



# エーバランス-ナンセンスなものづくり

エーバランスの経営陣は、異なる圧倒的で十分な証拠があるにもかかわらず、ヴァイスロイの批判や懸念はすべて問題ないと不条理に主張する。

**重要な免責事項 - 8 ページをお読みください。**

**2023 年 5 月 18 日 - 2023 年 5 月 17 日**、エーバランスは、「エーバランス - 日本企業化するか？そうは思えません」と題した報告書で Viceroy が指摘した懸念に対して、満足のいかない 2 つの回答を発表しました。

当社の報告書およびエーバランス社の経営陣の回答は、以下の通りです：

<https://viceroyresearch.org/2023/05/16/abalance-turning-japanese-we-really-dont-think-so/>

<https://www.abalance.jp/en/ir>

経営陣の反論は返答に値しないが、株主は返答に値します。以下、経営陣の反論を一点一点取り上げていきます。

また、Viceroy は昨日の朝、E メールでエーバランスに連絡を取ろうとしました。エーバランス社からは回答がなく、その後の回答でも、同社からの連絡はないとしています。

## 1. VSUN のサプライチェーンと "ものづくり" の範囲

1. 当社のグループ会社 Vietnam Sunergy Joint Stock Corporation (以下「VSUN」という) は、ソーラーパネルのサプライチェーンにおける VSUN の唯一の用途は、セルをフレームにラミネートすることである。太陽光パネルは、新疆ウイグル自治区の強制労働収容所から材料を調達している中国のサプライヤーから購入される。  
VSUN は、中国のバススルー・サプライヤーとして、来年から米国で不利な貿易制限に直面します。同社はすでに貿易関税を回避し、薄利多売で経営している。VSUN の社員は、制限を回避することを宣伝している。

(回答)

本件記述内容につきましては、全く事実無根であります。

新疆ウイグル自治区の強制労働収容所から材料を調達している中国のサプライヤーから購入している事実はありません。

VSUN は、欧米始め各国へ太陽光パネルを輸出しておりますが、全て各国の法令遵守しております。

図1- Viceroy Research 社の報告書に対するエーバランス社の回答から抜粋。

私たちの以下の懸念をエーバランスは認めています：

- 太陽電池の製造工程における最小限の付加価値である。
- 2024 年 6 月に開始される米国の AD/CVD 命令および貿易制限により悪影響を受ける可能性がある。
- すでに AD/CVD 関税を回避している。

20 ページ以上にもおよび、私たちの報告書にもその旨が記載されているにもかかわらず、経営陣は私たちの懸念は「根拠がない」と主張しています。詳しい説明はなされていません。

さらに、新疆ウイグル自治区での強制労働を利用する中国のサプライヤーとの取引についても、経営陣は激しく否定しています。これは、死ぬには悪い丘です。



Viceroy は、中国のサプライヤーを強調し、名指しした *具体的で詳細な* VSUN の輸入データを引き出しています。エーバランスは彼らと取引していることを否定することはできません。

|                                                        | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Grand Total |
|--------------------------------------------------------|------|------|------|------|-------------|
| <b>Row Labels</b>                                      |      |      |      |      |             |
| VSUN CHINA CO.,LTD                                     | 24%  | 21%  | 24%  | 32%  | 24%         |
| 85414021                                               | 15%  | 9%   | 24%  | 32%  | 18%         |
| 85414022                                               | 0%   | 11%  | 0%   | 0%   | 4%          |
| 85419000                                               | 10%  | 0%   | 0%   | 0%   | 2%          |
| TONGWEI SOLAR CO., LTD                                 | 0%   | 1%   | 6%   | 20%  | 5%          |
| 85414021                                               | 0%   | 1%   | 6%   | 20%  | 5%          |
| JIANGSU RUNERGY PV TECHNOLOGY CO.,LTD                  | 1%   | 0%   | 33%  | 19%  | 13%         |
| 85414021                                               | 1%   | 0%   | 33%  | 19%  | 13%         |
| ZHEJIANG AIKO SOLAR ENERGY TECHNOLOGY CO. LTD          | 1%   | 1%   | 6%   | 18%  | 5%          |
| 85414021                                               | 1%   | 1%   | 6%   | 18%  | 5%          |
| 85419000                                               | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%          |
| ANHUI YINGFA RUINENG TECHNOLOGY CO., LTD               | 2%   | 1%   | 4%   | 10%  | 4%          |
| 85414021                                               | 2%   | 1%   | 4%   | 10%  | 3%          |
| 85419000                                               | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%          |
| CHANGZHOU ZHISHENG PHOTOELECTRICITY TECHNOLOGY CO.,LTD | 1%   | 1%   | 4%   | 1%   | 2%          |
| 85414021                                               | 0%   | 1%   | 4%   | 1%   | 2%          |
| 85419000                                               | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%          |
| GUANGDONG AIKO SOLAR ENERGY TECHNOLOGY CO.,LTD         | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   | 1%          |
| 85414021                                               | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   | 1%          |
| 85419000                                               | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%          |
| SEAGO INTERNATIONAL TRADING LIMITED                    | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%          |
| 85419000                                               | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%          |
| CHANGZHOU DOMI OPTOELECTRONIC TECHNOLOGY CO.,LTD       | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   | 1%          |
| 85414021                                               | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   | 1%          |
| THE COLUMBUS TECHNOLOGY PTE. LTD                       | 0%   | 0%   | 7%   | 0%   | 2%          |

