

# 被指市场操纵会计欺诈 印度富豪被做空千 亿身家遭腰斩

做空报告认为有 38 家家族控制的空壳公司参与市场操纵,粉饰报表,有 85%的下跌空间。亚洲首富十几天内身家损失近 600 亿美元,也让与他私交甚笃的印度总理陷入信任危机。

总部位于纽约的做空机构 Hindenburg Research 最新的目标瞄准了来自印度的全球第三大富豪亚洲首富 - 高塔姆·阿达尼 (GautamAdani)。

2023 年 1 月 24 日, Hindenburg Research 发布了一份 106 页的报告, 针对高塔姆·阿达尼的阿达尼集团(Adani Group)一连提出 88 项指控, 称其“在过去几十年中参与了无耻的股票操纵和会计欺诈”。

阿达尼集团是印度第二大企业, 业务横跨能源物流、采矿、天然气、国防等多个领域。高塔姆·阿达尼 2023 年初的个人身家约 1200 亿美元, 而其中超过 1000 亿美元是在过去的三年中积累的。Hindenburg 的做空报告称, 这些财富增长主要得益于阿达尼集团旗下七家主要孟买上市公司 (另有两家小型上市公司) 股价的上涨, 阿达尼旗下几家公司的股价在 2019 年之后出现了 1300% 的暴涨; 而股价上涨背后, 实则是高塔姆·阿达尼的哥哥在毛里求斯等地设立的数十个空壳公司

进行股价操纵，或者通过各种手段粉饰财报；高塔姆·阿达尼的弟弟、姐夫等人，还被指存在税务欺诈、洗钱、商业诈骗、虚假陈述等多种罪行。

Hindenburg 称，阿达尼集团旗下上市公司有着天价的估值（报告发布前约 2180 亿美元），而从基本面看，他们有 85% 的下跌空间。报告一出，上述七家公司的股票和债券价格大幅跳水，截至 2 月 9 日的十余天时间里最多缩水超过 1200 亿美元，但近日有所回升。阿达尼本人已从“彭博全球亿万富翁排行榜”第三位下滑至第 21 位，亚洲首富之位被印度信实工业董事长穆克什·安巴尼(Mukesh Ambani) 取代。

阿达尼集团在 1 月 29 日祭出一份 413 页的回应，全盘否认了做空机构的指控，称 Hindenburg 的报告是“选择性错误信息以及陈旧、毫无根据和不可信的指控的恶意组合”，是“对印度、对印度企业的独立性、诚信和品质，以及对印度增长神话与雄心的蓄意攻击”，还将卖空者比作“海上强盗”。

尽管阿达尼集团还释放出了提前还款的消息，以及关联公司的业绩数据缓解了市场的悲观情绪但 MSCI 仍然削减了相关股票在指数中的权重全球最大主权财富基金挪威主权财富基金也表示，已将其持有的阿达尼集团的资产全数脱手。而资本市场之外的一些更深层次的问题，

例如高塔姆·阿达尼的发家与印度总理莫迪的私交等再次引发广泛关注。

## I. 空壳公司隐蔽操作

成立于 2017 年的 Hindenburg Research 是华尔街知名做空机构，近年的知名做空案例包括电动汽车公司 Nikola 和推特等。此次这份针对阿达尼的做空报告，是在与包括阿达尼集团前高管在内的数十人访谈，以及查阅了数千份文件、赴六个国家进行尽职调查后，历时两年形成的。

报告中最为核心的一项是描述了阿达尼集团在很大程度上由家族成员控制，尤其是高塔姆阿达尼的哥哥维诺德·阿达尼 (Vinod Adani) 通过 38 个在毛里求斯，以及多个在塞浦路斯、阿联酋、新加坡等地注册的空壳实体，实施多种不法行为，包括股票操纵、将钱洗到上市公司资产负债表上假装可以维持财务健康和偿付能力。

例如，2013 年至 2015 年，维诺德·阿达尼的一家新加坡壳公司，就将阿达尼旗下一家上市公司的亏损，从账簿中抹去，以粉饰净利润数据。“许多与维诺德·阿达尼相关的实体都没有明显的运营迹象，没有员工，没有独立的地址或电话号码。然而，他们还是将共计数十亿美元的资金转移到印度阿达尼的上市公司和私人手中，而且通常都不

披露这些交易是关联交易。” Hindenburg 的报告称。

面对这些空壳公司的指控，阿达尼集团的回应是：“维诺德·阿达尼在任何阿达尼上市实体或其子公司中不担任任何管理职位，也不参与日常事务。因此，这些问题与阿达尼集团无关，我们也无法评论您对维诺德·阿达尼先生商业交易中的指控。”

