



资本市场法律

曙光初现——民办教育机构登陆 A 股的法律分析和案例研究

胡耀华 | 李来祥

一、 民办教育促进法修法扫清登陆 A 股的障碍

1. 民办教育促进法立法概述

2016年11月7日第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议通过了《修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》。前述决定连同《民办教育促进法（2016年修订）》（“**2016版民促法**”）将自2017年9月1日起施行。2016版民促法颁布后，国务院及相关部委相继发布了一些落实2016版民促法的实施细则，这些实施细则主要包括：

法规	制定机关	制定日期
《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》（国发[2016]81号）	国务院	2017年1月18日
《教育部等五部门关于印发〈民办学校分类登记实施细则〉的通知》（教发[2016]19号）	教育部、人社部、民政部、中央编办、工商总局	2016年12月30日
《教育部、人力资源社会保障部、工商总局关于印发〈营利性民办学校监督管理实施细则〉的通知》（教发[2016]20号）	教育部、人社部、工商总局	2016年12月30日

2. 2016版民促法的正本清源

截至目前，尚未有一家教育机构（不含教育辅助装备、服务或教育信息化企业，下同）在 A 股实现 IPO，仅有少量教育机构通过并购重组的方式曲线登陆 A 股。之所以如此，主要是因为原《民办教育促进法（2013年修订）》（“**2013版民促法**”）中对于民办教育机构登陆 A 股有两大制度性障碍：

- 1) 民办教育定位不清晰：2013版民促法一方面规定，民办教育事业属于公益性事业，因此民办教育机构（经营性的民办培训机构除外）普遍设立为非营利性法人——民办非企业单位，而非有限公司或股份公司；另一方面又顾及部分民办学校的出资人获取合理回报的现实要求，规定出资人可以从办学结余中取得合理回报。在2013版民促法中，民办学校实质上分为两类：“出资人不要求合理回报的民办学校”和“出资人要求合理回报的民办学校”。

但即便对于“出资人要求合理回报的民办学校”，由于其仍然属于公益性事业机构，这与其作为营利性的股份公司（或其主要资产或业务）的属性不符。因而在主体资格上不具备登陆 A 股的可能。

- 2) 未就经营性的民办培训机构颁布明确的规则：2013 版民促法第六十六条规定：“在工商行政管理部门登记注册的经营性的民办培训机构的管理办法，由国务院另行规定。”但国务院一直未制定相应管理办法，造成经营性的民办培训机构的规则真空。虽然部分省市制定了经营性的民办培训机构的登记规则，如重庆、上海等。但该种规定层级稍低，没有全国适用性。且在实践中，除个别地区外，“教育培训”、“培训”等很难登记在工商行政管理机关的核发的营业执照的经营范围内，只能登记“技术咨询”、“信息咨询”等字眼，存在经营范围合规性的问题。

2016 版民促法的通过扫清了营利性教育机构登陆 A 股的障碍，具体体现为：

- 1) 分类管理：将民办学校分类为“非营利性”和“营利性”两类。“非营利性”和“营利性”区分的标准是：非营利性民办学校的举办者（即出资人）不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学；而营利性民办学校的举办者可以取得办学收益，学校的办学结余可以依照《公司法》在股东间进行分配。营利性民办学校和营利性民办学校具体区别如下：

主要差异	非营利性民办学校	营利性民办学校
举办者是否可以取得办学收益	禁止，学校的办学结余全部用于办学。	允许，学校的办学结余依照《公司法》等有关法律、行政法规的规定处理。
是否可以从事义务教育	允许	禁止
收费办法/标准	收费办法由省、自治区、直辖市人民政府制定	收费标准由市场调节，学校自主决定
税收优惠	非营利性民办学校与公办学校享有同等待遇，按照税法规定进行免税资格认定后，免征非营利性收入的企业所得税。	享受国家规定的税收优惠政策，但该优惠政策目前尚无细则
用地政策	享受公办学校同等政策，按划拨等方式供应土地	按国家相应的政策供给土地。只有一个意向用地者的，可按协议方式供地
剩余财产分配	除给予出资者相应的补偿或者奖励外，继续用于其他非营利性学校办学	依照《公司法》的清算和股东分配剩余财产的规则处理