図2- 太陽電池、パネル、モジュールでフィルタリングされた VSUN 輸入の TradeSparq データ

これらのサプライヤーは、新疆ウイグル自治区での強制労働の使用に、直接またはサプライチェーンを通じて大きく関与しています。

**Jiangsu Runergy 江苏润阳新能源科技**

Jiangsu Runergy is a solar cell supplier and what we believe is VSUN's largest solar cell supplier. It is itself supplied by LONGi who are mentioned in the Sheffield Hallam report on Uyghur forced labor practices in the solar industry. The report notes that LONGi's activities in the Uyghur region are limited to power generation and are do not include labor transfers.

However, LONGi is a customer of GCL Poly, Xinte, Daqo and Asia Silicon, all companies that were identified as having engaged in "labor transfers" and "poverty alleviation" in Xinjiang. These terms are synonymous with forced labor and relocation.

**Tongwei Solar 通威太阳能**

Tongwei Solar is listed by the Sheffield Hallam report as a customer of the sanctioned Xinjiang Hoshine, stating that "it appears that Tongwei's raw materials are typically sourced from companies proximate to their polysilicon facilities".

**Zhejiang Aiko Solar Energy Technology 浙江爱旭太阳能科技有限公司<sup>45</sup>**

Aiko Solar acquires its wafers from Shangji Automation who in turn have supply agreements with GCL Poly, Xinte, Daqo and Asia Silicon who were all identified as having engaged in "labour transfers" and "poverty alleviation" in Xinjiang.

図3- エーバランス - 日本企業化するか？そうは思えません"

エーバランスは、そのサプライチェーンが汚れた強制労働によって支えられていないことを保証するために、内部統制があるとすれば、どのようなものですか？

なぜエーバランスは、強制労働に関与した企業から材料を調達し続けるのですか？





## VSUN の建設現場

2. エーバランスは、2023 年 10 月に完成予定のセル工場の建設をベトナムで開発中である旨公表しています。現地での申請では、そのような建設許可は承認されていない。予想されるセル生産能力は、現在のパネル生産量をはるかに下回る。現地視察によると、このプロジェクトは予定通りには完成しないようだ。

(回答)

本件につきましては、本年 2 月 9 日にベトナム当局から建設許可をいただき、ベトナム国の建設基準に基づき適正に対応しており、現在セル工場の建設が計画通りに順調に進ん

でおります。

現在のセル工場建設 現場の動画をご覧ください。 <https://youtu.be/33Xjjqky9I0>

フィギア 4& 5- Viceroy Research の報告書に対するエーバランスの回答から抜粋。

エーバランスは、2023 年 2 月 9 日に建設許可を取得したと主張しています。

さらに：VSUN の投資証明書の運用スケジュールでは、建設許可は 2022 年 12 月～2023 年 1 月に申請されると案内されています。にもかかわらず、同施設の建設許可証が承認されたものを見つけることができませんでした。

8.2 Tiến độ xây dựng cơ bản và đưa công trình vào hoạt động hoặc khai thác vận hành:

- Từ tháng 10/2022 - 12/2022: Thực hiện các thủ tục đầu tư, đất đai để bàn giao mặt bằng.