此外，根据印度证券监管机构 SEBI 的规则，为防止发起人持股比例和控股股东影响力过大，上市公司至少要有 25% 的公众持股，否则就要退市。这一最低公众持股量的规则，旨在减少内幕交易和市场操纵。因此，不少印度上市公司的股东，会利用毛里求斯和其他离岸司法管辖区的实体，来规避这些披露要求，或操纵上市公司股价。

而 Hindenburg 的调查报告显示，穿透之后，阿达尼旗下有四家上市公司因发起人持股比例高而逼近退市门槛：Adani Enterprises、Adani Transmission、Adani Power 和 Adani Total Gas 的内部人士持有比例都在 72% 以上；而一家新公司 Adani Wilmar 的比例高达 87.94%，必须到 2025 年初将其内部人持股减少到 75% 才能免于退市。

阿达尼集团相关公司的股价自 2019 年底以来上涨了 1300% 以上。做空报告认为，高度集中的所有权为操纵股票创造了肥沃的土壤，“很

明显，阿达尼集团的股价在过去 20 年的不同时间，因精心策划的操纵股票骗局而被人为推高——印度媒体和金融分析师似乎在很大程度上忽视了这一点”。

对此，阿达尼集团的回应是：“上述提到的每个实体都是阿达尼旗下上市公司的公众股东，但暗示他们是发起人是不正确的。上市公司无法控制谁购买/出售/拥有公开交易的股票或交易量，或此类公众股东的资金来源；根据印度法律，也不要求其公众股东披露此类信息。因此，我们不能对公众股东的交易模式或行为发表评论。”

阿达尼集团的回应被指避重就轻，其 413 页的声明中，针对调查报告作出回应的部分只有 30 页；做空报告提出的 88 个问题，有 62 个问题都未能给出解答。美国知名对冲基金经理阿克曼 (Bill Ackman) 称，Hindenburg 的报告“经过了充分研究且高度可信”。

值得一提的是，印度政策面目前禁止裸卖空，对做空亦有较多限制，如机构投资者在做空前要向交易所报备等。那么 Hindenburg 的空头头寸是如何建立的呢？这份做空报告仅透露，“我们通过在美国交易的债券和非印度交易的衍生工具持有阿达尼集团公司的空头头寸”。

近日，市场出现了一些阿达尼相关股票的抄底行为，这被解读为股价暴跌的局面正在缓解。为了安抚投资者，阿达尼集团还提前偿还了一

笔 2024 年才到期的 11.1 亿美元的贷款。但尽管如此，不少人士还是对阿达尼集团的债务问题以及面临的政治风险感到担忧。

2 月 9 日，挪威主权财富基金 ESG 风险监控部门主管 Christopher Wright 表示：“我们继续大幅降低在阿达尼集团旗下企业的持股，所以现在已没有任何部位”。2 月 10 日，全球指数提供商 MSCI 还是削减四只阿达尼集团相关股票的权重，将在 2 月 28 日收盘时实施自由流通量变更；分析称，此举将导致这些股票流出数亿美元。

## II. 阿达尼发家史

半年之前的 2022 年 9 月，对高塔姆·阿达尼来说绝对是高光时刻。当时，他以 1460 亿美元的身家跻身全球第三富，仅次于特斯拉创始人马斯克和亚马逊创始人贝佐斯。



现年 61 岁的高塔姆·阿达尼（上图），出生在印度西部古吉拉特邦的一个普通家庭，家中有 7 个兄弟姐妹，父母是小本经营的纺织商人。17 岁时，阿达尼考入古吉拉特大学，攻读商科；但因家庭条件以及认为商科课程与现实想去甚远，大二时便辍学。“教育能让一个人有丰富的知识。”高塔姆·阿达尼曾在接受 India TV 采访时说，“但我选择了另一条路：勤奋和经验。”

18 岁的阿达尼揣着一百卢比只身前往孟买，第一份工作是钻石分拣工。但没过多久，他就开了一家钻石经纪公司；20 岁时，就通过倒卖钻石赚到了人生的第一桶金。此后，他回到家乡，和哥哥一起创业，从最初倒卖 PVC 材料做起，到后来 1988 年成立 Adani Exports (阿达尼出口有限公司)将牙膏、鞋油等商品销往海外，阿达尼兄弟一路走来顺风顺水。