- 2) 统一规则适用：删除 2013 版民促法第六十六条，将“经营性的民办培训机构”纳入 2016 版民促法所定义的“民办学校”概念中，统一了规则适用。

由此，营利性教育机构（包括培训机构）获得了法律的认可，得以名正言顺注册为营利性法人并从事经营性活动。从主体资格上获得登陆 A 股的可能性。

二、 重点法律问题探讨

1. 办学许可证

无论是 IPO 相关法规或是《上市公司重大资产重组管理办法》，均要求上市主体或重大资产重

组的标的资产的生产经营合法合规，具备相应的业务资质。就教育行业而言，《办学许可证》无疑是民办教育机构最核心的业务资质。但在 2016 版民促法修订之前，经营性培训机构是否需要以及如何取得《办学许可证》存有疑问。如上所述，国务院并未依据 2013 版民促法第六十六条制定针对经营性的民办培训机构的管理办法，造成了经营性的民办培训机构的登记和存在于法无据。在实践中为了降低合规风险或寻求境外上市，部分经营性的民办培训机构依据个别地方性的规定或实践操作取得教育培训相关的经营范围，或者设立若干非营利性的学校（但并非主要实际经营主体）并取得《办学许可证》作为合规性的证据，或者直接论证其不属于 2013 版民促法的适用范围，因此无需取得《办学许可证》。

根据 2016 版民促法及其实施细则，经营性民办培训机构是否需要申领《办学许可证》，首先在于判断经营性民办培训机构是否属于“民办学校”。根据 2016 版民促法第二条、第六十五条的规定，“国家机构以外的社会组织或者个人，利用非国家财政性经费，面向社会举办学校及其他教育机构的活动，适用本法”，且“本法所称的民办学校包括依法举办的其他民办教育机构。”又根据《营利性民办学校监督管理实施细则》（教发[2016]20 号）第四十九条，“营利性民办培训机构参照本细则执行”。据此，无论民办培训机构是否冠以“学校”字样，亦无论教育活动是否依托于线下的实体学校/教室，只要从事了教育/培训活动，均可能须纳入 2016 版民促法的调整范围，从而须取得《办学许可证》。我们的上述分析同样适用与在线教育/培训机构。需要说明的是，对于在 2016 版民促法实施前已然成立的经营性民办培训机构是否以及如何取得《办学许可证》，需要主管教育机关进一步澄清及待相关地方实施细则的确认。

2. 转变为营利性学校后持续经营时间是否可以连续计算

根据 IPO 相关法规的规定，在主板和创业板上市，发行人均应持续经营三年以上。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。

在 2013 版民促法的框架下，几乎所有的民办学校（此处不含营利性民办培训机构）均是以民办非企业单位¹形式存在。如现有民办学校拟将组织形式由民办非企业单位改制为有限公司或股份有限公司，则需考虑持续经营时间是否可以连续计算的问题。

根据《修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》：2016 年 11 月 7 日前设立的民办学校，选择登记为非营利性民办学校的，根据依照该决定修改后的学校章程继续办学，终止时，民办学校的财产依照本法规定进行清偿后有剩余的，根据出资者的申请，综合考虑在本决定施行前的出资、取得合理回报的情况以及办学效益等因素，给予出资者相应的补偿或者奖励，其余财产继续用于其他非营利性学校办学；选择登记为营利性民办学校的，应当进行财务清算，依法明确财产权属，并缴纳相关税费，重新登记，继续办学。因此，如系以民办非企业单位形式存续的民办学校，其须清算后重新登记为公司。我们理解，民办非企业单位改制为公司，性质上属于“新设”公司，与有限责任公司“整体变更”为股份有限公司不同。因此持续经营时间应当自公司设立之日（而非追溯至民办非企业单位成立之日）起算。当然，对于此前系公司制形式存续的经营性的民办培训机构，则如按净资产值折股整体变更为股份公司，仍可以连续计算经营时间。