- Từ tháng 12/2022 - 01/2023: Thực hiện các thủ tục liên quan đến cấp phép xây dựng, môi trường, PCCC, ...

- Từ tháng 01/2023: Dự kiến khởi công công trình

- Từ tháng 7/2023 - 9/2023: Lắp đặt thiết bị và vận hành thử nghiệm dây chuyền sản xuất

### 8.2 基本的な工事進捗と運用スケジュール

2022 年 10 月～2022 年 12 月：投資と土地の引き渡しに関連する手続きを実施する。

2022 年 12 月～2023 年 01 月：建設許可、環境、防火などに関連する手続きの実施。

2023 年 01 月より：建設開始予定

2023 年 07 月～2023 年 09 月まで：生産ラインの機器設置、試運転。

フィギア 6& 7- VSUN の投資証明書の抜粋と翻訳

この投資証明書のコピーは、本レポートと一緒に当社のウェブサイトへ投稿される予定です。

そして経営陣は、彼らの新しい施設建設の進捗状況を示す YouTube のビデオをリンクしました。そう、私たちは現地を訪れたのです。それが、私たちが報告書で写真に収めた施設です。写真の日付は 2023 年 5 月 12 日に終わる週のものです。

2023 年 5 月 12 日の週に実施した現地視察では、要求された工事証明書の写しが展示されていなかったことを再確認しました。

経営陣が投資家および Viceroy に建設許可証のコピーを提供できるのであれば、この懸念は撤回してもよいでしょう。



## 2. ダumpingと貿易制限

### 3. ダumping、貿易制限、迂回行為について

VSUN は、中国製品のバスルー組立工場である。米国のアンチダumping関税とカウンタバーリング関税 (AD/CVD) を回避する ことを唯一の目的としています。

(回答)

VSUN は、各国の要求に応じて太陽光パネルを輸出しており、各国の法令に全て遵守しております。

図8- Viceroy Research の報告書に対するエーバランスの回答から抜粋。

エーバランス社は、AD/CVD 命令を積極的に回避しているという Viceroy 社の懸念を認めています。

経営陣はこれを否定し、各国の法令を遵守してソーラーパネルを輸出していると主張しています。

これは嘘です。

明確にしておく、エーバランスは、米国商務省 (DoC) の太陽電池モジュールの AD/CVD 調査において、AD/CVD 命令を回避していると特に指摘されています。これらの命令は、2012 年以来実施されています。

DoC の調査は、ソーラーモジュール製品の真の原産地を確認することを目的としています。とりわけ、DoC は問い合わせを行った：

- 「米国に輸入される前に、当該商品が中国で生産された注文対象商品からベトナムで完成または組み立てられたかどうか」。
- "ベトナムでの組立・完成の過程が僅少で重要でないものかどうか"
- "中国で生産された商品の価値が、米国に輸出された商品の総価値の重要な部分を占めるかどうか"

VSUN は DoC の質問状に回答せず、AD/CVD 命令違反と判定されました：

#### Companies That Failed to Respond to the Q&V Questionnaire

1. Cong Ty Co Phan Cong Nghe Nang (Global Energy)
2. GCL System Integration Technology
3. Green Wing Solar Technology Co., Ltd.
4. HT Solar Vietnam Limited Company
5. Irex Energy Joint Stock Company
6. S-Solar Viet Nam Company Limited
7. Venergy Solar Industry Company
8. Vietnam Sunergy Joint Stock Company

With respect to the non-responsive companies listed in the appendix to this memorandum, as AFA (see section VII of this memorandum above), we determine that these companies have affiliates in China and that these affiliations weigh in favor of finding circumvention for these companies.

With respect to the non-responsive companies listed in the appendix to this memorandum, as AFA (see section VII of this memorandum above), we have determined that the value of their processing performed in Vietnam is a small proportion of the value of the inquiry merchandise imported into the United States, which weighs in favor of finding circumvention.

