



エーバランス – Open Kimono

エーバランスの経営陣とその CSUN の関係者は、エーバランスの株主から資産とお金を横領しているようです。FUJI SOLAR 監査役も同事業の大株主です。

重要な免責事項 - 13 ページをお読みください。

2023 年 5 月 19 日 - この報告書では、我々のチームが日本および香港から入手した、エーバランスのインサイダーとの多数の未公表の関連当事者取引を示す企業報告書について詳述いたします。これらの取引は、ダミー・シェル・カンパニーや VSUN の非連結子会社で行われています。

- 私たちの調査によると、エーバランスの経営陣とその CSUN の関係者がエーバランスの株主から資産とお金を横領していたことが判明しました。
- その中心は、エーバランスの CEO である龍潤生氏であり、彼は株主に対して自らの関与を説明する必要がありますと私たちは考えています。
- 子会社である VSUN で会社の売上の 90%以上を占める FUJI SOLAR は、独立した第三者の会計事務所ではなく、子会社の共同経営者が監査しているようです。
- また、本レポートでは、エーバランスの完全連結子会社におけるマイナーな経済的持分に適用される筋の通らない評価指標を分解して説明します。
 - Viceroy は、最初のレポートで、VSUN を完全に連結しているにもかかわらず、その持ち株構造上、VSUN の事業から得られる利益の約 43%しか得られないという事実を紹介しました。エーバランスは FUJI SOLAR の 51%を所有し、FUJI SOLAR は VSUN の 85%を所有しています。

私たちが収集したデータは、すべて公的な登録機関から提供されたもので、数ドルのコストで独自に検証することができます。私たちの仕事は正確に参照されています。経営陣は、私たちの懸念に直接対処することなく、Viceroy の仕事の信憑性を否定する余地はないのです。

過去のレポートは、下記リンクからご覧いただけます：

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

<https://viceroyresearch.org/2023/05/17/abalance-manufacturing-nonsense/>

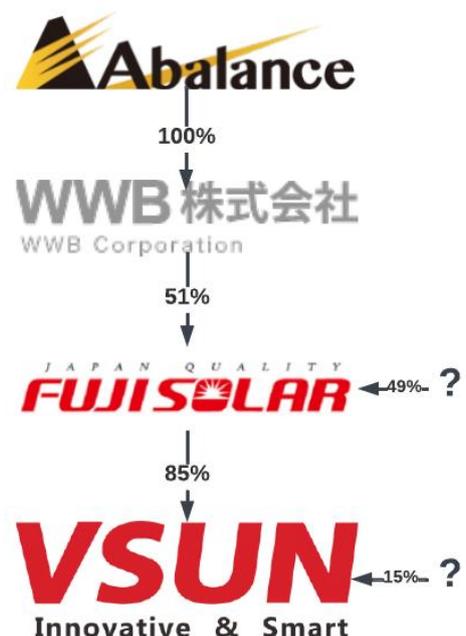
1. 背景

エーバランスは複雑な企業構造を持っていると言っても過言ではありません。

当初の報告書では、エーバランスの会計が VSUN を完全に連結していることを強調しています。

しかし、エーバランスの株主は、仲介子会社に第三者投資家がいるため、VSUN の経済的持分の 43%程度しか取得できません。

少数株主に加え、エーバランスは多数の非連結子会社を有しています。これらの子会社の活動、資産、売上高に重要性はないとしています。





これは嘘です。私たちの調査によると、このオフバランス事業体は関連当事者と積極的に取引を行い、エーバランスの資産を横領するために利用されているようです。



2. FUJI SOLAR

FUJI SOLAR は、VSUN の直近の 85% 株主です。FUJI SOLAR と VSUN を合わせると、エーバランスの収益の 90% 以上に寄与しています。

エーバランスは、前回の開示時点では、FUJI SOLAR の株式を 51% しか保有していません。他の FUJI SOLAR の株主の身元については、これまで一度も株主に知らせていません。

FUJI SOLAR の株主

2020 年 10 月 5 日、FUJI SOLAR の株主は 3 名となりました：

- 34% - エーバランスの 100% 子会社である WWB 株式会社
- 55% - VSUN Power Company Limited
- 11% - 株式会社エヌエーグローバル