¹ 根据《民办非企业单位登记管理暂行条例》第二条，“民办非企业单位”是指企业事业单位、社会团体和其他社会力量以及公民个人利用非国有资产举办的，从事非营利性社会服务活动的社会组织。

那么如非营利性民办学校（组织形式为民办非企业单位）的举办者为已存续三年的公司，是否可以将该公司作为上市实体、通过公司（即举办者）的上市实现民办学校的上市？我们理解仍存在障碍，原因在于报告期内公司作为举办者无法合并非营利性民办学校的经营业绩，从而无法达到 IPO 规则设定的发行人在报告期内相关利润和营业收入指标。

因此，对于现有的组织形式为民办非企业单位的民办学校而言，如希望在 2016 版民促法实施后通过 IPO 迅速登陆 A 股，仍难以满足持续经营时间满三年的要求；但对于已经设立为公司制的经营性的民办培训机构而言，这一点不成问题。

3. 是否可以非营利性民办学校合并财务报表

对于集团体系内存在非营利性的民办学校，由于其非营利属性，是否合并会计报表一直是证监会问询的重点。

合并财务报表本质上是会计上关于“控制”的认定问题。根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》（“33 号准则”），合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。控制，是指投资方拥有对被投资方的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。即，控制的定义包含三项基本要素：一是投资方拥有对被投资方的权力，二是因参与被投资方的相关活动而享有可变回报，三是有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。在判断投资方是否能够控制被投资方时，当且仅当投资方同时具备上述三要素时，才能表明投资方能够控制被投资方。现有 A 股案例中往往以民办非企业单位的举办者根据法律规定无法享有可变回报进行论证：

<p>三爱富：关于上海证券交易所《关于对上海三爱富新材料股份有限公司重大资产购买及出售暨关联交易预案信息披露的问询函》的回复公告</p>	<p>二、东方闻道对成都七中东方闻道网校的出资额如何进行会计处理，东方闻道对成都七中东方闻道网校及成都实验小学东方闻道网校是否存在控制，是否进行合并报表</p> <p>……东方闻道对成都七中东方闻道网校的投资具有资产的属性，而不能从投资的成都七中东方闻道网校中获得股利，与一般的企业股权投资不同，基于谨慎性原则，未将其列入“长期股权投资”核算，而将其列入“其他非流动资产”核算，并且按照目前法律规定非营利组织的出资无法转让，且清算时出资人不能收回开办资金，故基于谨慎性原则对该项资产全额计提了减值准备。……东方闻道无法因对成都七中东方闻道网校及成都实验小学东方闻道网校的出资而享受可变回报，东方闻道对成都七中东方闻道网校及成都实验小学东方闻道网校不具有控制，本次审计未对成都七中东方闻道网校及成都实验小学东方闻道网校进行合并报表处理。</p>
<p>信邦制药：北京国枫凯文律师事务所关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的法律意见书</p>	<p>根据科开医药相关人员陈述并经查验，本次重组前，白云医院系科开医药控股子公司肿瘤医院投资兴建的非营利性医疗机构，具有“不以盈利为目标，不分红，且终止服务后，投资方也不能自行处置其剩余财产”等特点。根据《企业会计准则》有关规定，科开医药对白云医院的影响力不符合《企业会计准则第 33 号—合并财务报表（2006）》（财会【2006】3 号）中关于“控制”的判断标准，即不满足“能够决定另一个企业的财务和经营政策，并能据以从另一个企业的经营活动中获取利益的权力”的条件，故本次重组无法</p>

	将白云医院纳入科开医药合并报表范围，白云医院由此被认定为科开医药的关联方，其与科开医药之间的交易即被认定为关联交易。因此，本次重组后，白云医院将成为上市公司及科开医药的关联方，其与科开医药之间的交易亦将构成上市公司的关联交易。
华通医药：首次公开发行股票招股说明书	绍兴市柯桥区景岳堂中医门诊部（原名绍兴县景岳堂中医门诊部），系子公司华通连锁全资设立的民办非企业单位，位于公司总部办公楼一楼，2012年6月正式开业，聘请名老中医开展中医诊疗服务，独立核算，不纳入合并报表。
华孚色纺：2015年年度报告	石河子华孚纺织培训学校经八师石河子市劳动和社会保障局师市劳社发[2015]135号文件批准，由新疆天宏新八棉出资人民币10万元于2015年9月15日在石河子市民政局登记设立的民办非企业单位，根据章程规定：盈余不得分红，故不纳入合并范围。

