーム開発企業の淘米網(上海淘米網絡科技有限公司)によるニューヨーク証券取引所上場、2014年4月、IT教育企業の達内科技(達内時代科技集团有限公司)による米国ナスダック上場がみられたが、中国教育企業の海外上場が2011年以降、低迷期を迎えた。

(3) 新三板市場

中国の新三板市場は、2001年に設立した「株式所有権譲渡システム」にさかのぼることができる。その際、上場廃止企業の受け皿とする役割が期待されたため、「旧三板」と呼ばれた。2006年、中国证券监督管理委员会と北京中関村科技園区管理委员会が共同で「中関村テクノロジー・バック非上場企業株式譲渡システム」を設立し、それが「新三板」と俗称された。しかし、この

図1 中国の資本市場の構成

メインボード 中小企業ボード	(一板) 大型国有企業、優良民営大企業 中規模の優良企業
創業ボード	(二板) 成長期の優良企業
新三板	(三板) 創業期の小型企業
財産権取引所	(四板) 国有企業の破産、不良債権処理、非上場株の譲渡など

出所：筆者作成。

時期の新三板市場は、中関村テクノロジー・パーク内の企業を対象にしたシステムで、上場できる企業自体が少なく、教育関連の企業も当然ながら少ない。2007年、オンライン試験採点企業の五岳鑫（北京五岳鑫信息技术股份有限公司）が新三板市場に上場し、この市場で初めて上場した教育企業とみられる。

2012年、中国政府は新三板上場企業の範囲を拡大するため、上場できる企業を従来の中関村テクノロジー・パーク内企業から、上海、天津、武漢といった3都市のハイテクノロジー・パークまで拡大し、それにともなって上場企業数と所在地域数が共に増えた。2013年7月、教育情報サービス企業の頌大教育（武漢頌大教育科技股份有限公司）は、この市場拡大後、最初に上場した教育企業とみられる。

2013年12月31日から新三板市場は「全国中小企業株式譲渡システム」へと名前を変え、上場できる企業を全国までに広げた。それにともなって、新三板市場の教育企業が2014年以降から急増加し、2014年には27社の教育企業が新規上場を果たし、2015年末には、上場した教育企業数は延べ100社を超えている。

ちなみに現在の中国では、メインボードと中小企業ボードが構成される「一板」市場、創業ボードが構成される「二板」市場、店頭市場である新三板が構成される「三板」市場がそれぞれ形成し、各地にある財産権取引所を「四板」市場として加える形で、多層的な資本市場（図1参照）が形成されている。

そもそも、新三板市場は、中小企業とベンチャー企業の資金調達ルートの拡大に役に立つことが期待されるため、上場の基準が低く設定されている。したがって、この市場は中小企業の資金調達先として注目されている。

同じ中小・ベンチャー企業の上場先として、新三板と創業ボードの違いが表1を見てみればわかるように、新三板では企業の販売高、キャッシュ・フロー（Cash Flow）、営利能力などの財務要件に対して上場基準が低く、CSRC（中国证券监督管理委员会）による審査制が不要である。また、通常の株式上場では、IPO（Initial Public Offering、新規公開株）準備に入ってから上場まで早くとも1年以上かかるが、新三板の場合は、スポンサー証券会社の事前審査から登録まで

表1 新三板と創業ボードの上場基準の比較

	新三板	創業ボード
対象企業	- 創業期の小型企業であること。 - 明確なビジネスモデルを有すること。	成長期にある中小企業。
発行体の資格	- 経営期間が2年以上の株式会社であること。 - 主要業務が明確になっていること。	- 経営期間が3年以上の株式会社。 - 直近2年において、主要業務、取締役、高級管理職に大きな変化および実質支配株主に変更がないこと。
発行方式	- 第三者割当増資。 - 株主数が200人以内に限定。	- 新株発行（公募増資）。 - 既存株主による売り出し。
財務要件	設定なし。	- 直近2年連続して利益を計上し、その累積額は1000万元を上回らず、かつ持続的増加していること。 - もしくは、直近1年で利益を計上し、かつ純利益が500万元を下回らず、直近1年の売上が5000万元を下回らず、直近2年の売上成長率がともに30%を下回らないこと。
審査制度	登録制（主幹事証券会社による審査のみ）。	CSRC（中国证券监督管理委员会）による審査制（承認制）。

出所：大和総研（2014）、図表2を修正、引用。

半年程度で実現できるため、登録プロセスが通常のIPOより大きく短縮できる。株主数が200人までに制限され、株式譲渡や第三者割当増資という方式をとっているため、資金調達的手段として株式上場への依存を高めざるを得ないことは、新三板上場の欠点とはいえる。しかし、一定基準を満たせば、申請せずに「一板」と「二板」への市場変更（指定替え）制度も設けられているため、小型企業に資金調達の場を提供するとともに、A株上場を目指す企業のプラットフォームにもなっている。これは、投資家だけでなく、小型企業の従業員にとってもモチベーション向上につながる。それゆえに新三板市場は、活力のある小型企業の育成に不可欠なものといえよう。

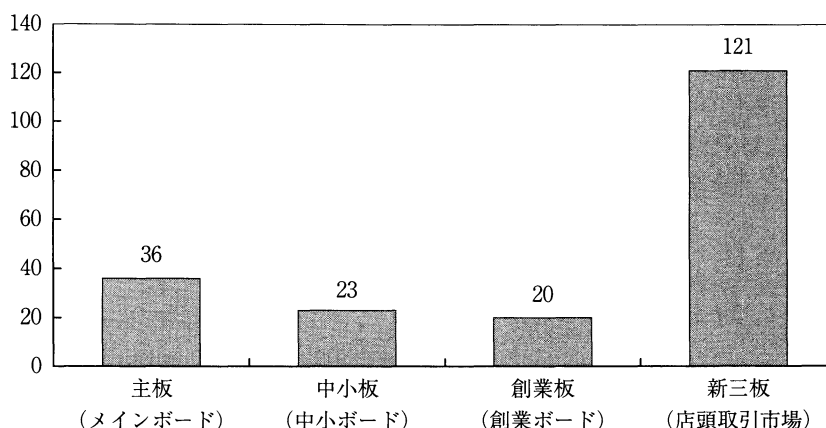
Ⅲ 資本市場における教育企業の株式上場の現状

規模拡大と繁栄がみられた中国の教育市場において、教育関連企業は中国国内と海外の資本市場を活用し資金調達を行い、さらなる企業成長の土台を構築しようとしている。以下では、資本市場における教育企業資金調達の現状を見て行こう。

(1) A株市場上場企業

図2で示したように、2015年4月15日現在、中国の株式市場で上場を果たした教育企業は、合計200社にのぼる。そのうち、A株市場には79社（メインボード36社、中小ボード23社、創業