(7) 大株主及び持株比率	株主名	比率
	WWB 株式会社	34.0%
	株式会社エヌエーグローバル	11.0%
	VSUN POWER COMPANY LIMITED	55.0%

図1 - 2020 年 10 月 5 日付エーバランスプレスリリース

2020 年 7 月から 2021 年 1 月 8 日にかけて、WWB 株式会社は、CSUN および CEEG に広く関与していた Lu Han: から VSUN Power Company Limited の過半数 57% の株式を取得しました（過去の Viceroy レポート参照）。

姓名/名稱 Name	地址 Address	Current Holding	姓名/名稱 Name	地址 Address	現時持有量 Current Holding
陸瀚 LU Han	No. 16, Luojia Mountain Residential District, Wuchang District, Wuhan City, Hubei Province, People's Republic of China	11,454 2020年1月8日	WWB 株式会社	Tennoz First Tower 5th Floor, 2-2-4, Higashi-shinagawa Shinagawa-ku, Tokyo, 140-0002, Japan	11,454 2021年1月8日
張天宇 ZHANG Tianyu	No. 19A-94, Section 3 Jiefang Road, Guta District, Jinzhou City, Liaoning Province, People's Republic of China	4,910	張天宇 ZHANG Tianyu	No. 19A-94, Section 3 Jiefang Road, Guta District, Jinzhou City, Liaoning Province, People's Republic of China	4,910
蔡建峰 CAI Jianfeng	Room 404, Building No. 4, Huimin New Village, Yangzhong City, Jiangsu Province, People's Republic of China	3,636	蔡建峰 CAI Jianfeng	Room 404, Building No. 4, Huimin New Village, Yangzhong City, Jiangsu Province, People's Republic of China	3,636

図2&3 - VSUN Power (HongKong) Company Limited の株主：2020 年 1 月 8 日、2021 年 1 月 8 日（日付は Viceroy が追加しました）。

VSUN Power Company の株式の過半数を保有しているにもかかわらず、エーバランスは、"小規模であり、その資産、純利益（損失）および利益剰余金は連結財務諸表に重要でない"として、この持ち株会社を連結財務諸表から除外しています。

WWB が陸瀚氏の VSUN 電力会社の株式を取得した当時、その価値は VSUN の 25% 以上に相当し、VSUN の連結収益のほとんどを占めていた。その価値は、比例して、絶大なものでした。



なぜイーバランスは、2021年の財務諸表で VSUN Power Company Limited を連結しなかったのか？

なぜイーバランスは、VSUN の25%の経済的持分をオフバランス化し、隠していたのか？



VSUN Power Company Limited のその他の株主

蔡健峰氏は、VSUN Power Company Limited の非公開の大株主、Abalance の「オペレーション・オフィサー」、VSUN Solar USA（エーバランスの完全子会社）の取締役、及び FUJI SOLAR 社の取締役である。

張天宇氏は、蔡健峰と並んで VSUN Solar USA の取締役を務めています。

両者ともエーバランスの従業員であり、エーバランスと共同で VSUN の大部分を所有しています。彼らは関連当事者であります。

WWB、FUJI SOLAR への出資比率の引き上げ

2020 年 10 月中旬から下旬にかけて、WBB は FUJI SOLAR の 31.5% を 420 万米ドル（4 億 5000 万円）でさらに取得し、12 月後半に 14.5% の株式を 190 万米ドル（210 円）で無名のカウンターパーティに売却すると脚注を付けています。

この株式の少なくとも一部は、VSUN Power Company Limited から購入されたはずで、**未公表の関連当事者取引となります**。エーバランスは、VSUN Power Company Limited の株主であったため、このことを知っていました。

その後、エーバランスは、FUJI SOLAR の一部を、非公開の（おそらく関連する）当事者に対して、全く不一致の金額で売買することを何度か発表しました：

- WWB は、おそらく非公開の関連当事者（株式を満たすことができる唯一の他の当事者）から高値で株式のパケットを購入
- その後、WWB は同じ持ち分を非公開の相手にもっと小さな価値で売却

これは横領と思われます。

In October 2020 Abalance acquired another 31.5% of Fuji Solar for US\$4.2m (JPY450m) with a footnote stating that it would sell a 14.5% stake later in December to an unnamed counterparty for US\$1.9m (JPY210)³⁸. Note that the company specifies US dollars as the currency of the transaction.