図9- サーキュレーション照会ベトナム 2022 年 DoC より抜粋

エーバランス社に買収される前：VSUN は、CSUN の子会社として AD/CVD 命令を回避していました。

DoC の調査結果は公文書として公開されており、以下のリンクから簡単にアクセスできます：

<https://www.solarpowerworldonline.com/wp-content/uploads/2022/12/VIETNAM.pdf>

我々は、VSUN が米国の AD/CVD 命令を回避することのみを目的としていることを再確認し、VSUN が単なるリパッケージング施設であると考えています。

<sup>1</sup><https://www.solarpowerworldonline.com/wp-content/uploads/2022/12/VIETNAM.pdf>





### 3. (再) 制限、調査・社員について

4. VSUN のベトナム工場は、製造能力がソーラーパネル組み立ての最も技術的に複雑でない後工程に限定されている。

VSUN の輸入データによると、主要市場である米国のアンチダンピング関税や相殺関税を回避するために、実質的にすべての部品を中国のサプライヤーから購入し、ベトナムで組み立てていることがわかる。

VSUN のソーラーパネルは、2024 年 6 月に施行される米国商務省 (DoC) による厳しい規制の対象となります。この規制は、ベトナム、タイ、マレーシア、カンボジアの企業が中国製のソーラーパネルやコンポーネントのパススルーとして機能していることを対象としています。

VSUN は、製品の原産地に関する DoC の照会に応じなかった。

VSUN は、旧中国企業との間に、スタッフの共有、CE 認証、ほぼ同じ型番やカタログなど、多くのつながりがあります。

VSUN の採用ページには、中国・上海での上級職が多数掲載されています。

(回答)

米国の東南アジア 4 か国に対しての制限について、VSUN の米国の顧問弁護士、専門家たちが米国の商務省に対して、法令に基づいて的確に説明し、対応しています。

また、米国司法省の調査にも積極的に対応し、全て回答しております。

VSUN は、中国を含めた日本、ベトナム、米国、ドイツ、欧米諸国等様々な国々出身の多数の社員が在籍するグローバル企業です。

図10- Viceroy Research のレポートに対するエーバランスの回答 (抜粋)

奇妙なことに、エーバランスは、すでに取り上げられたトピックを混同して、さらに首尾一貫性のない回答をしているようです。経営陣は、私たちの懸念を次のように受け止めています：

- VSUN のベトナムの施設では、太陽電池モジュールの製造工程のうち、ごく一部、重要な部分を担当している。
- 太陽電池モジュール製造の事実上すべての部品と価値が中国のサプライヤーから調達されていること。
- VSUN パンは、2024 年 6 月の大統領令の猶予期間終了後、DoC から厳しい規制を受けることになる。
- VSUN は、製品の原産地に関する DoC の問い合わせに回答していない。
- VSUN は、かつて倒産し、AD/CVD を回避した所有者である CSUN の不死鳥である。

エーバランスは、自社の法律顧問や専門家が米国 DoC に適切な説明と回答を行ったと述べています。既に述べたように、これは明らかに事実と異なります。DoC は、VSUN の提出した資料が受け入れ可能な回答には該当しないことを極めて明確に示しています。

そして、エーバランスは、司法省 (DoJ) の調査にも対応していると奇妙なことを述べています。透明性 (あるいは失態) には拍手を送りたいが、これまで知られていなかった司法省の調査に対応していることを自慢するのは、奇妙な PR 戦術です。

(回答)

米国の東南アジア 4 か国に対しての制限について、VSUN の米国の顧問弁護士、専門家たちが米国の商務省に対して、法令に基づいて的確に説明し、対応しています。

また、米国司法省の調査にも積極的に対応し、全て回答しております。

VSUN は、中国を含めた日本、ベトナム、米国、ドイツ、欧米諸国等様々な国々出身の多数の社員が在籍するグローバル企業です。

翻訳します："VSUN は米国司法省の調査にも積極的に対応した"

図11- 2023 年 5 月 17 日付エーバランスプレスリリース

エーバランスは、コスト分析が製造物の原産地を決定する重要な要素であるにもかかわらず、中国に従業員が集中することを問題視していません。



さらに、DoC によるコンプライアンスに関する不利な指摘にもかかわらず、我々は、中国に拠点を置く VSUN の営業担当者が、VSUN が AD/CVD 命令を回避できると積極的に宣伝していることに注目しています：中国にいる VSUN のセールスマネージャーは、VSUN が AD/CVD 命令を回避できることを積極的に宣伝しているようです。