図2 中国株式市場で上場した教育企業（2015年4月15日現在、単位：社）



出所：互聯網教育研究院（2016）『中国教育上市企業研究報告』，p. 10。

ボード20社），新三板市場には121社である。

しかし、このA株上場の教育企業は、2800社の上場企業総数と比べると、わずかな比率にとどまっている。つまり、許認可基準、企業資質、資産額と経営能力、財務状況、ガバナンスなどにおいて厳しい上場基準が設けられ、上場できる企業はおおむね大型国有企業と優良民営大企業である。大型教育企業は中国において少ない。それゆえに、A株に上場した多くの教育企業は、最初から教育事業に従事することではなく、電子、通信などの分野から教育に参入した企業であるため、教育関連企業しかいえない。

中国互聯網研究院のデータによれば、2015年、A株市場に上場した教育企業のうち、教育情報関連企業が21社、職業教育企業が16社、学校教育企業が14社あり、それぞれ上場教育企業に占める比率は26.92%、20.51%、17.95%である。また、教育コンテンツ（教育企業全体の40%）、教育テクノロジー（同36%）は主な業務とされており、教学設備（同10%）、教育訓練サービス（同14%）に従事する企業は比較的少ない。

上場企業の本社所在地を見てみると、北京の企業が圧倒的に多く、全企業の4分の1を占めており、それは他の地域と比べて高い教育水準と豊富な教育資源を有すること、首都であるために立地の利便性が他の地域より高いことに原因があると思われる。北京の次に上場企業が多い地域は、広東省、上海市、江蘇省、山東省、福建省、浙江省の6省・直轄市であり、いずれの地域も10社以上の企業が上場している⁴⁾。この6地域は歴史的に人材が輩出する地域であり、上場企業数の多さは、高い教育水準と教育重視という深い文化的蓄積と何らかの関係が示唆される。

(2) 海外株式市場上場企業

前述したように、中国の教育企業は香港とシンガポールの株式市場にも上場するが、アメリカを主な上場先とするため、ここではアメリカ上場企業の現状を見てみよう。

4) 互聯網教育研究院（2016），pp. 11 - 21。

表2 米国上場教育企業主要5社の概要（2015年末現在）

企業名	年度販売額（億元） （前年比増加率，％）	当年度純利益（億元） （前年比増加率，％）	株式時価総額 （億元）	IPO 融資額 （億ドル）
新東方	87.69 (18.8%)	21.28 (70.3%)	358.27	1.13
好未来	39.72 (41.2%)	5.22 (20.0%)	277.35	1.20
達内科技	12.23 (38.9%)	1.85 (16.3%)	36.8	1.30
正保遠程教育	7.02 (11.3%)	1.60 (5.0%)	34.35	0.61
ATA	2.21 (80.0%)	0.49 (100.5%)	7.84	0.46

出所：互聯網研究院（2015）『中国教育上市企業研究報告』，各社ホームページより作成。

2016年9月末現在，アメリカ株式取引所に上場している教育企業は7社である。すなわち，新東方，好未来（元の学爾思），達内科技，正保遠程教育，海亮教育（Hailiang Education Group Inc，浙江海亮教育集団，2015年7月米国ナスダック上場），ATA，51talk（China Online Education Group，無憂英語，2016年6月ニューヨーク証券取引所上場）である。

表2をみればわかるように，中国教育企業最大手の新東方は販売額，利潤額，時価総額などの面においてともに大きく，純利益の増加も著しい。販売額と株式時価総額から見てともに2位の好未来は，販売額が41.2%増という大きな成長を見せたが，純利益の増加率は20%で新東方に遥か及んでいない。オンライン試験とIT教育のATA社は販売額と純利益額においてともに少ないが，80%の販売額増加と100%の純利益増加という良好なパフォーマンスを提示した。一方で，海亮教育と51talkは2015年のデータが存在しないため，表2の中で示していない。では，この主な5社の状況をそれぞれ見てみよう。

① 新東方

新東方（北京新東方教育科技集团有限公司，New Oriental Education & Technology Group）は1993年11月16日に俞敏洪が設立した「北京新東方学校」から始まり，今は中国最大手の教育企業である。当初，英語教育を中心とした同社は，就学前教育，義務教育，海外留学，オンライン教育，出版という細分市場に次から次へと参入し，業界リーダーの地位を固めた。2006年9月7日，ニューヨーク証券取引所に上場し，中国の教育企業として初めての海外上場となった。IPO融資額は1.125億ドルだった。2014年5月まで，新東方は中国国内の50都市で56カ所の学校，31カ所の書店，703カ所の教育センターを設立し，延べ2000万人が新東方の講義を受講したという⁵⁾。中国経済の国際化と国民所得の増加にともなった外国語教育に対する需要の急拡大，そし

5) 「新東方」『百度百科』（<https://baike.baidu.com/item/%E6%96%B0%E4%B8%9C%E6%96%B9/566>）

で中国市場で比較的早い時期に設立した外国語教育企業から生じた先発優位（先行者利益）、長年をかけて構築したブランドは、新東方が競争力を維持してきた理由である。また、販促と宣伝などにおいて口コミ重視というマーケティング政策、学生募集と教育サービス提供において製品差別化政策なども成長維持の重要な理由という。このほか、企業規模と市場占拠率の拡大は、価格交渉力、資源投入力、成長市場への参入能力につながり、結果的に良好な業績を挙げたと考えられる。

② 好未来

2003年に創業した好未来（当時の社名は学爾思、2013年8月に現在の社名に変えた）は、元々インターネットを通じて小・中学生に数学を教えることからスタートした企業である。創立者の張邦鑫は北京大学大学院在学中に、家庭教師の経験を生かして数学教室を開いた。その後、中国の大学の学生募集規模の拡大にともなって、国際数学オリンピック（International Mathematical Olympiad, IMO）の成績が各大学の入学試験に重要視され、特に、中国の重点大学は全国規模の国際数学オリンピック試合で高い成績を獲得した受験生に対して優先入学と入学試験免除という制度を設けた。この数学成績重視は次第に高校、中学校まで及んでいた。大学の受験競争を勝ち抜くため、数学教室が中国の隅々まで現れ、この数学教育の需要拡大が同社の飛躍的な企業成長をもたらした。また、同社が創立してから、ちょうど現役の公立学校教師による放課後補習塾経営の禁止、重点中学校の優先選抜という中学校入学試験制度の改革などの政策が実施され、それに加えて国民所得が急速に増加するため、小・中学生の課外補習需要が高まり、同社はこの市場の変化に乗り、短期間で業界の大手企業になってきた。