Abalance's Q2 2021 filings show a 51% interest in Fuji Solar and a purchase price for the net 17% stake for JPY237m with no mention of the subsequent share sale.

However, in its Q4 2021 filings the company states a 75% interest in Fuji Solar and its purchases for the year at JPY679m.

This implies that after raising its ownership from 34% to 65.5% for JPY450m (\$4.4m) before selling 14.5% for US\$1.9m (JPY203m), Abalance then acquired another 24% for JPY442m (US\$4.0m). There is no mention of why this later purchase commanded a premium on the purchase carried out 6 months earlier.

Its Q4 2022 filing shows that its ownership of Fuji Solar has returned to 51%, again without any explanation.

図4&5 - Viceroy Research 「エーバランスは日本企業化するか？そうは思えません」¹

¹<https://viceroyresearch.org/2023/05/16/abalance-turning-japanese-we-really-dont-think-so/>



なぜエーバランスは、株主を犠牲にして役員を直ちに利する関連当事者取引を開示しなかったのか？

エーバランスは、非公開の関連当事者から購入した FUJI SOLAR 株を、誰に安く売ったのでしょうか？

エーバランスは、投資家に対して、VSUN パワー社の FUJI SOLAR 株を購入したと伝えようとする予想されます。これは、より少ない金額ですぐに処分され、株主の絶対的な不利益と非公開の経営陣の利益となるため、同様に無意味なことです。

3. オフバランスの VSUN 持分の処分

2022 年度決算において、エーバランスは、VSUN Power Company Limited の全株式をオフバランスで処分し、その中には VSUN の重要な部分が含まれていました。

以下の株式譲渡書から、WWB が VSUN Power Company の全株式を蔡健峰氏と張天宇氏（他の既存株主）に譲渡したことがわかります。

姓名／名稱 Name	地址 Address	股份 Shares			備註 Remarks
		現時持有量 Current Holding	轉讓* Transferred *		
			數目 Number	日期 Date	
蔡建峰 CAI Jianfeng	Room 404, Building No. 4, Huimin New Village, Yangzhong City, Jiangsu Province, People's Republic of China	8,908			
WWB 株式會社	Tennoz First Tower 5th Floor, 2-2-4, Higashi-shinagawa, Shinagawa-ku, Tokyo, 140-0002, Japan	6,182	5,272	31/12/2021	To: CAI Jianfeng
張天宇 ZHANG Tianyu	No. 19A-94, Section 3 Jiefang Road, Guta District, Jinzhou City, Liaoning Province, People's Republic of China	4,910			

姓名／名稱 Name	地址 Address	股份 Shares			備註 Remarks
		現時持有量 Current Holding	轉讓* Transferred *		
			數目 Number	日期 Date	
蔡建峰 CAI Jianfeng	Room 3602, Level 36, Tower 1, Enterprise Square Five, 38 Wang Chiu Road, Kowloon Bay, Kowloon, Hong Kong	12,893			Address updated on 8 January 2023
張天宇 ZHANG Tianyu	Room 3602, Level 36, Tower 1, Enterprise Square Five, 38 Wang Chiu Road, Kowloon Bay, Kowloon, Hong Kong	7,107			Address updated on 8 January 2023
WWB 株式會社	Tennoz First Tower 5th Floor, 2-2-4, Higashi-shinagawa, Shinagawa-ku, Tokyo, 140-0002, Japan	(Nil)	2,197	09/05/2022	To: ZHANG Tianyu
			3,985	09/05/2022	To: CAI Jianfeng

図6- VSUN Power (Hong Kong) Company Limited 2021 年 1 月 8 日付年次報告書



WWB がどのような対価を受け取ったかは不明です。VSUN 電力会社は非連結であり、「重要性がない」「小さい」という表現からエーバランスの財務報告から完全に除外されていたようです。

