

教育课题 梁昊 / 王嘉伦

从教培“黑天鹅”看中国投资前景

今年7月24日，中国官方印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》并指出，学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期，组织学科类培训和补习；现有学科类培训机构统一登记为非营利机构。

此次监管的落地，也吹响了中国教育赛道冲刺IPO的终场哨，包括淡马锡和政府投资公司等本地投资者，也面临无法退出的困境。在文件落地的前一天晚上，美股教育板块开盘大跌。好未来、高途和新东方分别收跌71%、63%和54%。目前，三家教培龙头股价距年初已经跌去近九成。

2020年初的疫情极大地带动了在线教育的需求，但一部分教培机构，利用中国家庭对教育的重视，在其营销话术中制造焦虑，例如“您来，我们培养您孩子；您不来，我们培养您孩子的竞争对手”的宣传语。百度指数显示，2021年5月以来，“内卷”和“鸡娃”的焦虑，让相关的关键词搜索频率明显增加。此外，由于资本的涌入，教培机构可以高薪招聘重点大学优秀毕业生和有多年经验的名校教师，引发了社会对教育公平性的担忧。

此次监管的干预并非没有先兆。5月21日，中央全面深化改革委员会第十九次会议召开，通过了“双减”意见；6月1日，15家校外辅导机构，因虚假宣传、价格欺诈等原因，被处以顶格罚款，共计3650万元人民币（约782万新元），但这期间资本市场对此反应并不强烈。MSCI和Sustainalytics等ESG（环境、社会、治理）评级机构，也未调整教培行业企业的评级。ESG评级机构此前曾多次预言包括

投资者在投资中国时，可以将被投企业的社会外部性及其与国家宏观政策的一致性，整合进投资决策分析中，作为传统ESG评估的补充。

辉山乳业和康美药业在内的“黑天鹅”事件，这次ESG评级失效了吗？

主流的ESG评级机构都有自身的ESG指标体系，再根据待评企业所在行业，选取相关指标并赋予对应权重，最后加权得出最后评分。以MSCI对学而思和新东方的评级为例，其社会（Social）评级部分分别占到总分的72%和62%，包含人力资源发展、隐私与数据安全、产品安全与质量三个子项。值得注意的是，MSCI对这两家教培企业的评级报告中，均提到监管机构对其不实宣传行为的行政处罚，但并未对整体评级产生影响。该现象体现了ESG评级在应对教培行业“黑天鹅”事件的两个局限性，即：一、高分项可以抵消低分项影响；二、仅关注企业边界内产生的ESG影响，而忽视了影响在企业边界外的传递与放大。

教培机构“贩卖焦虑”

过度关注ESG评级本身，容易让我们忽视问题产生的底层原因。许多互联网教培企业在成立之初，往往怀着降低教育成本、打破资源垄断等愿景，也符合联合国《可持续发展目标》，但从“变革者”到“贩卖焦虑”，如此显著的使命漂移，是ESG无法解释的。事实上，教培机构“虚假宣传”行为也源自其自身的“焦虑”。资本的涌入，在为企业提供充裕资金的同时，也加剧了教培赛道的竞争。面对投资人对业绩增长、毛利率等指标的

压力，企业则将自身的“焦虑”，转嫁给了学生家庭和社会，以期在IPO的赛道上能领先一步。换句话说，教培机构的成长是建立在“贩卖焦虑”、消费公众对教育公平信心等社会成本之上的，这也注定了其发展的不可持续。当公众情绪积累到一定程度，势必招来监管的干预，而这些都是无法在传统的ESG评级中得到体现的。

现有ESG评级体系，可能很难准确评价教培行业的企业外部性及间接社会影响力。教育对于中国家庭及社会具有特殊意义，而非一般的消费行为。任何涉及教育的负面舆论都会触动社会最敏感的神经，最终反映在不断降低的出生率上。由于社会文化的区别，一些ESG评级机构的评级方法，尚未针对中国国情做出相应的本地化调整。在本次“黑天鹅”事件前，评级机构已经捕捉到多条涉及相关企业虚假宣传的行政处罚信息，但其评级方法将相关负面信息对ESG评级的影响评为“轻微”，最终没能提前预测此次“黑天鹅”事件。这也让我们重新思考如何评价教育行业的ESG。

是机械地对比企业ESG信息披露内容，与评级机构指标体系的重合度？还是反思由其产生的社会问题，是否是当前指标体系所关注的？对此，我们不妨重新审视《可持续发展目标》，并尝试回答几个问题：企业是否提升了教育的覆盖面？是否提升了教育的普惠性并减少了潜在的教育歧视？是否提升了学生的学习效率及就业潜力？对于教育行

业的ESG评级，一方面应该针对目标国家文化和国情，调整相关指标体系，另一方面也应该考虑社会可持续发展的实际需求。

宏观来看，对于教培行业的整顿也是中国政府促进社会公平战略的一环，同样受到整顿的行业包括针对学生的网贷、雇佣无社保员工的外卖平台等。网上也出现了“一切造成内卷，不利于生孩子的行业都不配有利润”的段子。这虽然有一定的戏谑成分，但也说明了一些企业将自身业绩建立在社会成本之上，若算上相应的社会成本，恐怕真的不会有利润了。

在这一系列整顿中损失颇大的软银（Softbank），在此次风波后声明将暂停在华投资，观望形势发展。这也激发了投资者对投资中国所面临的政治风险的讨论。中国政府对于“高内卷”行业的整顿，其逻辑与早期限制“两高一剩”行业发展是一致的，即经济高质量发展，既不能以牺牲环境为代价，也不能以牺牲人民幸福感为代价。投资者在投资中国时，可以将被投企业的社会外部性及其与国家宏观政策的一致性，整合进投资决策分析中，作为传统ESG评估的补充。投资影响力与政府发展战略一致的企业，相信积极的影响力，也将最终转化为企业自身的价值，带动业绩的发展。

同为华人文化圈并对教育极为重视的新加坡，本地教培行业规模已从2017年的15亿新元，增长到2019年的近17亿新元。针对同样“内卷化”的教培行业，新加坡并没有采取像中国一样的直接干预，而是通过强化终身学习的政策支持，解决推动补习需求增长的根本问题。不管以政府、投资人、企业还是家长的角度看，教育都应该回归其初心，知识应该改变命运，而不应该仅仅是分数。

作者梁昊是新加坡管理大学金融学副教授
王嘉伦是新加坡管理大学应用金融硕士生