

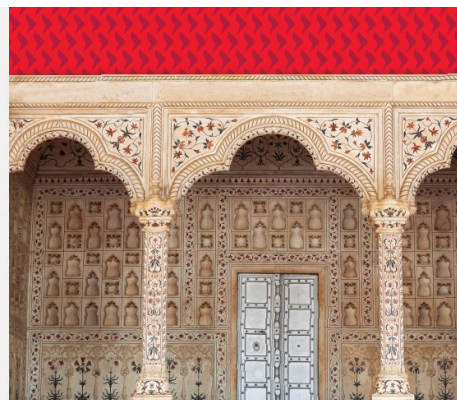
invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# 解説： インド市場におけるスペシャル・ シチュエーションへの投資機会



## ポイント

- ▶ スペシャル・シチュエーションは一時的な市場の歪みから生じるものであり、ファンダメンタルズが健全であるにもかかわらず、市場心理が過度に悲観的になる局面で現れます。
- ▶ 市場の厚み、進化を続ける企業環境、ならびに構造転換に起因するミスプライス（価格の歪み）を踏まえ、インドは特に魅力的で多様な投資機会を有しています。
- ▶ スペシャル・シチュエーションへの投資では、直面する課題が現実的に解決可能かどうか、そして現在のバリュエーションが、その不確実性に見合う十分なリターンを提供しているかを評価する「解決」に焦点を当てます。

歴史的に、情報の非対称性はアルファ創出の主要な源泉と考えられてきました。しかし、情報が広く入手可能となった現在、インドを含む世界の市場は、数十年前と比べて格段に効率化しています。それでもなお、このような透明性の高い時代においても、市場の非効率性は依然として存在しています。すなわち、優れたファンダメンタルズが見過ごされ、バリュエーションが本源的価値から乖離したまま放置されている「死角」は存在するのでしょうか。スペシャル・シチュエーションは、まさにこうした投資機会を生み出す可能性があります。

## スペシャル・シチュエーションとは何か

一般的な見方とは異なり、スペシャル・シチュエーションへの投資は情報の非対称性に依存するものではありません。スペシャル・シチュエーションを見極めることは、企業が直面する一時的で解決可能な課題に対して、市場が過度にネガティブな反応を示している状況を捉え、そこに投資機会を見出すことを意味します。

スペシャル・シチュエーションは、さまざまな要因によって生じ得ます。

1. 個別企業要因（例：市場の不評を買った買収）
2. セクター全体要因（例：サプライチェーンの混乱）
3. 規制要因（例：関税の改定）
4. マクロ経済要因（例：商品価格の急変）

これらのいずれかの要因が、企業にとってスペシャル・シチュエーションを引き起こし、株価のミスプライシングをもたらす可能性があります。ただし、実際の影響度合いは、ビジネスモデル、バランスシートの健全性、市場でのポジショニング、そして環境変化への適応力といった企業ごとの違いによって大きく異なります。投資機会が存在するのは、基礎的なファンダメンタルズが依然として堅調であり、価格の歪みが構造的な事業価値の劣化ではなく、一時的な不確実性を反映している企業を見極められた場合です。

英国プルデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。  
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているプルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるプルデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人資産運用業協会

260515(01)

## invested in insights.

### 投資機会の発見

2019年初頭、インド最大級の従来型発電事業者の一社は、規制上の不透明感、厳しい事業環境、主要なオペレーション指標の悪化により、困難な局面に直面していました。この状況は、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の流行によってさらに深刻化しました。軽度のストレス状態にある発電所であっても資金調達が困難になるという環境は、同社にとって逆風となりました。このような状況下で、市場はインド最大級の発電企業の一つが有する価値を過小評価しました。しかし、その際に提示されていたバリュエーションのディスカウントは、投資家にとって大きな安心感をもたらす水準でした。同社は厳しい局面を乗り越えただけでなく、非化石エネルギーの重要性を強調した複数年にわたる成長戦略を打ち出しました。

前述のとおり、スペシャル・シチュエーションは個別企業要因とセクター全体の要因の双方から生じ得ます。例えば、市場から不評を買った大型買収は、企業の急激な株価急落を招き、投資機会を生み出すことがありま

す。このような局面では、企業経営陣が過去どのように事業統合を進めてきたかという実績が非常に重要になります。また、伝統的なバリュエーション指標が一見割高に見える場合であっても、明確な戦略的合理性と成長ポテンシャルがあれば、十分に魅力的な株価上昇余地を提供することがあります。