これは事実上、主要資産のオフバランス取引であり、株主および日本の金融規制当局による監視が必要です。

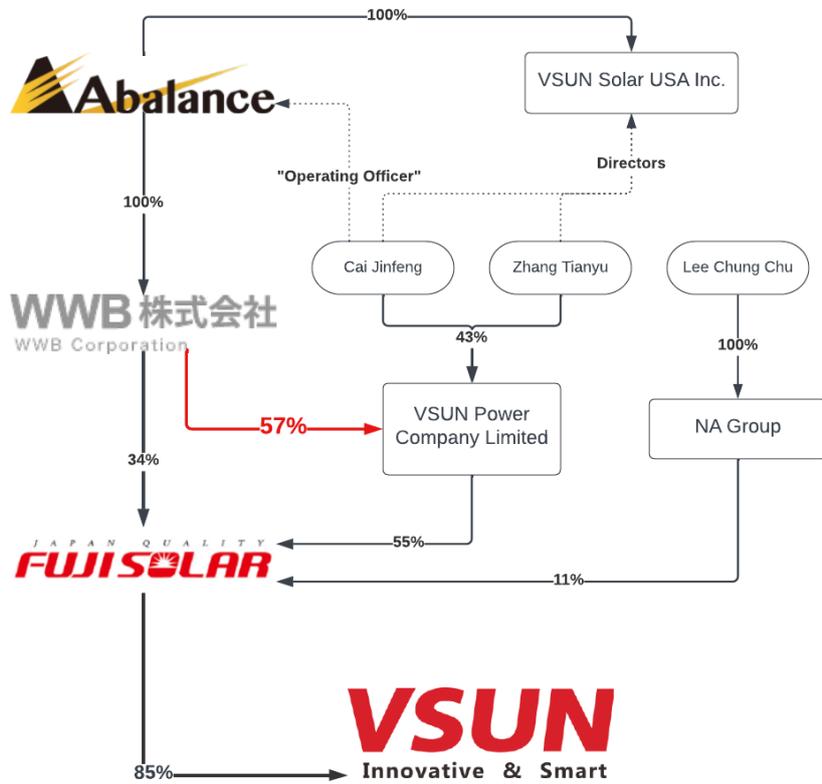
この取引は、資産の横領に該当する可能性が高いと考えています。エーバランスの関連当事者として、今回も未公表の関連当事者取引であることに留意します。

エーバランスは、VSUN 電力会社の売却に対して（もしある場合）どのような対価を受け取ったか？

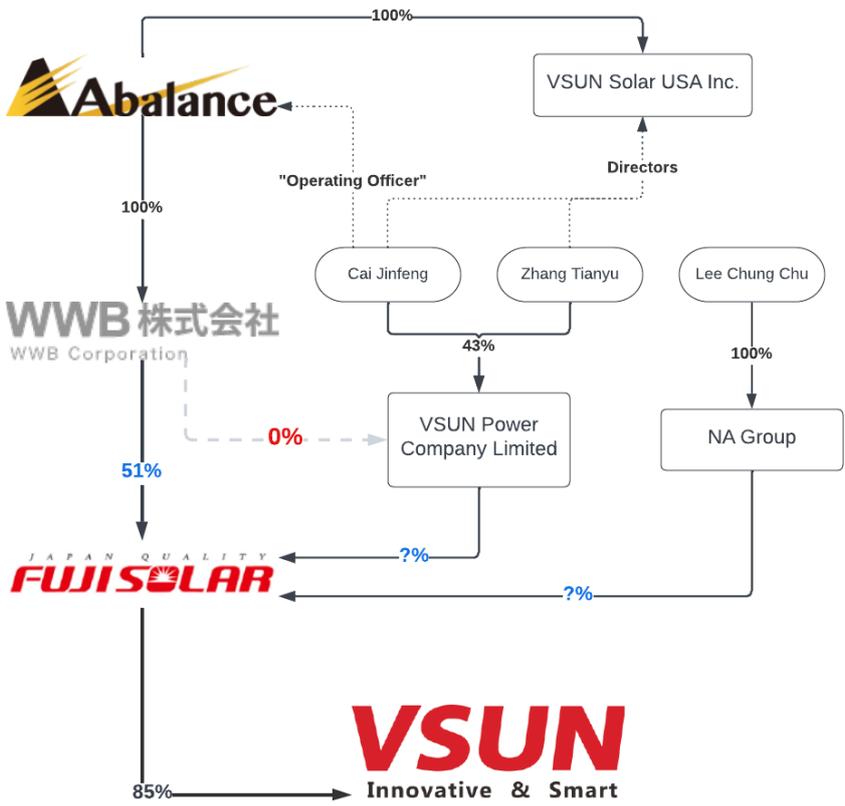
これが独立企業間取引であることを保証するために、（もしある場合）エーバランスはどのような内部統制をとっていたのか？