数学教育から始まった好未来は、企業成長につれて英語などの言語教育、幼児教育などに参入し、各種の課外補習学校と学習センターの設立などの手法で、中国最大の K12 教育企業に成長してきた。2012年、中国政府は、数学塾の乱立、学生負担の軽減、学校入学試験の公平性を配慮するため、国際数学オリンピックの成績と中学校入学試験の離脱という政策を講じて、違反された場合に厳しく処罰する措置を取りはじめた。その政策を受けて新東方と好未来などの各教育企業が一時的に業績低迷を見せた。それをきっかけに好未来は社名を「学爾思」から「好未来」に変更し、教育プラットフォームの「多貝網」、大学院入試試験対策の「考研網」、幼児向け教育の「宝宝樹」、英語教育の「TLG」、職業教育の「奇跡特曼」、インターネット・コミュニティ・サイトの「果殼網」などのオンライン教育企業を買収した。それに加えて幼児英語教育の「励歩英語」と幼児向け知育教育企業の「鯊魚公園」などの教育企業も買収した。この一連の企業買収によって、従来の業務にインターネットを活用するオンライン教育を加え、オンラインと対面教育の融合において、好未来はかなり成功したと言えよう。

2017年7月、各上場企業の2017年第1四半期決算報告が発表された。好未来は、この会計年度

\\055?fromtitle=%E6%96%B0%E4%B8%9C%E6%96%B9%E6%95%99%E8%82%B2%E7%A7%91%E6%8A%80%E9%9B%86%E5%9B%A2&fromid=6378607 2017年12月23日アクセス)。

の株式時価総額がはじめて新東方（126.15億ドル）を超え、127.43億ドルに達した⁶⁾。そのため、同社は業界最大手の新東方との企業規模格差が縮小され、いつか新東方を追い越して中国最大の教育企業に成長するかが議論されている。

③ 達内科技

達内科技（達内時代科技集团有限公司）は2014年4月3日にアメリカ・ナスダックで上場した企業であり、初めてアメリカに上場した中国の職業教育訓練企業でもある。アメリカ・ナスダック上場で IPO 融資額は1.3億ドルに達したという。

この会社は元々カナダのトロントに留学する中国人留学生により2001年8月に創立した企業であり、2002年に北京中関村のハイテク・パークに移転した。同年に北京大学のソフトウェア学院と共同でソフトウェア・エンジニアを育成する企業になり、中関村ハイテク・パークの中に最初の IT 教育訓練企業となる。その後、数回にわたってベンチャーキャピタルの投資を受け、企業規模の拡大を遂げてきた。2014年末現在、同社は北京、上海、深圳、大連、南京など60の大都市に200カ所の教育センターをもち、約1万人の従業員を有する IT 大手企業に成長してきた。主な業務は、IT 職業訓練、人材コンサルティング、オンライン IT 教育、ソフトウェア開発、子ども向け IT 教室という5分野に及んでいる⁷⁾。

達内科技の主なターゲットは、大学の本科（学部）と専科（短期大学）の在校生、大学を卒業して就職していない既卒者である。中国では現在、毎年700万人以上の新卒者が大学から社会に出ており、卒業されても職に就かない大学生（就職浪人）も年間200万人いるといわれる。厳しい就職事情にさらされる大学生は IT の教育訓練を受ければ、就職の道を広げることができるため、その莫大な需要が達内科技のような IT 教育訓練企業の成長を支えている。

今の就職事情を見てみれば、IT 教育訓練への需要が衰えておらず、地方都市の市場を開拓する余地が大きいため、達内科技の成長はしばらくの間に維持できると思われる。また、情報化社会の進化やソーシャル・メディア（Social Media）の普及、電子商取引（Electronic Commerce）の勃興などの下では、IT 教育の細分市場においても開拓の可能性が高く、同社は IT で蓄積したノウハウを生かして IT 以外の教育市場に参入する可能性もある。

④ 正保遠程教育

正保遠程教育集团（China Distance Education Holdings Ltd., CDEL と略称することが多い）は朱正東が2000年に創立した、国家資格を含む各種の資格試験対策教育企業である。2000年に設立した当時、「北京東大正保科技有限公司」の社名でオンラインサイトの「中華会計網学校」から

6) 好未来の2016会計年度は2016年3月1日から2017年2月29日、新東方の当該会計年度は2016年6月1日から2017年5月31日までである。また、同会計年度において、新東方は17.995億ドルの販売額と2.74億ドルの純利益、好未来は10.431億ドルの販売額と1.148億ドルの純利潤をあげた。詳しくは (<https://36kr.com/p/5085829.html> 2017年12月28日アクセス) を参照されたい。

7) 達内科技ホームページによる (<http://www.tedu.cn/about/59.html> 2017年12月5日アクセス)。

始まり、会計資格の試験対策を主な業務とした企業である。

2000年代初めから、マクロ経済の成長、大学募集規模の拡大により新卒大学生の増加とそれともなった就職難問題の顕在化、企業経営の正規化により専門資格を持つ人材への採用拡大など総合的要因で、公務員試験を含む各種の国家資格試験が重視され、その試験対策教育市場が急拡大した。正保遠程教育はこの波に乗って、会計資格試験対策から、法律、建築工程、医薬・衛生などの国家資格試験対策、独学試験（「自学考試」という中国の独学高等教育制度）、成人高等教育入学試験、大学院進学試験などの試験対策、外国語訓練、IT 職業訓練などの分野に次々に参入し、高度な企業成長を遂げた。特に会計資格試験対策と職業訓練分野においては、最も知名度が高い企業である。また、同社は主にインターネットを通じてオンライン教育を行う方法を採用しており、インターネット環境さえあれば、どこでもいつでも教育訓練を受けることができ、地理的制限を克服することができるため、受講者から人気を集めた。

2008年7月30日、正保遠程教育はニューヨーク証券取引所で上場し、IPO で6125万ドルを融資した。2017会計年度の最新財務情報を見てみれば、同社は、年間受講者数340万人（前年比8.5%減）、年間売上高1.31億ドル（前年比11.4%増）、年間売上総利益7360万ドル（前年比6.3%増）、年間売上総利益率56.2%をあげている。また、傘下企業の正保育才（北京正保育才教育科技有限公司）は2016年6月1日、中国の新三板市場に上場し、創業に関する一連の教育訓練を主な業務とする企業である⁸⁾。

中国経済が産業構造の高度化が進む中で、職訓練の需要がさらに拡大する見込みがある。そのため、正保遠程教育は職業教育という細分化された市場で競争力を維持することができると思われる。

⑤ ATA 公司

ATA 公司（ATA, Inc. 以下は、ATA 社と略す）は1999年に設立した各種の試験サービスと測定サービスを提供する企業である。当初、インターネットを通じて IT 能力検定試験の実施を主な業務としたが、その後、政府部門の試験、教育機関のオンライン試験、民間企業の各種の能力測定試験までに業務内容を広げた。中国の教育分野のデジタル化にともない、小・中学校の情報科目のカリキュラム編成と試験の実施、職業技術学院と大学本科のIT 専攻学生に対する教学コンテンツと試験の提供を始め、マイクロソフトなどの会社に対するソフトウェア編成テストと教育訓練も提供するため、ATA 社は次第に各種の試験サービスに特化した教育関連企業から教育に参加する企業に変身している。2008年1月29日、同社は米国ナスダックに上場し、IPO で4600万ドルを融資した。また、2015年12月21日、100%子会社の「全美在線（北京）教育科技有限公司」が新三板市場に上場し、この子会社はデジタル試験と関連サービスに特化する企業となっている。