但需要注意的是，33号准则第十七条规定：“投资方自被投资方取得的回报可能会随着被投资方业绩而变动的，视为享有可变回报。投资方应当基于合同安排的实质而非回报的法律形式对回报的可变性进行评价。”因此如非营利性民办学校与其关联方存在长期的交易安排，据此非营利性民办学校实质上通过合同约定（而非分红等权益关系）对举办者给予回报。此种回报会随着民办学校业绩而变动，则我们理解非营利性民办学校与其举办者之间仍存在合并财务报表的空间。

4. 义务教育的非营利性

2016版民促法第十九条规定，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。因此义务教育阶段并不禁止民办学校，但该民办学校的性质须设置为非营利性。关于此处的“非营利性”的内涵，从2016版民促法的规定来看，系指非营利性民办学校的举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学。换言之，非营利性处理的是民办学校与其举办者的关系；义务教育阶段民办学校的非营利性质并未限制其与其他营利性机构进行市场化交易。

从A股案例来看，我们注意到三爱富和中泰桥梁两个案例（见第3部分案例总结表）中均涉及义务教育的问题。两个交易的操作方式均为保留义务教育机构的非营利性质，并通过学校与关联方的长期交易安排（如向学校提供技术或维护服务）使得体系内的营利性实体从学校获得收入。但如此处理，需要详细论证关联方交易（非营利民办学校不作为合并主体，而作为关联方）的公允性及由此导致的独立性问题。

三、 近期登陆/拟登陆 A 股教育机构案例研究

1. 近期登陆/拟登陆 A 股教育机构概述

根据我们的不完全统计，2016年11月7日2016版民促法颁布至今，教育机构拟通过IPO登陆A股的案例有：

公司	涉及的教育细分行业	进展阶段	拟登陆的 A 股板块
上海行动教育科技股	管理教育	2017年6月证监会受	主板

份有限公司		理上市申请材料	
中信出版集团股份有限公司	财会教育培训（与 Kaplan 合资成立中信楷岚，作为 Kaplan 在大陆独家授权的教育培训平台）	2017年5月证监会受理上市申请材料	创业板
北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司	公务员考试培训	2017年6月证监局受理上市辅导申请	主板
北京中公教育科技股份有限公司	公务员考试培训	2015年12月证监局受理上市辅导申请	创业板
武汉颂大教育科技股份有限公司	教育软件系统、基础教育信息化环境建设服务、软件开发及技术服务业务、学前教育、互联网教育服务	2017年2月证监局受理上市辅导申请	未披露
北京中教启星科技股份有限公司	教育信息化	2016年2月证监局受理上市辅导申请	创业板

通过/拟通过并购重组登陆 A 股的教育机构的案例有：

教育机构	涉及的上市公司	涉及的教育细分行业	交易性质	进展阶段
恒企教育、中大英才	开元仪器（300338）	会计培训	发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易（不构成借壳）	2016年12月15日并购重组委有条件通过
火星时代	百洋股份（002696）	艺术培训	发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易（不构成借壳）	2017年6月30日并购重组委无条件通过
四川成都七中东方闻道网校、成都实验小学东方闻道网校	三爱富（600636）	全日制初中、高中教育、非学历）文化培训、远程教育	重大资产购买及出售暨关联交易（不构成借壳）	2017年5月18日收到上海证券交易所第三次问询
朝阳凯文学校	中泰桥梁（002659）	国际学校（含小学、初中、高中的12年一贯制学校）	发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易（不构成借壳）	2017年6月27日终止，原因为“近期国内证券市场环境、政策等客观情况发生了较大变化，造成本次交易已经耗时较长”