January 8, 2021.



Now





4. エヌエーグローバル

FUJI SOLAR のもう一つの株主である株式会社エヌエーグローバル、2013 年まで中古の建設機械を販売していた企業であることが、現在はアクティブではない Facebook のページを見るとわかります。

しかし、エヌエーグローバルは現在、FUJI SOLAR 株式の持株会社として機能しているようです。

エヌエーグローバルはリー・チョンチュウ氏²によって所有されていることが出願により明らかになっています。

リー氏は、2021 年 10 月 10 日付のイーバランスのリリースに、エヌエーグローバルの 100%の所有者として掲載されています。また、同リリースには、VSUN がエヌエーグローバルの子会社であることが記載されています。エヌエーグローバルが VSUN の株主リストに登場したことがないことから、エヌエーグローバルは FUJI SOLAR の株式保有を通じた VSUN の間接株主であると考えられます。

さらに、リー氏がイーバランスの子会社 1 社、関連会社 3 社の監査役・監査役を務めていることが記載されています。そのうちの 1 社が FUJI SOLAR であることが分かっています。

同社は、当社の発行株式の95,200株を保有する大株主です。
同社は、当社子会社1社及び関連会社4社の発電所SPCに対し、共同出資を行っております。
同社取締役副社長のリー・チョンチュウ氏が株式の100%を保有し経営する株式会社エヌエーグローバル（東京都台東区）社が当社子会社であるベトナムのパネル製造販売企業であるVietnam Sunergy Joint Stock Company社へ一部出資をしております。またリー・チョンチュウ氏が個人として当社の発行株式の2,500株を所有しております。
同社取締役副社長のリー・チョンチュウ氏が、当社子会社1社の監査役及び関連会社3社の取締役を兼務しております。

図7- 2021 年 10 月 10 日付の第三者割当増資に関するお知らせ

上記の開示は、李氏が取締役副社長を務める東京のカレンダー出版社、神宮館への株式割当の一部として行われたものです。

イーバランスはエヌエーグローバルと取引をしていたのか？

なぜエヌエーグローバルは関連当事者として認識されなかったのか？

² 誤記がある可能性があるため、エヌエーグローバルのファイリングもフジソーラーのファイリングと一緒にしています。

³<https://kabuyoho.jp/discloseDetail?rid=20211022415033&pid=140120211022415033>



5. FUJI SOLAR の監査役

FUJI SOLAR が提出した書類によると、リー・チョンチュウ氏⁴は複数のエーバランス子会社の監査委員会の取締役であり、FUJI SOLAR の直接の一部所有者でもあります。

監査役	リー・チョンチュウ	令和 2年10月14日就任
		令和 2年10月27日登記
Auditor	Lee Chung Chu	Appointed on October 14, 2020 Registered on October 27, 2020

図8 & 9 - FUJI SOLAR 登録監査人 - 2023年5月18日検索結果

当然ながら、自分の会社の社外監査役になることは不可能です。FUJI SOLAR は VSUN に持ち株を集約し、エーバランスの収益の90%以上を占めます。

エーバランスでこのような露骨な国際会計基準違反が行われていることは、理解しがたいことです。あらゆる利益相反の中で最大のものです。

エーバランスはFUJI SOLAR の外部監査人によるクリーンな監査報告書を提出できるのか？
エーバランスのインサイダーでFUJI SOLAR のパートオーナーであるリー・チョン・チュウが、
なぜFUJI SOLAR の監査役として登録されているのか？