同様に、セクター再編も投資機会をもたらします。パンデミック以前のインドの通信業界は、激しい競争、多額の設備投資負担、価格競争に苦しんでいました。その後、最も強固な事業者のみが生き残り、業界は徐々に寡占構造へと移行しました。その結果、構造的要因を背景に、加入者一人当たり収益の上昇が見込まれることが次第に明らかになりました。この変化は、セクター全体の複数年にわたる見直し買いをもたらしました。一見すると、これは見直し買い主導の伝統的なバリュエーション投資の事例に見えますが、実際には、環境変化の中で見過ごされていた成長ポテンシャルを捉えた点が決定的な違いでした。

図表1：スペシャル・シチュエーションと伝統的バリュエーション投資の違い

要因	伝統的バリュエーション投資	スペシャル・シチュエーション
主な着眼点	純資産およびキャッシュフロー	悪化したセンチメントによる一時的な価格乖離
市場全体との連動性	一般的に市場全体と正の相関を持つ	正の相関を持つとは限らない
主なリスク	バリュエーション・トラップに陥ること	企業がスペシャル・シチュエーションを乗り越えられないこと

出所：ICICIAM（ICICIAMはイーストスプリング・インベストメントの所属する金融グループのインド拠点です。イーストスプリング・インベストメントはICICIAMのインド投資における専門性を様々な運用戦略を通じて日本の投資家の皆様にお届けしています。）

### スペシャル・シチュエーションにおけるリターン評価

投資の潜在的なリターンを評価することは、ポートフォリオ構築において極めて重要です。これは、将来の一定期間においてリターンが顕在化する条件を見極めることであり、ポートフォリオ・マネジャーが資金配分を最適化し、リスクを管理する助けとなります。標準的な投資が予測可能な成長やファンダメンタルズに焦点を当てるのに対し、スペシャル・シチュエーションでは、一時的な市場の歪みやミスプライシングを見抜く異なる視点が求められます。

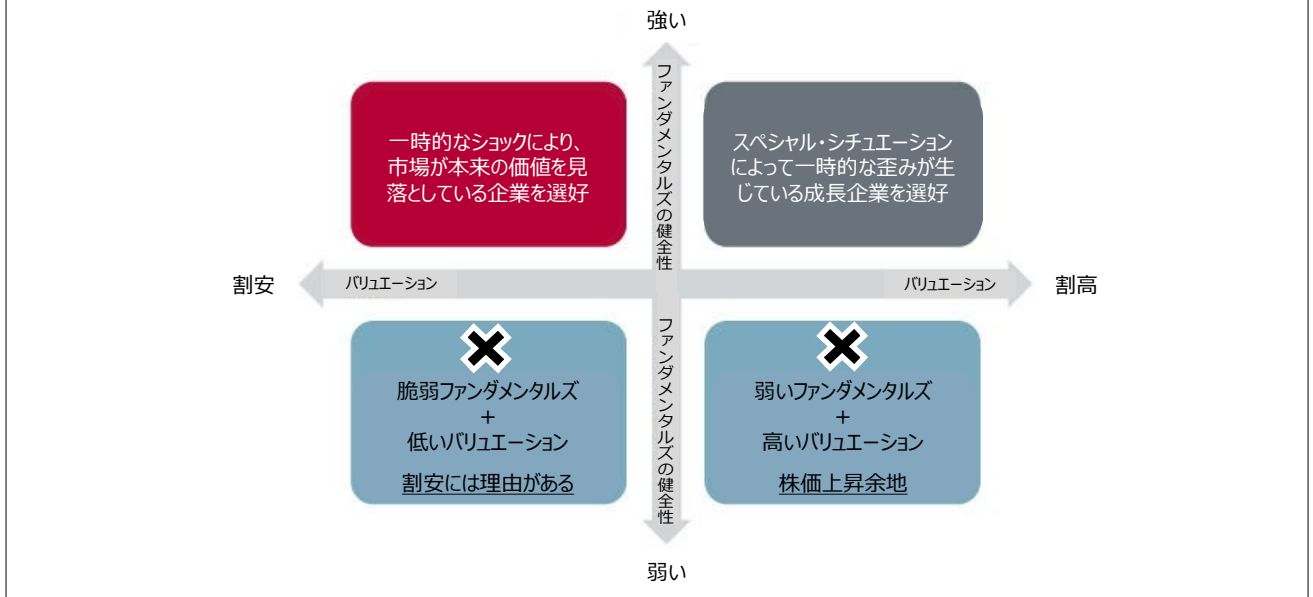
スペシャル・シチュエーションにおいては、主に以下の二点が重要となります。

- 1) 企業はスペシャル・シチュエーションを効果的に乗り越えることができるか
- 2) バリュエーションおよび株価は、推定される本源的価値に対して十分な上昇余地を提供する水準まで調整されているか