8) 正保遠程教育集団のホームページによる（<http://www.cdeledu.com/news/dongtai/sul711295895.shtml> 2017年12月23日アクセス）。

表2で示したように、アメリカ上場において、同社の融資額と株式時価総額はほかの中国教育企業よりはるかに少ない。しかしながら、年度販売額と年度純利益の増加率をみると、それぞれが80%と100%に達し、ほかの上場企業よりかなり高水準にある。その背後には、そもそも株価が低く評価されたこともあり、オンライン試験技術が再認識され、中国とアメリカのオンライン試験市場に対して今後高成長の見通しが認められた。つまり、オンライン試験について従来ではあまり理解していない投資家は、この試験制度を導入する企業の増加と制度の普及にともなって当該市場の将来性が再認識されており、ATA社という当該分野の大手企業も高成長の軌道に乗り始めたのである。

(3) 新三板上場企業

2012年、新三板店頭取引市場が正式に成立された。それ以降、中小企業の新たな融資先とすることが期待され、教育企業も当然、この市場を見逃していない。新三板は、特に中小の教育ベンチャー企業にとって、熾烈な市場競争に体力を付けるために重要な資金調達のルートだといっても過言ではない。また、中小企業だけではなく、大企業もこの資本市場に注目し、A株市場上場のかけ橋として活用すること、あるいは一部の業務を切り分けて新三板市場の上場によって分社化して細分領域での企業成長を試みることがみられる。

前述したように、2013年、教育情報サービス企業の領大教育は新三板に上場した最初の実業企業とされている。その後、この資本市場の実業企業が増加し、2015年に上場ブームを迎えた。2014年末、実業企業全体が40社程度であったが、2015年末、それが100社を超えた。そして、その勢いが衰えておらず、2017年3月末時点で、232社の教育関連企業がこの資本市場に上場し、15社の実業企業が上場の許可を待つという⁹⁾。

新三板で上場した実業企業について、互聯網教育研究院は『中国教育上市企業研究報告（2015年版）』を公布し、2014年の新三板上場実業企業の概況を紹介した。データ収集ができる実業企業89社の年間販売額を見れば、2014年末時点で1億元以上の企業は20社であり、残りの69社は1億元未満であった¹⁰⁾。つまり、一部の企業は新三板上場によって一定規模に達したが、かなりの割合（17社、19.1%を占める）の企業は年間販売額が1000万元以下にとどまり、上場を果たしても地道な努力が必要である。また、市場集中度が低い細分化市場では、一部の企業が淘汰されると予測できる。

また、同報告では、上場企業の主要業務を教育訓練、教育技術、教育コンテンツ、教育装備と4つに分類した。上場企業の32%は教育訓練を主要業務とし、華図教育、愛楽祺、行動教育、佳

9) 「232家教育類企業掛牌新三板，6家公司進入上市輔導」『中国網』2017年4月6日記事 (<http://finance.china.com.cn/stock/xsb/yw/20170406/4163662.shtml> 2017年12月26日アクセス)。ちなみに、2016年末の新三板上場企業数全体が1000社に達したため、教育関連企業の割合がほかの資本市場より高いことが、このデータから読み取れる。

10) この報告によれば、年間販売額で0～1000万元の企業は17社、1000万～5000万元は39社、5000万～1億元は13社、1億～20億元は10社、2億元以上は10社である。

一教育、英谷教育がこの分野の代表的な企業である。教育技術を提供する企業は企業全体の35%を占め、金山頂尖、中教股份、景格科技、華博教育などの企業がこの分野の主要企業である。教育コンテンツを主な業務とした企業は全体の18%を占め、億童文教、聖才教育、佳友科技などが主要企業である。教育装備を提供する企業は全体の15%を占め、藍貝股份、三木科技、科明数碼、万里智能などが主要企業である。

文末にある付表1は2016年6月末時点で新三板に上場した主要教育企業45社の情報である。教育関連企業の全てではないが、新三板教育企業の概要を把握することができる。この表を見てみればわかるように、2013年に上場した教育企業は幼児教育製品の製作と販売に従事する億童文教だけであった。2014年には、公的機関職員採用試験の対策教育を中心とする華図教育、ほかに幼児教育の嘉達早教、9年間の義務教育段階における教育評価サービス企業の由必学、教師に対する教育訓練の東聯教育という4社であった。2015年には、幼児教育と職業訓練などの企業17社が新三板に上場し、2016年の前半には23社の教育企業が上場し、上場ブームを迎えた。また、就学前教育、学校教育に対する補助教育、教材・ソフトウェア開発・出版などの教育関連サービスのほかに、蔚藍航空（2015年11月上場）のような個人や商用航空機運転免許に関する教育訓練企業、一乗股份（2015年11月上場）のような自動車学校運営企業、森霖木（2016年2月上場）のような地域住民に対する防災・安全教育企業、西蔓色彩（2016年4月上場）のような美術教育企業も上場され、教育企業の多様性を示している。

また、教育企業に対する投資基金（ファンド）も教育産業の成長にともなって増加している（表3参照）。将来性を持つ教育企業を選定し、投資しながら事業をうまく遂行するように業務指導と経営参加を行うファンドもあれば、自社の教育事業を拡大するために設立して M&A（Mergers and Acquisitions、企業の合併・買収）を行う専門的なファンドもある。いずれも成長市場で資本の投入により、確かな高収益を狙う投資である。このような教育事業を中心にする投資ファンドのほかに、広範囲で投資先を選別して投資するプライベート・エクイティ・ファンド（Private Equity Fund、PE ファンド）、ベンチャーキャピタル（Venture Capital）も金融・資本市場を通じて投資を行い、中国の教育市場に新たな活力を注いでいる。PE ファンドは、複数の機関投資家や個人投資家から集めた資金を事業会社未公開株の取得に使い、同時にその企業の経営に深く関与して「企業価値を高めた後に売却」することで高いIRR（内部収益率）の獲得を目的とした投資ファンドであり、中国語では「私募股権基金」と表現することが一般的である。ベンチャーキャピタルは、主に高い成長率を有する未上場企業に対して投資し、資金を投下すると同時に経営コンサルティングを行い、投資先企業の価値向上をはかる。そして、投資企業の上場にもともなって所有株を高値で売却することで収益をあげることが多い。前述したように中国の教育市場が高い成長性を有するため、教育市場への投資によってハイリターンを狙う投資ファンドは当然、将来性のある中小教育企業に投資し、それを上場企業に育てから投資を回収する。したがって、新三板市場は重要なターゲットである。