1994 年，古吉拉特邦政府宣布将蒙德拉港的管理外包，阿达尼最终获得了合约，由此将商业版图延伸至港口，并发展成为印度最大的私营港口公司。过去的几十年里，阿达尼不断投资和发展新的企业，并通过合并和收购，使其成为了印度最大的私营公司之一。目前，阿达尼集团的业务还涵盖了机场、绿色能源、数据中心、农业物流食用油、发电和输电等领域。阿达尼集团在印度市场共有 9 家上市公司，其中规模较大的 7 家公司的市值在做空报告发布前约 2180 亿美元。

如今，阿达尼集团不仅是印度最大的商业地产开发商，还拥有印度最大的综合港口，以及印度最大的太阳能发电厂等资产；集团旗下的 Adani Wilmer 是印度最大的食用油生产商，市占率大约 45%。值得一提的是，Adani Wilmer 是一家合资公司，股东另一方是亚洲糖王郭鹤年家族所控制的丰益国际，丰益国际也是阿达尼的长期合作伙伴。此次危机爆发后，Adani Wilmar 在印度市场的股价暴跌。丰益国际回应称，“做空机构的报告并没有提及关于公司的特定问题，拟继续支持该公司”。

市场戏称阿达尼集团是“印度最大的基础设施建设公司”。有分析认为，阿达尼赶上了好时候其商业帝国的扩张得益于上世纪九十年代印度的经济改革，国有企业垄断被打破，因国家红利而迅猛发展；也有分析认为，其版图的扩张并没有什么技术含量，只不过是“钱生钱”的简单逻辑还有分析称，阿达尼个人身家在疫情之后的暴涨，与疫情和俄乌冲突引发的全球能源价格、物流供应链拥堵带来的航运海运价格等密不可分但各种分析之下，始终绕不开的是他的政商关系。

### **III. 总理的老乡**



在阿达尼做空事件发生后，印度反对党方面对此《印度教徒报》称，监管机构已经开高度关注。始调查阿达尼集团是否存在任何股票操纵行为银行方面也开始介入审查。其实，在印度政坛对阿达尼集团有积怨者不在少数，而这一切都源于阿达尼与印度总理纳伦德拉·莫迪 (NarendraModi) 私交甚笃。

阿达尼与莫迪是同乡，他们都出生在古吉拉特邦，二人还算半个校友，且相识于微时。在成为印度总理之前，莫迪曾任古吉拉特邦首席部长相当于省长。2003年时，邦内暴力骚乱不断，莫迪因未能妥善处理骚乱而备受指责。在一次会议上，阿达尼公开为莫迪辩护，此后还帮莫迪组织了“活力古吉拉特”全球投资峰会。印度媒体还称，阿达尼很早就组建了一个游说团体，为莫迪的商业政策背书。

根据《福布斯》的报道，在莫迪的支持下，阿达尼曾以低价从邦政府手中拿了大量土地，用于转租或种植经济作物。此举自然引发不少印度农民的反对，但最终不了了之。坊间亦有不少传言，例如莫迪 2014 年在当选印度总理后，阿达尼还为他提供了私人飞机，供他往返古吉拉特邦和新德里。

《华盛顿邮报》的调查报道称，一名印度官员曾公开反对政府低价向阿达尼出售煤炭，但他很快就被莫迪政府撤职；还有一名地方议员，因带头绝食抗议阿达尼的一处发电站项目，最终被判监禁六个月。不仅如此，为便利阿达尼的煤炭产业发展，印度政府至少三次修订相关法律，至少为阿达尼节约了 10 亿美元。

阿达尼近些年大力发展的业务，如机场、发电厂、数据中心等，也都与莫迪发展印度的核心计划“不谋而合”。与此同时，在莫迪掌权后，阿达尼集团还得到了来自印度国有企业和银行的巨额融资。

但随着此次做空报告的发酵，阿达尼与莫迪本就是“公开秘密”的关系，开始进一步受到质疑，批评人士纷纷指责莫迪政府给了阿达尼集团不正当好处。Hindenburg 的报告也称，阿达尼集团多次面临腐败、洗钱和偷税的指控，总额估计达 170 亿美元，但这些调查要么被印度政府的各个部门搁置，要么被阻挠。

2月3日，阿达尼对今日印度电视台 (IndiaToday) 表示，“这些指控毫无根据”，并说与总理同乡，让他成为“容易受攻击的目标”。他坚称，“事实上，我事业成功不是因为任何一位领导人”。

2月8日，莫迪在议会发表了近90分钟的讲话，主要内容是列举政府的成就，并没有提及阿达尼集团；然而在现场，反对派议员几次高喊口号打断了他的讲话，要求对阿达尼集团展开调查。而莫迪仅表示：“全国14亿人民的祝福是我的保护罩，你们无法用谎言和谩骂摧毁它。”