2. 典型案例分析

为了进一步研究 2016 版民促法的通过对于民办教育机构登陆 A 股的影响，我们选取了几个具有代表性的案例：

1) 行动教育——过渡期间，保持沉默

根据行动教育于 2017 年 6 月 30 日预披露的招股说明书，其主营业务之一为企业培训，具

体包括精品公开课、商学院建设、企业内训等业务类型。行动教育虽然确认其根据《上市公司行业分类指引》属于“教育业（P82）”，根据《国民经济行业分类》属于“教育业（P82）”的子类“职业技能培训（P8291）”。但在招股说明书中，行动教育没有提及《民办教育促进法》，以及是否需要取得《办学许可证》。

但我们注意到，行动教育并非不关注 2016 版民促法的修法进程。其在 2016 年年报“政策环境”一节中明确提及 2016 版民促法确定的营利性与非营利性民办学校的规定，以及因此对管理培训行业的可能影响。

汉坤点评：一方面行动教育认识到 2016 版民促法对于公司业务具有重要影响，另一方面在招股说明书中只字不提 2016 版民促法及其相应实施细则。针对该前后矛盾的立场，不排除行动教育已经意识到按照生效后的 2016 版民促法其可能需要取得《办学许可证》；但 2016 版民促法尚未生效，其暂时无法取得《办学许可证》。缺乏主要业务资质将构成上市的实质性障碍。因此在 2016 版民促法颁布后、生效前的过渡期内，行动教育只能对此保持沉默。但随着 2016 版民促法在 2017 年 9 月 1 日的实施，留给行动教育的时间似乎不多了。

2) 华图教育——屡败屡战，转道 IPO

2017 年 6 月 16 日，华图教育公告称其已经收到北京证监局的 IPO 辅导备案登记受理函，显示华图教育已经迈出 IPO 的第一步。继 2012 年第一次拟 IPO 因当时教育行业 IPO 政策不明朗暂缓转至新三板挂牌、2015 年借壳*ST 新都失败、2017 年 3 月与扬子新材拟资产重组因业绩补偿未能一致终止，这次是华图教育第四次冲击 A 股²。

华图教育尚未披露招股说明书，但从华图教育 2014 登陆新三板时的《公开转让说明书》中关于业务资质的描述可以管窥其资质获得情况：

- **所属行业分类：**根据《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，公司所处行业为其他服务业（O81）；根据《国民经济行业分类》（GBT4754-2011），公司所处行业为属“其他服务业”下的“其他未列明服务业（O8190）”。从这个行业分类的认定来看，华图教育在第一步就撇清了与教育行业的关联。
- **业务资质：**华图教育设立了 5 家培训学校，持有《办学许可证》，但该 5 所学校用途均为内部员工培训，未开展其他经营业务，不存在面向社会的营业收入。华图教育实际用于开展培训业务的子公司和分公司未取得《办学许可证》，少量取得教育培训的经营范围。

在《公开转让说明书》中，华图教育认为其培训业务不需要任何经营资质。其依据在于，华图教育属于经营性培训机构而非公益性民办教育机构。具体而言：

- 2013 版民促法明确了经营性民办培训机构的概念，其中第六十六条规定“在工商行政管理部门登记注册的经营性的民办培训机构的管理办法，由国务院另行规定”，该条作为附则单列，突出了“经营性”和“工商行政管理部门登记注册”的特点，将其与非营利性、公益性的民办教育机构进行了区别。
- 全国人大关于 2013 版民促法第六十六条释义表明了经营性的民办培训机构在同非营利性、公益性民办教育机构在性质、产权归属、登记机关、优惠措施、会计准则方面的区别。

² 上海证券：《公考两巨头华图教育和中拟 IPO》

- 对于经营性民办培训机构，2013 版民促法授权国务院制定管理办法。但迄今为止，专门规范经营性民办培训机构的行政法规尚未出台，各地工商局均将经营性民办培训机构纳入其监管范畴，在经营性民办培训机构的登记、经营过程中的广告监测、规范格式合同、维护消费者权益等方面出台了相关政策。