表3 2014年以降に設立された教育産業の新興投資ファンド（設立時期順）

設立時期	ファンド名	資金規模 (億元)	出資企業	投資分野	その他
2014.7	全通盛世景教育産業並購基金	10	全通教育, 北京盛世景投資管理有限公司	教育産業, 将来性を有する他産業	教育企業と投資企業が共同で設立した M&A ファンド。投資期間を5年以内に限定。
2014.3	上海交大賽領創業教育股權投資基金	10	新南洋, 上海交通大学産業集團, 東方創業, 上海賽領	義務教育, 国際教育, 職業教育, eラーニング	教育企業, 国際貿易企業, 投資企業が共同で設立し, 教育産業全般に投資。
2016.6	長方易徳教育産業投資並購基金	20	長方集團, 前海易徳資本投資管理有限公司	子ども教育, 国際教育	製造業企業と投資企業が共同で設立した M&A ファンド。
2016.6	新陽光教育産業投資基金	30	陽光城集團, 新奥基金	子ども教育	不動産開発企業と投資企業が共同で設立したファンド。
2016.7	佳創梧桐基金	10	海梧桐並購投資基金管理有限公司, 佳創視訊技術股份有限公司	eラーニング	デジタルテレビ放送関連企業と投資企業が共同で設立したファンド。
2016.8	君重威創投資管理有限公司	50	威学教育, 君重資産	子ども教育	教育企業と投資企業が共同で設立したファンド。子ども教育全般に対する投資。
2016.9	賽伯樂世紀鼎利国際産業並購基金	10	賽伯樂投資集團, 珠海世紀鼎利股份有限公司	中国国内と海外の教育産業全般	投資企業と移動通信サービス企業が共同で設立した M&A ファンド。
2016.11	拓維教育産業投資基金	20	拓維信息, 農銀国際投資管理有限公司	子ども教育, 義務教育	教育企業と投資企業が共同で設立したファンド。
2016.12	珠海首控教育産業投資基金	20	首控基金	教育産業全般	自動車部品企業が自社の教育分野の業務を拡大するために設立したファンド。
2017.2	和君和睿教育産業基金	20	和君資本, 和睿商学	職業教育, 高等教育, eラーニング	教育企業と投資企業が共同で設立したファンド。主に商学教育, 職業教育, 教育コンテンツに対する投資。
2017.2	立思辰金古国際教育産業投資基金	12	北京立思辰科技股份有限公司, 北京金古投資管理有限公司, 新航道管理諮詢有限公司	子ども教育, 学校教育 (高校と大学), 職業教育と訓練	教育企業と投資企業が共同で設立したファンド。主に私立高校, 私立大学, 国際教育機関に対する投資。
2017.3	広州明師創贏教育産業並購基金	10	広州明師教育服務股份有限公司, 深圳前海盈方創贏資本管理有限公司	教育産業全般	教育企業と投資企業が共同で設立した M&A ファンド。
2017.4	两江新区教育産業基金	200	重慶新鴻鵬集團, 中国工商银行	中国国内と海外の教育産業全般	教育企業と国有商業銀行が共同で設立した M&A ファンド。

注：本表は資金規模が10億人民元以上（10億人民元含む）のファンドを取り上げ、それ以下を省略している。また、2017年4月末現在の状況を表している。

出所：乾立基金（2017）より修正、作成。

Ⅳ 資本市場における教育企業の株式上場の課題

中国の教育企業は資本市場に上場し、資金を調達して持続的成長を図っていることが上記の内容を通じてある程度把握することができる。株式上場は単に融資ルートを開拓することではなく、企業のブランド構築とマネジメント水準の向上にもつながる。しかし、教育企業の株式上場には明らかに多くの問題点が存在することを見逃してはいけない。それを大きく分けると、資本市場自身の問題と企業自身の問題があるといえよう。

資本市場の問題点は、市場における規制問題に集中する。つまり、教育産業の特性に基づいて、教育企業の株式上場は公益性と営利性の間に矛盾があるため、一定の規制が行わなければならない。しかし、どこまでに規制すればいいのか、誰が所管するかなどは、問題である。教育企業自身にも、利益追求という基本的な企業活動に加えて、公益性を意識しながら一定の教育水準を保たなければならない。コンプライアンス（法令遵守）、社会的規範や企業論理、CSR（Corporate Social Responsibility、企業の社会的責任履行）、コーポレートガバナンス（企業統治）などにおいて、一般企業よりも重視する必要もある。しかしながら、上場した教育企業には不祥事が多発し、多くの課題が浮かび上がってきている。

それぞれの資本市場をみると、A株市場には厳しい上場規制が存在する。そのため、この資本市場に上場する教育企業が数少なく、上場難という問題が存在する。上場難の理由を具体的にみれば、第一に、『民弁教育事業促進法』では、「あらゆる組織と個人が営利の目的で学校とその他の教育機構を設立することができない」と規定しており、それが民間企業の営利性を排除し、上場企業の利益追求と矛盾する。第二に、外国資本による教育企業への参入を政策的に禁止するため、外資系の教育企業は存在しない。第三に、教育企業に対する所管機関の不明はA株市場上場に障害をきたす。つまり、教育企業は一般企業と異なり、単に証券監督管理委員会の管理下に置かれるのではなく、教育という属性に基づいて教育部、工商管理局なども管理機関になり、複雑な所管関係が存在する。結果的に、教育関連企業は一般企業以上に煩雑な許認可審査にさらされ、許可されないリスクも生じる上、それに伴う上場コストも高まる。

A株市場の上場難に対して、アメリカなどの海外上場は比較的容易である。国内上場と比べて海外の政策規制が少なく、しかも成熟した証券市場でもあるため、中国教育企業はアメリカ証券市場での上場が国内のA株市場上場よりも熱心である。しかし、上場後の情報公開、訴訟、賠償請求など、想定外のコストが発生する可能性があり、監査などにもコストがかかる。しかも、中国の教育事情を理解していない海外の投資家が少なからず、株価や時価総額が過小に評価されることが多く、資金調達の面で当初の目的が実現されないことがある。

A株市場上場と海外上場には上記のような問題点があることに対して、新三板市場は、審査基準が低く設定され、上場しやすい特性がある。そのため、教育企業にとって理想的な資金調達先になってきた。2016年末時点で1万社を超える新三板上場企業のうち、教育企業の数も急増した

ことをすでに述べた。上場してから間もないうちに破産した企業もあれば、上場しても企業株の取引が滞っている企業もある。つまり、新三板市場は、中小企業の資金調達先として機能されたかが問われる。

以下では、特に問題点が多い海外上場と新三板市場を見てみよう。

(1) 海外上場

前述したように、中国の教育企業は2006年9月の新東方によるニューヨーク証券取引所上場以降、アメリカを中心に海外上場を始めた。しかし、2011年以降、上場廃止の企業が続出し、中国教育企業の海外上場に影を落としている。上場廃止の理由は、企業買収されたことで上場廃止、粉飾決算などの不正行為で上場廃止という2つの理由がみられている。