言い換えれば、ポートフォリオ・マネジャーは、スペシャル・シチュエーションの全体像を評価すると同時に、それが進展する過程における企業の上昇余地を見極める必要があります。スペシャル・シチュエーションの性質は、単純な場合もあれば複雑な場合もあり、また同時に複数存在することもあります。経営陣が困難な局面をどのように乗り越えるかを見極めることは、長年にわたる詳細な分析を通じて初めて理解できる、定性的な側面の重要な要素です。

invested in insights.

図表2：スペシャル・シチュエーションにおけるペイオフと選好のグリッド

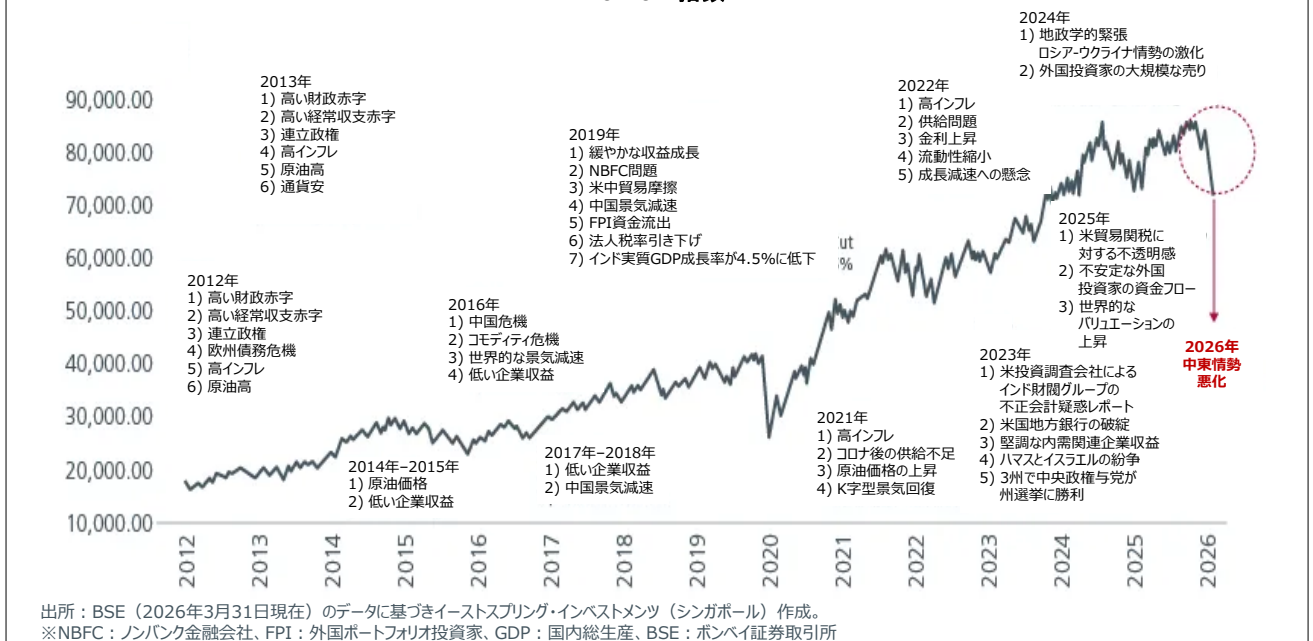


**なぜインドはスペシャル・シチュエーション投資に適しているのか**

スペシャル・シチュエーションはインド固有のものではなく、グローバルにはイベント・ドリブン投資として知られていま

す。しかし、インド市場では、歴史的に数多くの混乱局面が繰り返し発生してきました。このことは、高い不確実性の局面が例外的な出来事ではなく、恒常的に生じ得るものであることを示しています。