汉坤点评：华图教育引述 2013 版民促法第六十六条及全国人大的释义来论证经营性培训机构不属于 2013 版民促法所规制的民办教育机构，是此前培训机构登陆新三板或境外上市的固定“套路”，包括新三板挂牌的新东方网、境外上市的 51Talk 莫不以此解释其没有取得《办学许可证》的合规性。但 2016 版民促法删除了 2013 修订版中的第六十六条，并在《营利性民办学校监督管理实施细则》中明确规定营利性民办培训机构参照营利性民办学校的规则执行。因此上述论证在 2016 版民促法生效后将无法自圆其说。我们注意到，华图教育在 2016 年年报的“外部环境的分析”一节中介绍了 2016 版民促法关于允许设立营利性民办学校的内容，而不再将《民办教育促进法》拒之千里之外。

3) 开元股份 & 百洋股份——培训机构的教育资质问题淡化

在开元股份并购会计培训机构——恒企教育的案例中，面对证监会的问询，开元股份一方面论证其已经根据地方性规定登记为经营性民办培训机构，另一方面论证 2016 版民促法的影响有限：

- “若《民办教育促进法（2016 年修订）》自 2017 年 9 月 1 日起实施后，且各地已相应制定并实施了民办学校具体分类管理的具体办法，特别是将经营性民办培训机构明确归类于营利性民办学校，则对已注册在民办学校分类管理改革试点上海市且已纳入当地行业主管部门监管的恒企教育的持续经营不会造成实质性影响；对已注册在重庆市的恒企教育分公司的持续经营不会造成实质性影响；对已注册在上海市和重庆市以外的恒企教育分公司的持续经营造成实质性障碍的可能性较低，但仍然存在对经营产生影响的风险。”

在并购重组委的审核结果公告中，并购重组委对开元股份并购恒企教育给予有条件通过，并要求补充披露《民办教育促进法（2016 年修订）》对标的资产持续经营可能产生的影响及相关风险。在补充法律意见书中，补充披露恒企教育就相关风险采取的应对措施，包括与主管机关保持沟通、承诺按规定及时完善手续、恒企教育实际控制人江勇出具承诺。

针对证监会的反馈意见，如果说恒企教育这个案例算是高高举起、轻轻放下，那么百洋股份收购火星时代的案例可以算是顺风顺水。

根据百洋股份（002696）于 2017 年 6 月 16 日公布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》披露，火星时代的主要业务为数字艺术教育，具体业务类型为向学员提供 UI 设计、Web 前端、影视剪辑包装、影视后期特效、游戏美术设计、游戏程序开发、室内设计、传统美术绘画等 8 大产品线的专业教育。从报告书列明的火星时代及其子公司已经取得的业务资质推知，火星时代及其子公司均未取得《办学许可证》。但其 13 个子公司的经营范围包含了教育培训相关内容。

关于《民办教育促进法》修改对于火星时代业务的影响，报告书一方面认为体现了国家总体对教育行业持鼓励和支持的态度；另一方面目前关于营利性教育机构的监管法规及各地的配套办法尚不明确，如未来火星时代经营所在地相关主管部门针对民办教育行业，特别是关于营利性教育机构，出台新的法律法规、行业监管政策，可能在一定程度上影响该行业的未来发展，从而对火星时代的

正常经营产生影响。

在证监会的两次反馈意见中，证监会均没有提及 2016 版民促法，也没有提及关于火星时代的教育资质的问题。2017 年 6 月 30 日并购重组委无条件通过百洋股份收购火星时代。

汉坤点评：从上述两个案例来看，培训行业存在一定的合规性理论解释基础，并且 2016 版民促法明确允许经营性教育机构，利好民办培训机构。相对于 IPO 而言，在上市公司并购重组领域，证监会对于民办培训机构的资质合规性并不过分关注。

4) 中泰桥梁 & 三爱富——义务教育证券化的先行者，但模式可行性仍待检验

虽然 2016 版民促法明确规定不得设立实施义务教育的营利性民办学校，但由于中小学教育时间跨度长、对于生源获取至关重要，因此仍难以阻挡上市公司寻求将涉及义务教育的资产实质性置入上市公司体系内（虽然在财务上未必可以合并财务报表）。