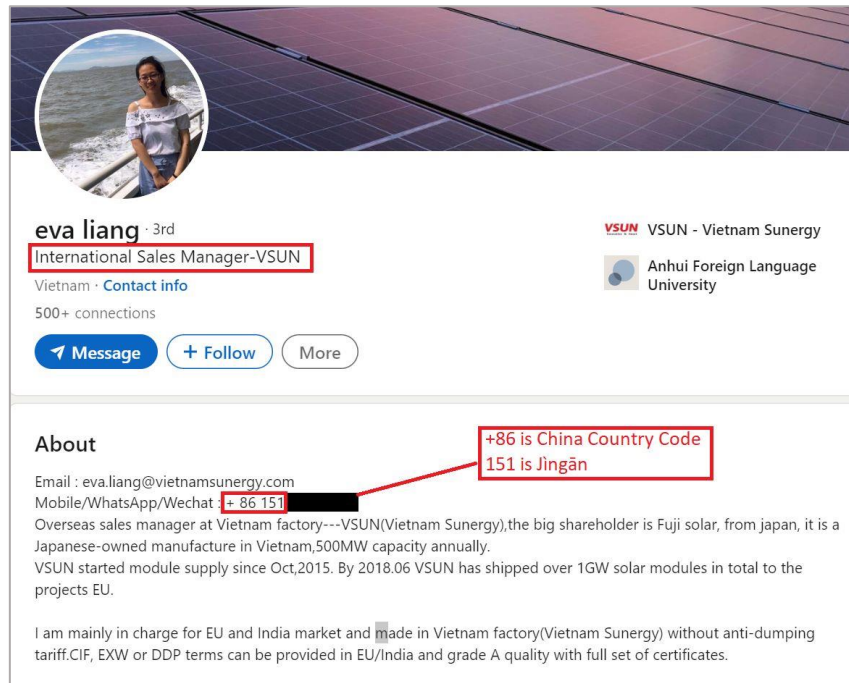


図12- Viceroy Research 社の報告書に対するエーバランス社の回答から抜粋。

#### 4. CSUN との関係

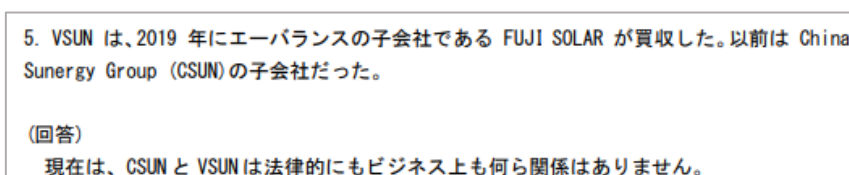


図13- Viceroy Research のレポートに対するエーバランスの回答（抜粋）

エーバランスは、CSUN との間に現在の関係があることを否定しています。

これは、死ぬには不条理な丘であり、経営陣の受け入れがたい対応です。VSUN と CSUN の間には、様々な文書化されたつながりがあります。

など、経営陣はこれらの関連に一切触れていません：

- 製品がデザイン、材料特性ともに同一であること（すなわち、同一製品であること）
- VSUN の保証が CSUN のパネルを対象としていること
- VSUN のスタッフが、VSUN と CSUN で同時に働いているように見え、同一の商品を販売していること
- VSUN のプロジェクト・パートナーが、CSUN と取引関係がないにもかかわらず、CSUN の製造施設を頻繁に訪問していること



## 5. 2024 年 6 月 コンプライアンス

6. エーバランスが米国の AD/CVD 命令を回避することに加担しており、早ければ 2024 年 6 月に米国 から締め出されることになると考えている。

(回答)

そのような事実はありません。適宜、VSUN の米国の顧問弁護士や専門家たちに相談し、的確な助言に従いながら、法令順守に努めており、2024 年 6 月に米国から締め出されることはありません。

今後も脱炭素に向けた取り組みを強化し、太陽光パネルに対する旺盛な需要に応じてまいります。

フィギア 14& 15- Viceroy Research のレポートに対するエーバランスの回答から抜粋。

エーバランスは、VSUN 製品が非準拠であり、バイデン大統領が認めた猶予期間後に AD/CVD 命令に違反することが判明することを懸念しています。

この猶予期間は、実稼働中のプロジェクトに悪影響を及ぼさないように、また、米国のプロジェクトマネージャーに適合するモジュールを調達する時間を与えることを目的としています。