FUJI SOLAR の役員

FUJI SOLAR の会社謄本によると、現在の取締役は以下の通りです：

役員に関する事項	取締役	龍 潤 生	
	取締役	龍 潤 生	令和 2年10月14日重任
			令和 2年10月27日登記
	取締役	田 原 弘 之	令和 2年10月14日就任
			令和 2年10月27日登記
	取締役	蔡 建 峰	令和 2年10月14日就任
		令和 2年10月27日登記	
Matters concerning officers	Directors		
	Director Ryu Junsei	Reappointed on October 14, 2020 Registered on October 27, 2020	
	Director Hiroyuki Tahara	Appointed on October 14, 2020 Registered on October 27, 2020	
	Director Cai Jianfeng	Appointed on October 14, 2020 Registered on October 27, 2020	

図10& 11 - FUJI SOLAR 役員一覧2023年5月18日検索結果

- 田原弘之氏は、エーバランスの財務アドバイザーである株式会社コア・コンピタンス・コーポレーションの代表取締役です。また、株式会社コア・コンピタンス・コーポレーションは、VSUN

⁴ 誤記がある可能性があるため、NA Global のファイリングもフジソーラーのファイリングと一緒にしています。

⁵ ファイリングは、www.touki.or.jp/TeikyUketsuke/、少額の手数料で入手可能です。

⁶ ファイリングは、www.touki.or.jp/TeikyUketsuke/、少額の手数料で入手可能です。



の株主 3 名と同じ住所を共有しています。なぜ、外部のファイナンシャル・アドバイザーが FUJI SOLAR の取締役なのか、疑問です。

- 蔡健峰氏は、**VSUN Power Company Limited** の非公開の大株主であり、エーバランスの「オペレーション・オフィサー」であり、VSUN Solar USA (Abalance の完全子会社) のディレクターです。
- 龍潤生氏は、エーバランスの CEO です。

FUJI SOLAR の取引の両側で、FUJI SOLAR 自体の取締役であった経営陣が、これらの取引を知らなかったと推定するのは非論理的であり、FUJI SOLAR の監査役もその所有者の一人であったと考えられます！



6. バリュエーション

もし、あなたが以下を信じていないとします。

- 2024 年に AD/CVD 指令が施行されるため、エーバランスの売上は崖っぷちとなる
- VSUN のサプライヤーは、新疆ウイグル自治区での強制労働行為に関与している
- その会社は窃盗団が経営しており、事業から金品を横領している
- 収益はすでに頭打ちになっている
- VSUN が 10 年以上かけて確立してきた欧州の販売チャンネルが存在しない
- 同社は、以前のベンチャー企業を経営破綻させた CSUN の社員が今も実質的に経営している

...それであれば、次に、エーバランスが乱高下していることを示す青天井のバリュエーションモデルを紹介します：

Abalance Guidance (¥m)	Current Forecast	VSUN	Minority Interest	Abalance Shareholder Equity
Revenue	215,000	193,500	(110,295)	104,705
Operating Profit	14,000	12,600	(7,182)	6,818
Net Income	5,700	5,130	(2,924)	2,776
VSUN Revenues	90%			
VSUN Profit	90%			
VSUN Minority Interst	57%			
Shares Outstanding	17,300,513			
Stock price	8,230			
Market Cap	142,383			
Net Debt	21,402			
EV	163,785			
EV/ Forward Revenue x	1.56			
EV/Operating Profit	24.02			
EV/Net Income	59.00			

図12- ヴァイスロイの分析 (数字はFactSet より出典)。



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) 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やコンネクションパーソンでなく、その他発行者に対して信認義務や守秘義務を負う可能性のある人たちから入手しました。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もありません。

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、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だけの投資的専門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、証券専門家の助言を得る必要があります。

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べき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、説明や教育目的のみのものであり、特定の投資や戦略の過去や将来のパフォーマンス、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。