

アダニ問題のインド経済・株式への影響

個別企業の不正会計疑惑と経済や市場全体は分けて考えるべき

2023年2月7日

アダニ・グループ株は急落したが、主要指数の下落は軽微

1月24日（現地）に米投資会社のヒンデンプルグ・リサーチ（以下ヒンデンプルグ）がインドのアダニ・グループ（以下アダニ）の不正行為疑惑を指摘する報告書を発表して以降、アダニの株価は大幅に下落しています。ヒンデンプルグによれば、アダニは長年にわたり株価操作と不正会計を行ってきたとされています。一方、アダニは直ちに指摘を否定するとともに、膨大な反論文書を開示しました。

現時点で不正の有無は明らかでなく、論争が決着するまでには長い時間がかかりそうですが、ヒンデンプルグがこれまで電気自動車メーカーの空売りなどで実績を上げてきたこともあり、市場参加者はアダニに対し警戒を強めるとともに、その一部はインドの経済や株式市場全体に対しても疑いの目を向けつつあるようです。しかし、仮にヒンデンプルグのアダニに対する指摘が正しかったとしても、それをインドの経済や株式市場全体への懸念につなげるのは短絡的過ぎると考えています。

第1に、ヒンデンプルグが報告書を発表して以降の市場全体の下落は極めて限定的であることです【図表1、2】。不正の指摘を受けたアダニは半値以下まで売られた株もありますが、主要指数の下落率は1～2%に留まっています。

第2に、アダニ株の下落にはバブル的上昇の反動という面があることです。アダニ株は足元の下落が強調されますが、コロナ禍で主要指数の10倍以上、上昇していた株もありました【図表1】。足元の下落率は、おおむねコロナ禍での高値までの上昇度合いに反比例していることから、ヒンデンプルグの指摘の有無に拘わらず、バブル的な上昇の反動が生じるリスクがあったと思われます。ヒンデンプルグも、そうしたバブル的上昇の反動を狙う手法を得意としているように見受けられます。

図表1：アダニグループ株の動向

指数・銘柄名	騰落率 (%)	高値	直近
		2019年末=100	
S&P BSEセンセックス指数	-0.7	153.4	146.7
CNXニフティ指数	-2.0	154.6	146.0
アダニ・トタル・ガス	-60.5	2,408.7	947.3
アダニ・トランスミッション	-54.9	1,238.8	379.1
アダニ・エンタープライゼス	-54.2	1,999.2	754.8
アダニ・グリーン・エナジー	-54.0	1,784.6	534.2
アダニ電力	-33.3	699.8	295.1
アダニ・ウィルマー	-30.4	---	---
アダニ・スポーツ&スペシャル・エコノミック・ゾーン	-29.1	265.1	149.0
アムブジャ・セメント	-24.2	299.5	193.5
A C C	-15.2	190.1	136.2

※騰落率は2023年1月23日～2月6日、高値は2019年末株価を100とした時のその後の高値、

直近は2019年末株価を100とした時の2月6日の株価、アダニ・ウィルマーは2022年上場のため高値・直近は算出せず

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

不正会計で経済や株式市場の長期的な成長がとん挫した例はあるのか？

第3に、仮にヒンデンブルグのアダニに対する指摘が正しかったとしても、それによってインドの中長期的な成長基盤が失われるわけではないと考えられることです。新興国が成長し先進国に近づくためには様々な要素が必要ですが、日本や中国の例を考えても重要なのは、①人口、②教育、③アニマルスピリットの3点ではないかと思われます。アダニの問題があっても、インドがこれら3点を保持しているであろうことは疑うべくもないでしょう。

インドの1人あたりGDPはIMFによると現在2,000米ドル程度です。これは日本の1970年前後の水準で、50年ほどの差があります【図表3】。現在のインドには、先進国からみると様々な制度上の不備や意識の面での問題があるかもしれません。しかし、50年前の日本に今の制度や意識を期待するのが的外れであるように、現在のインドに現在の先進国の基準をあてはめようとするのも無理があると思われます。

1965年の日本では、山陽特殊製鋼という会社が不正会計などを行って破綻し、当時としては「戦後最大の企業倒産」と言われました。また、1975年には興人という会社が同様に戦後最大の企業倒産となりました。当時の日本は新興国から先進国への移行期でしたが、不正会計などの問題が少なからずあったわけです。

米国でも約20年前にエンロン事件という一大不正会計事件がありましたが、それによって米国の経済や株式市場の成長力が下方屈折したという分析が主流になっているとは聞きません。個別企業の不正会計疑惑と経済や株式市場全体の中長期的な動向は分けて考えるべきと思われます。

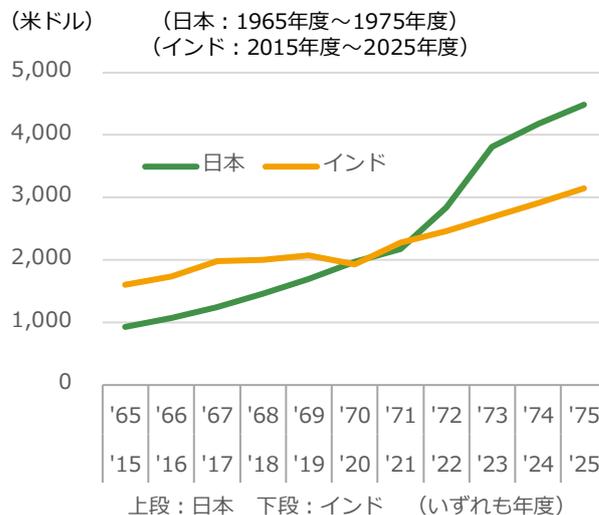
■ 図表2：インド主要株価指数



※2022年1月初を100として指数化

(出所) ブルームバーグ

■ 図表3：日本とインドの1人あたりGDP



※インドの2022年度以降はIMF2022年10月予想

(出所) 内閣府、ブルームバーグより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。