企業買収という理由で上場廃止した企業は、環球天下と諾亜舟の2社がみられる。2011年11月、環球天下はイギリス教育グループのピアソン集団（Pearson Group）の傘下に入ったため、アメリカのナスダック市場の上場廃止を決めた。諾亜舟は2014年7月、ニューヨーク証券取引所から撤退した。背後には、同年4月、天虹教育公司に買収されたことがある。

どころが、各種の不祥事による強制的上場廃止が企業買収という正当な上場廃止より多くみられており、それが大きな問題点だといえよう。

2011年12月21日、中国教育集団が強制的上場廃止を受けた。公表された理由は、30日間にわたって時価総額が1500万ドルに達しておらず、ニューヨーク証券取引所の上場を維持する最低ラインを下回ったところにある。しかし、アメリカ証券取引委員会に虚偽の財務データを申告したことで株価の低迷をもたらしたことも報告され、上場廃止の背後には企業経営の問題が大きい。

中国教育集団が上場廃止してから半年後の2012年6月25日、双威教育も強制的に上場停止された。前年度の財務申告には虚偽のデータが発見され、粉飾決算という理由で上場停止の処分を受けた。しかし、粉飾決算だけではなく、取締役会内部の騒動、企業資金の紛失、企業公印と営業許可書の争奪、インサイダー取引、弁護士への暴力など一連の不祥事が報道され、コーポレートガバナンスの不全と企業管理の混乱がみられていた。

ほかに、安博教育集団は2013年3月から取引停止の状態になり、上場を継続するか停止するかが審査され、2014年5月にニューヨーク証券取引所が上場廃止の決定を下した。2012年度財務データの申告が行われなかったことは直接的な要因であったが、虚偽の情報提供は最も大きな上場停止の理由であったという¹¹⁾。

このように、中国教育企業の海外上場は、中国教育市場の繁栄を象徴するものであり、多くの教育企業に成長の夢を与えた。しかし、この3年間に3社の教育企業が強制的上場廃止を受けた。これは、中国教育市場に与える影響が大きい。つまり、中国の教育企業に与えた挫折のインパクトが大きく、海外の投資家も中国教育企業への不信感が増している。また、海外上場を通じて資

11) 「退市教育中概股、何時能卷土重来？」『搜狐科技』2017年1月11日記事（www.sohu.com/a/124062045_118680 2017年12月28日アクセス）。

金調達、ブランド強化、国際化管理ノウハウの習得というメリットを享受するとともに、中国教育企業は海外のビジネス慣習や法律にも遵守しなければならない、という教訓をこの上場廃止から得たといえよう。

(2) 新三板市場

上記の海外上場に対して、新三板市場にも同様な問題が存在する。2015年以降、新三板市場に上場する教育企業が著しく増えてきた。しかし、上場企業の質の差が大きく、玉石混交の状態にあるといっても過言ではない。2016年に上場した龍門教育のような株価上昇幅と時価総額がともに大きい企業、華図教育のような安定的に成長する優良企業もあれば、強制的上場廃止、企業倒産と管理者の失踪という現象も多発している。また、この資本市場自体には、取引額の不足、株式流動性の不足という問題が浮き上がり上がっており、審査基準の問題も顕在化している。この市場の問題点を以下のように整理することができる。

第一に、コンプライアンスと CSR 問題に絡む諸問題である。たとえば、2016年7月1日、朗頓教育と中成新星の2社が2015年度財務報告を届け出なかったため、新三板市場に強制的に上場廃止された。この2社の強制的上場廃止は新三板市場で初めてのことで、教育企業の上場に与える影響が大きい。また、財務データの捏造、管理層の争いも上場廃止の要因だと報道され、企業管理の問題が大きいと思われる¹²⁾。

もう一つの事例は、環球拓業という英語教育企業の不祥事である。2016年9月末、新三板市場上場企業の環球拓業の経営者が行方不明になり、会社が閉鎖され、1000人にのぼる学生たちが学費の返還を求める騒動が起こった。被害金額が数千万元にのぼるといふ。この事件の発生にともなって、金融機関の個人向け教育訓練融資（中国語では「培訓貸」という。職業訓練に該当すれば申請手続きが比較的簡単な教育ローンである）の不正利用、会社の違法な宣伝活動、虚偽申告など一連の問題も報道された。しかも、この事件は新三板上場して1ヶ月後に発生したため、上場審査基準の甘さも問われることになった¹³⁾。

第二に、新三板市場の上場審査などの問題である。上記のように上場企業経営者の失踪問題や虚偽情報提供問題などが存在するため、上場企業に対する審査の厳格化、上場企業の情報公開などが必要である。

第三に、株式流動性の問題である。もともと、新三板市場は、中小企業に対して株式取引の場を提供し、資金調達の利便性を強化するところに目的があるが、実際の状況を見てみると、その目的を達成していない。たとえば、2015年7月15日時点において、新三板上場企業は2732社あり、A株市場上場企業数の2800社とほぼ同じ企業数となる。しかし、同日の取引額を見ると、新

12) 「朗頓教育遭新三板摘牌，因未披露2015年年報」『多知網』2016年6月30日記事（<http://www.duozhi.com/industry/201606305009.shtml> 2017年12月15日アクセス）。

13) 「環球拓業老板跑路，詐騙學生數千萬元」『北京時間』2016年10月5日記事（<https://item.btime.com/finance/37vqsgk6is389p90e77ahs2nntk> 2017年12月15日アクセス）。

三板市場の取引額は3.52億元にとどまり、A株市場の取引額の12440億元と比べると、0.03%に過ぎない¹⁴⁾。すなわち、多くの上場企業の株式が取引されず、あるいは取引が滞っている。結果的に株式流動性が乏しく、企業の資金調達機能が機能していないといえよう。株式流動性の問題を解決するには、優良企業の誘致と上場審査の強化などが不可欠であろう。

第四に、上場企業の財務管理の諸問題である。中小企業の実力を配慮するため、新三板の上場基準が低く設定された。しかし、一部の中小企業は株式上場を果たすため、資金力と成長性がないにもかかわらず、無理に上場することで経営難に陥ることが注目すべきである。

新三板市場の上場条件として明確な株式所有権と財務要件が求められている。そのため、上場企業は、株式改革の実施、会計士と弁護士事務所の審査、資産評価事務所の資産評価などを行わなければならない。その際には多大な費用がかかる。また、証券会社の推薦が必要になり、新三板市場の審査も受けなければならない、そこにもコストと時間がかかる。結果的に、200万元以上の上場コストと半年前後の時間が必要といわれる。企業規模が小さく資金力も乏しい中小企業にとって、この新三板上場にかかる多大なコストは大きな負担となる。結局、資金調達、ブランド向上という当初の目的が達成されず、企業経営が困難な状況に陥る企業がある。