DoC に不適合と判断された場合、VSUN は莫大な関税を課されたり、米国での取引が制限されることになります。

エーバランスの経営陣は、この問題を完全に否定しています。





## 注意喚起公益通報者について

当社は、Abalance 株式会社、その関連会社またはその他の事業体における不正行為に関連する情報をお持ちの方は、適切な規制機関に報告することを推奨します。

また、このような問題を擁護するために内部告発者が報復を受けることがあることも、私たちは身をもって理解しています。Viceroy は、可能な限り、内部告発者の身元を保護するために、規制当局への情報提供や公益性のある情報の報告において、仲介役を務めることをうれしく思います。

Viceroy チームへのお問い合わせは、メール ([viceroy@viceroyresearch.com](mailto:viceroy@viceroyresearch.com)) でお願います。

## Viceroy について

Viceroy Research は、調査型の金融リサーチグループです。グローバル市場がますます不透明で複雑化し、従来のゲートキーパーやセーフガードがしばしば危険にさらされる中、投資家や株主は、公開企業やその推進者、スポンサーによって誤解や不案内を受けるリスクがこれまで以上に高まっています。私たちの使命は、虚構から事実を選別し、上場企業による報告・開示の透明性を通じて経営陣の説明責任を高め、グローバル資本市場の質を全体的に向上させることです。

## 重要な免責事項 - 続ける前にお読みください

本レポートは、教育目的のために作成されたものであり、当社の意見を表明するものである。本レポートおよび本レポートに関連するいかなる記述も、公開された事実、現地調査、情報、および当社のデューデリジェンスプロセスによる分析に基づく著者らの意見であり、事実を表明するものではありません。すべての意見表明は、予告なしに変更されることがあり、当社は、いかなるレポートまたはそれらに含まれる情報、分析および意見の更新または補足を行うことを約束するものではありません。当社は、当社が調査する公開企業に関する当社の意見を公表することは、公共の利益に資するものと考えています。私たちには、私たちの意見と、そのような意見を公共の場で表明する権利があります。本レポートで引用した、あるいは本レポートを執筆するために当社が依拠した情報や証拠については、パブリックドメインの情報からアクセスすることができます。

私たちの能力と信念の及ぶ限り、ここに含まれるすべての情報は正確かつ信頼できるものであり、私たちが正確かつ信頼できると信じる公的情報源から入手したものであり、ここに含まれる株式のインサイダーまたはコネクションパーソンではない、あるいは発行者に対して信認義務または守秘義務を負う可能性のある人たちが入手したものです。私たちは、私たちが書いたものすべてに対して誠実に信じていますが、そのような情報はすべて「現状のまま」提供され、明示または黙示を問わず、いかなる種類の保証也没有。

本レポートに掲載されている情報によって生じた直接的または間接的な取引上の損失については、いかなる場合も責任を負いません。当社の意見について批判的に考え、投資判断を下す前に、ご自身で調査・分析を行ってください。当社は、いかなる法域においても、投資顧問として登録されていません。本レポートをダウンロード、閲覧、またはその他の方法で利用することにより、利用者は、本レポートに記載されている証券に関して投資判断を行う前に、利用者自身で調査およびデューデリジェンスを行うことに同意し、そうすることにより、利用者が本レポートの情報、分析および意見を批判的に評価できる十分な投資知識を有することを当社に対して表明することになります。株式取引に関しては、証券会社の専門家の助言を仰ぐ必要があります。

本資料またはここに記載された情報は、いかなる種類のオファー、オファーの勧誘、招待、サービスや製品のマーケティング、広告、誘導、表現として解釈されるべきものではなく、投資アドバイスや投資商品の売買やあらゆる種類の投資の推奨、または特定の投資や投資戦略のメリットやデメリットに関する意見として解釈されるものではありません。

投資や投資戦略、取引アイデアの例や解釈は、説明と教育目的のみのものであり、特定の投資および/または戦略の過去または将来のパフォーマンスや成功の可能性を示唆するものではありません。本レポートの発行日現在、著者は本レポートに掲載されているすべての株式（および/または株式に関するオプション、スワップ、その他の派生証券）および債券に直接的または間接的な利益/ポジションを持っており、したがっていずれかの価格が下落した場合に金銭的利益を得る立場にあると考えるべきでしょう。





著者は、本レポートに掲載された発行体の有価証券の直接・間接取引を無期限で継続することができ、最初の推奨にかかわらず、今後いつでもロング、ショート、またはニュートラルになる可能性があります。