在中泰桥梁向公司控股股东八大处控股购买其持有的文凯兴 20.22% 股权的案例中，文凯兴系在建的朝阳凯文学校的举办者，朝阳凯文学校拟建设为一所覆盖小学、初中、高中的 12 年一贯制国际学校。鉴于标的资产涉及义务教育，证监会在反馈意见中询问：标的资产经营模式是否符合《民办教育促进法》等相关规定；朝阳凯文学校未来是否有变更为营利性学校的相关安排；文凯兴对朝阳凯文学校是否存在重大依赖，业务是否具有独立性？中泰桥梁答复：

- 朝阳凯文学校涵盖义务教育阶段，将依法设立为非营利性民办学校，并在取得办学许可证后进行相关登记。且未来没有变更为营利性学校的相关安排。
- 文凯兴为朝阳凯文学校提供的服务主要为教育相关的基础性、辅助性服务，不会干涉学校正常的课程设置与教学安排，不与《民促法》立法的理念相冲突。
- 文凯兴根据其向朝阳凯文学校提供的服务并收取对价，双方属于互惠互利的合作关系；收费定价是基于文凯兴的资源投入情况与朝阳凯文学校的教学需求情况而协商确定，定价合理，文凯兴不会对某一特定学校主体形成重大依赖关系。

本次交易涉及发行股份购买资产，需要取得证监会的批准。中泰桥梁于 2017 年 6 月 27 日以客观情况变化为由主动终止了该交易。

另一涉及义务教育资产的上市公司并购重组是三爱富购买东方闻道 51% 股权的交易。东方闻道参与举办了 2 家民办教育非企业单位，分别为：

- 四川成都七中东方闻道网校：为民办非企业单位，取得成都市武侯区行政审批局核发的《民办学校办学许可证》，证书编号为“教民 151010730010300”，办学内容登记为“全日制初中、高中教育”，有效期为 2010 年 1 月至 2017 年 12 月。
- 成都实验小学东方闻道网校：为民办非企业单位，已取得成都市青羊区教育局核发的《民办学校办学许可证》，证书编号为“教民 151010580000021”，办学内容登记为“（非学历）文化培训、远程教育”，有效期为 2012 年至 2017 年。

根据三爱富《重大资产购买及出售暨关联交易预案》的披露内容，本次交易虽然构成重大资产重组，但由于不涉及发行股份购买资产和借壳，无需提交中国证监会审核。但三爱富收到了上海证券交易所的问询函。上海证券交易所询问：“东方闻道对于上述网校的开办是否存在重大依赖，相

关网络教学服务费用支付是否公允，是否存在上述网校在报告期内向东方闻道输送利益的行为”，三爱富答复：

- 东方闻道对于上述网校的开办具有相对依赖，此等风险已在预案中予以披露。本次收购完成后，东方闻道依托上市公司平台和央企资源，将快速在全国范围内复制网校这种运营模式，并积极拓展网校模式以外业务，减少对单一网校的依赖。
- 东方闻道向网校提供运营服务，同时向网校收取服务费用。教学服务费收取金额为双方市场化谈判的结果，不存在随意变更的情形。两所网校在报告期内持续盈利，不存在向东方闻道输送利益的行为。

汉坤点评：上市公司收购义务教育资产实际上是检验 2016 版民促法关于“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”的底线，因此较为敏感。在此类交易中，借鉴三爱富的现金收购方式，避免直面证监会的拷问，可能更具有可操作性。

四、 小结

囿于法规的限制，境内教育机构以往是境外上市的富矿，而极少涉足 A 股市场。2016 版民促法的颁布和生效有望将一部分教育机构（尤其是培训类教育机构）引向 A 股市场。但相关政策落地仍有待观察，比如各地对于 2016 版民促法颁布前成立的教育机构是否需要取得《办学许可证》，证监会对于营利性学历教育机构的接纳程度，以及义务教育资产间接证券化的可能性等。但无论如何，2016 版民促法奠定的法律框架为教育行业的 A 股证券化引入一线曙光。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如需咨询任何相关问题或针对本文发表任何意见，请联系汉坤**胡耀华**律师（+86 10-85254655; yaohua.hu@hankunlaw.com），或您日常对接的其他汉坤律师。