その事例としては、学校教育企業（大学専科教育）の金僑教育がある。金僑教育は2016年9月7日、新三板の上場廃止を申請すると発表した。情報公開の遅れも報道されたが、資金繰りの悪化が主な上場廃止の要因で、そこには、上場のために過大なコストが計上し、企業経営が圧迫されたという¹⁵⁾。

金僑教育のような企業は、新三板市場において珍しい事例ではない。すなわち、創業初期の中小・零細教育企業の多くは、ビジネスモデルが確立されず、収益能力も弱い。新三板市場上場基準が低く設定され、しかも情報公開についてのモニタリングも不十分なため、上場企業の乱立をもたらした。この問題を克服するためには、いっそうの情報公開と企業選別の厳格化が求められる。

V おわりに

本稿では、資本市場における中国教育企業の株式上場を考察し、直面する課題を考察した。1996年の長江伝媒によるA株市場への上場から、中国の教育企業はA株市場、海外株式市場、新三板市場などの資本市場に相次いで上場し、資金調達のルートを開拓しようとしてきた。教育サービス産業の特性が存在するため、教育という公益性と企業としての営利性をいかに調和することが、教育企業による株式上場と資金調達の大きな課題である。また、国内資本市場であれ、

14) 「新三板量價齊跌“打回原形”，市場利益分化矛盾加劇」『新華網』2015年7月16日記事（http://www.xinhuanet.com/finance/2015-07/16/c_128026628.htm 2017年12月15日アクセス）。

15) 「又一家！金僑教育因未及時披露交易信息被新三板摘牌」『搜狐財經』2016年9月21日記事（http://www.sohu.com/a/114824793_460424 2017年12月15日アクセス）。

海外の資本市場であれ、安定的な資金調達と企業成長を図るために、教育企業自身は管理水準の向上、コンプライアンスとコーポレートガバナンスの重要視が必要である。さらに、資本市場にはいかに監督強化と情報公開を促進し、上場企業の経営革新と CSR 水準を向上させるかも課題になると思われる。

教育企業として公益性と営利性の両立について、中国教育大手企業の環球天下教育科技集団 (Global Education & Technology Co., Ltd. 以下では環球教育集团と略す) がそれを模索してきた。環球教育集团は2001年に設立した英語教育企業であり、海外留学に必要な英語能力試験の TOEFL と IELTS, 海外大学進学試験の SAT と ACT などの試験対策教育を主な業務とするが、一般の英語教育も行い、新東方と並んで中国最大手の外国語教育企業の一つである。2010年10月8日、同社はアメリカ・ナスダックに上場し、IPO で6100万ドルを融資した。しかし、1年後の2011年11月21日、イギリス大手教育・出版企業であるピアソン (Pearson Group) の企業買収を受けてピアソンの傘下に入ると発表し、その後、同社はナスダック市場から撤退した¹⁶⁾。

環球教育集团はなぜピアソン社の傘下に入ったか、なぜアメリカ・ナスダック市場から撤退したか。創業者の張永琪が、その理由をこう語っている。第一に、上場企業としては、上場のためのコストとその後の上場維持コストがかかり、株主利益を最大化にする圧力を受けている。企業の管理層は、いかに良いパフォーマンスを挙げて株主に見せるかに目を向け、本業である教育サービスの質をいかに上げるかについての関心が薄くなっていた。第二に、教育という長期的・持続的資源投入が必要である分野に対し、資本市場では株主が短期的な利益を追求することが多い。資本市場に上場して企業成長に欠かせない資金を調達することは重要であるが、教育企業にとって唯一の選択肢ではない。第三に、ピアソン社は世界有数の教育大手企業であるため、傘下企業に対して長期的に資金を提供することができ、経営ノウハウとグローバル・ネットワークを提供することもできる。環球教育集团もピアソン社の支援を受けて教育事業に専念することができる¹⁷⁾。この環球教育集团の実践は、中国教育企業に何らかの有益な示唆を提供している。

また、筆者は2019年3月16日、新東方の南京支社を訪問した。南京市中心部にある2つの商業ビルの複数階に立派な外国語教育センターと留学サービスセンターを構えている。教育センターには、少人数で授業を受ける教室、休憩所、自習室、講師控室などが整備され、海外から帰国した高学歴の若い教師がまじめに講義し、多くの学生が真剣に学習しており、まるで都市中心部にある大学のように見える。留学センターにも広大なスペースがあり、海外留学のプロフェッショナルが学生と保護者の相談と指導を行っている。

何よりも気になったのは、講師全員が教員免許を持たなければならないことだ。これまでは、民間の外国語教育機関であるため、教員免許が必須ではなかったが、中国政府は教育産業に対する管理が厳格化になり、教員の新規採用に教員免許の有無が絶対条件になったと、取材で分かっ

16) ピアソン社による環球教育集团への企業買収は、姜 (2018), pp. 41-42 を参照されたい。

17) 環球教育集团のナスダック撤退とピアソン社の買収について、新浪網が詳しく報道した。詳しくは (<http://edu.sina.com.cn/a/GlobalEducations/> 2019年3月20日アクセス) を参照されたい。

た。つまり、学校教育以外の教育サービス関連産業においても、教育の水準を保つための政策が動き出している。このような教育政策に対する精査、新東方のような具体的な教育企業に対する分析、そして異なる地域間の比較については、今後の研究課題にしたい。

付記) 長年にわたり、生活と研究の両面に大変お世話になりました松岡憲司先生に、心より感謝申し上げます。このたび定年退職をお迎えになられるとのことで、心よりお喜び申し上げます。

参 考 文 献

[中国語文献] (ピンイン順)

- 安信証券 (2016) 「K-12 教育龍頭是怎样煉成的——新東方, 好未来的經驗研究」『安信証券研究報告』, 2016年9月13日。
- 北京華図宏陽教育文化發展股份有限公司『2016年年度報告』。
- Deloitte (2012)『中国民办教育行業發展思考2012』。
- Deloitte (2014)『中国教育多元化發展報告2014』。
- 乾立基金 (2017)『教育產業投資基金』, 乾立基金戰略管理部行研部, 2017年4月。
- 互聯網教育研究院『中国教育上市企業研究報告』(各年版)。
- 上海証券交易所發行上市中心「邁向藍籌: 在上海証券交易所上市」(<http://www.sse.com.cn/services/list/listedinss/bluechips/a/20170825/b254004db4002ca4bd105c017adb374a.pdf> 2018年10月5日アクセス)。
- 中国教育部發展規画司『2015年全国教育事業發展統計公報』(http://www.moe.gov.cn/srcsite/A03/sl80/moe_633/201607/t20160706_270976.html 2017年7月25日アクセス)。
- 中国産業信息网『2017年中国職業教育培訓行業發展趨勢及市場規模予測』(<http://www.chyxx.com/industry/201612/477721.html> 2017年8月3日アクセス)。
- 中国産業信息网『2017年中国企業培訓行業發展総体概況及發展趨勢前景予測』(<http://www.chyxx.com/industry/201704/511677.html> 2017年8月4日アクセス)。
- 中国証券監督委員会 (2008)『中国資本市場發展報告』, 中国金融出版社。