図表3：混乱局面の推移



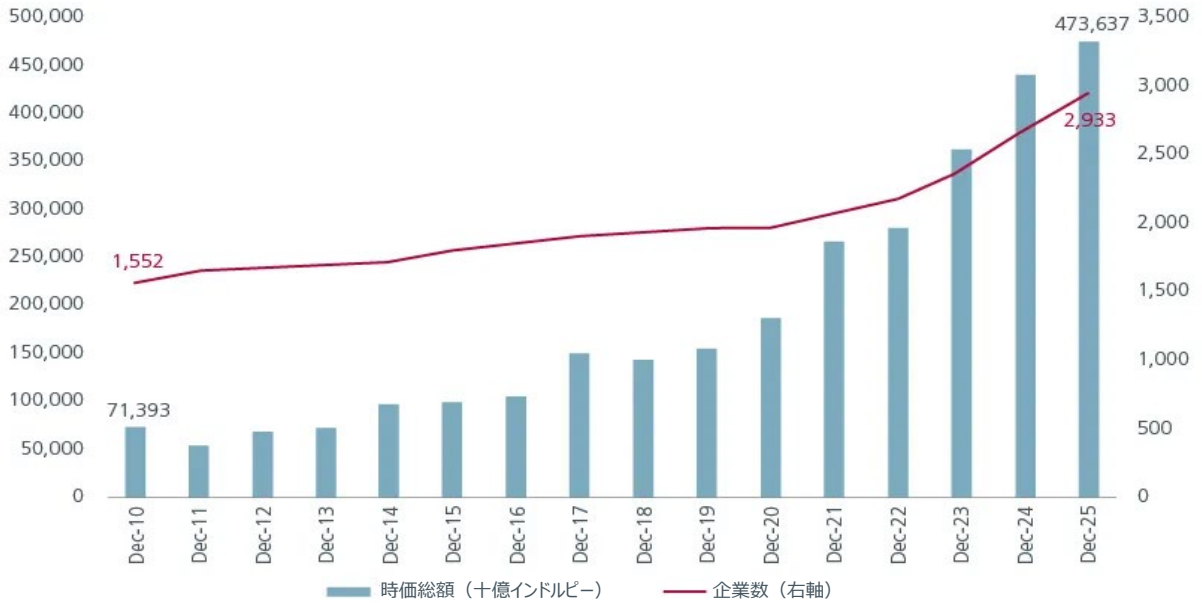
さらに、インドは投資機会の母集団が極めて大きい市場です。アジアの中でも特に多様性と流動性に富んだ市場の一つであり、2025年12月31日時点で、2,900社超の上場企業が存在し、時価総額の合計は約5兆米ドルに達しています\*1。過去15年間で、

インド株式の市場時価総額は約7倍に拡大し、国立証券取引所（NSE）に上場する企業数はほぼ倍増しました\*2。2018年時点では、時価総額上位100社のうち最小の100位の企業でさえ約2,930億ルーピーでしたが、現在では上位250社すべてが3,000億ルーピーを超える時価総額を有しています\*3。

\*1 Jefferies（2025年12月現在）、\*2 Jefferies（2026年3月現在）、\*3 AMFI：インド投資信託協会（2025年12月現在）

invested in insights.

図表4：インド株式市場の進展



出所：Jefferies (2026年3月6日現在)

地政学的関係の変化に伴う不確実性の高まり、ファンダメンタルズの強靱性、プロモーター主導という独自の株主構成、そして上場企業ユニバースのダイナミックな変化は、スペシャル・シチュエーションを見出す上で、インドを他に類を見ない市場として位置付けています。

アルファ創出の可能性を秘めたスペシャル・シチュエーションを見極めることは、高度な専門性を要する作業であり、当該シチュエーションそのものに関する定性的・定量的要因の双方に加え、対象企業についての深い理解が求められます。市場の過剰反応こそが、超過リターンを生み出す源泉となり得るのです。

### 投資家への示唆

投資家にとって、スペシャル・シチュエーション投資は、イベントドリブンの混乱に対する短期的な市場反応にとらわれることなく、より本質的な価値を見極める重要性を示しています。こうした状況は、個別企業要因、セクター全体の混乱、規制変更、あるいはマクロ経済ショックなどを契機として発生することが多く、結果としてバリュエーションが本源的価値と乖離する局面を生み出します。したがって、スペシャル・シチュエーションが企業に与える影響を評価するには、バリュエーションに対する規律あるアプローチに加え、経営陣の質、意思決定能力、そして過去のストレス局面をどのように乗り越えてきたか

といった定性的判断を組み合わせることが不可欠です。これらの要素は、投資成果を左右する決定的な役割を果たします。

最終的に投資家に求められるのは、影響を受けている企業が有する本源的な競争優位性と長期的な価値創出力に焦点を当てるとともに、経営戦略、コーポレート・ガバナンス、資本配分に対する考え方を深く理解することです。インドのように混乱局面が繰り返し発生する市場においては、このようなアプローチが、価格の歪みが解消され本源的価値が再評価される過程において、差別化されたアルファの源泉となり得ます。

#### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式／債券や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。