[日本語文献] (五十音順)

- 大和総研 (2014)「新三板市場について」(http://www.dir.co.jp/consulting/asian_insight/20140109_008082.html 2018年1月15日アクセス)。
- 姜 紅祥 (2018)「中国教育産業における市場拡大と民間企業の参入」龍谷大学『経済学論集』Vol. 57, NO. 1/2, pp. 24-48。
- 姜 紅祥 (2019)「中国教育市場における産業組織と競争状況に関する一考察」龍谷大学『経済学論集』Vol. 58, NO. 1, pp. 1-21。

(受付 2019年5月30日)

付表1 新三板市場に上場した教育類企業45社の概要 (2016年6月末現在, 上場時間順)

企業名	設立年 (上場年月)	主要業務	企業名	設立年 (上場年月)	主要業務
億童文教	2008年 (2013.6)	幼児教育製品の研究開発, 販売および文化創意。	中研瀚海	2011年 (2016.1)	中国のアパレル業界に対する専門的な教育訓練サービスの提供。
嘉達早教	1992 (2014.1)	早期教育製品の開発・生産・販売に特化。	博睿健康	2011年 (2016.1)	国内と海外に対する医学訓練, 医学サービス, オンライン医学交流プラットフォームの提供。
華図教育	2001年 (2014.7)	対面教育, オンライン教育, 図書の企画と発行, コンサルティング。	尚睿通	2005年 (2016.1)	教師に対する教育訓練サービスの提供。
由必学	2011年 (2014.10)	基礎教育段階における教育評価サービス, 教育評価データベースサービス提供。	環球優路	2005年 (2016.1)	英語教育方法およびサービスの研究開発と販売, 教育コンサルティング, 対面教育サービス業務。
東聯教育	2011年 (2014.11)	教師教育, 学生の親に対する教育, 学生教育, アニメーション製作及び映画・ドラマ製作と投資。	能動教育	2002年 (2016.2)	幼児英語教育に特化した企業。英語教育, 関連サービスの開発, 対面教育の実施, 英語教育フランチャイズ・チェーンの経営など。
愛樂祺	2011年 (2015.1)	0～6歳乳幼児に対する教育サービスの提供。	森霖木	2009年 (2016.2)	学校, 地域コミュニティ, 企業, 政府部門に対する安全教育の提供。
行動教育	2006年 (2015.1)	中小・零細企業に対するコンサルティングサービスの提供, 私立大学の経営。	倍楽股份	2008年 (2016.2)	児童に対する課外英語教育サービスの提供。
維特科思	2014年 (2015.5)	0～6歳乳幼児に対する早期教育サービスの提供。	中鋭教育	2006年 (2016.2)	中等・高等職業技術学校を対象とする教育設備と書籍の提供, 教学ソフトウェア開発, 就職補助など教育ソリューションの提供。
佳一教育	2008年 (2015.7)	小・中学生に対する課外補助教育サービス, 図書出版, 教育訓練サービスの提供。	ST 楽教	2010年 (2016.2)	児童および青少年に対する科学技術教育サービスの提供。
贏鼎教育	2009年 (2015.7)	オンライン教育, 教育製品開発・製作・販売。主に大学統一試験対策サービスの提供。	九城教育	2012年 (2016.2)	移動端末でのゲームや応用技能に対する教育訓練, 技術サポートの提供。
行動者	2004年 (2015.7)	企業に対する管理コンサルティング。	微力量	2011年 (2016.3)	テレビ番組と映画・ドラマの企画・投資・製作業務, 芸術やメディア関連教育サービスの提供。教育分野では主に高校と提携して教育センターと教学基地の建設。
中税網	2003年 (2015.8)	インターネットを通じて財務管理トレーニング・サービスの提供。	志誠教育	2006年 (2016.3)	教育補助書籍の企画, 設計, 発行。教師と学生に対する教育訓練サービスの提供。
麦可思	2006年 (2015.10)	高等教育データベースの運営と管理業務。	青青藤	2010年 (2016.3)	2～6歳幼児に対する早期教育サービスの提供。

英谷教育	2012年 (2015.11)	教育訓練, 教育研究開発, 金融財務アウトソーシング業務, EC ビジネス, 物流サービス業務。	京融教育	2006年 (2016.3)	金融関連の教育訓練と研究活動。
西普教育	2005年 (2015.11)	高等教育機関の IT 専攻に対する教学設備と教学サービスの提供。	愛立方	2012年 (2016.4)	幼児教育に特化した企業。主に幼稚園の経営, 幼児教育課程の開発, 幼児教具の製作。
蔚藍航空	2008年 (2015.11)	個人や商用航空機運転免許取得に対する訓練業務。	軒創国際	2009年 (2016.4)	中国語教育に関するアニメーションの開発, 製作, 販売。
一乗股份	2011年 (2015.11)	自動車学校の運営と教育サービス。	中青科技	2011年 (2016.4)	青少年に対する総合素質教育と安全教育サービスの提供。
神碼在線	2007年 (2015.12)	職業教育サービスの提供。	百銳股份	2011年 (2016.4)	成長企業に対する管理層幹部への教育サービスの提供。主に企業管理教育, 管理コンサルティングサービスの提供。
全美在線	2011年 (2015.12)	小学生課外作文教育サービスの提供, 教師訓練, 教育管理コンサルティングの提供。	西蔓色彩	1998年 (2016.4)	美術教育サービスの提供。主に IBM や中国移動通信などの大企業に対して, イメージデザインやデザイン教育などのサービスを提供すること。
凱米教育	2009年 (2015.12)	0～3歳乳幼児及びその家庭に対する早期教育サービスの提供, 教育コンサルティングと訓練の提供。	泰祺教育	2003年 (2016.5)	管理大学院の進学試験に関する試験対策教育の提供。
十二年	2006年 (2015.12)	企業管理教育訓練の提供。	正保育才	2009年 (2016.5)	創業に関する教育訓練とソリューションの提供。教育対象は主に大学生, 失業者など。
金僑教育	2012年 (2015.12)	私立大学(湖南軟件職業学院)の運営と管理。	東方童	2004年 (2016.6)	音楽, 絵画, 書道などの中国伝統芸術に関する教育サービスの提供。
海伊教育	2011年 (2016.1)	小学生に対する課外作文教育の提供。			

出所: 新三板上場企業データベースによりまとめ (<http://www.jinguijie.com/stocklist/> 2019年1月26日アクセス)。