



エーバランス - 日本企業化？そんなことはないだろう

VSUN の太陽エネルギー製品は現在、米国の関税を回避しており、米国では 2024 年から販売が制限される予定です。中国製部品は現在、強制労働の貿易相手国から調達しています。

重要な免責事項 - ページ 3 をお読みください。

エーバランスは、ソーラーパネルメーカーを名乗る日本企業である。同社の収益の約 90% は、ベトナムの子会社である Vietnam Sunergy Joint Stock Corporation (VSUN) から得られています。

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。太陽電池は、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、中国のパススルー・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。

差し迫った貿易制限を是正する試みです：エーバランスは、2023 年 10 月に完成予定の太陽電池製造施設をベトナムで開発中であると主張しています。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。

ダンピング、貿易制限、迂回行為について

- エーバランスの黄金のガチョウである Vietnam Sunergy Joint Stock Company (VSUN) は、中国製品のパススルー組立工場である。米国のアンチダンピング関税とカウンターベ어링関税 (AD/CVD) を回避することを唯一の目的としています。
 - VSUN 社のベトナム工場は、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。
- エーバランス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。
- 2022 年度のエーバランスの売上は北米が 74% を占め、太陽光パネルが 88% を占めた。DoC が示した措置は、この収益源を効果的に除去すると考えています。
 - この制限には、米国からの輸入品に対する清算の停止と急な現金預託の要求が含まれます。

VSUN フェニックス

- VSUN は、2019 年にエーバランスの子会社である FUJI SOLAR が買収した。以前は China Sunergy Group (CSUN) の子会社だった。CSUN は米国に上場していた中国のソーラーパネルメーカーのふりをしたサプライヤーだった。実際には、その事業運営は、よりチョップショップ (盗んだ車を解体して部品を売る店) に近いものであった。
 - CSUN は何度か NASDAQ に上場し、上場要件を満たしていないとして上場廃止になった。その会計は、監査人による内部統制の不備 EOM にまみれていた。



- CSUN は資金を流出させ、何度か資本注入を行ったものの、2021 年 10 月に破産を申請した。
- China Sunergy は、これまでもベトナムなどに設立された会社を通じて AD/CVD を回避しているとして訴えられています。
- エーバランスは、VSUN の投資によってトップラインを伸ばしたものの、キャッシュフローは依然としてマイナスで、パススルー子会社が事業の大部分を占めるようになり、マージンは低下しています。
- VSUN を完全に統合し、VSUN の 85%を所有していると表明しているにもかかわらず、エーバランスは意図的に不透明で複雑な国際的企業構造において、同社の 43%しか所有していない。

ワークアラウンド

- VSUN は、ベトナムの太陽電池の生産能力を増強しようとしており、2023 年 10 月に 3GW の生産開始を見込んでいます。
 - 現地視察の結果、予定通りには完成しないことが判明しました。
 - セル生産能力は、現在のパネル生産量を大きく下回ると予想される。
- ベトナムの太陽電池製造施設の建設許可は下りていない。
 - ベトナムの登記簿で初歩的なチェックをしたところ、このサイトは建設の許可が下りていないことがわかりました。
 - Viceroy による現場視察では、法律で義務付けられている工事証明書の掲示がない。
 - 現場の情報筋は、3 億ドルの予算でベトナムでセルを製造するエーバランスの能力に深い疑念を抱いています。我々のデューデリジェンスによると、この新しい施設は、米国の AD/CVD 命令を回避することを目的とした、制限された中国製品のための別のパススルー工場になる可能性があるとのことである。

強制労働のつながり

- VSUN のサプライチェーンには、ウイグル族を強制労働力として使用することで広く知られている新疆ウイグル自治区の強制労働収容所と関係のある中国企業が含まれています。
 - VSUN 社の太陽電池は、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しています。
 - 強制労働はともかく、VSUN が実質的に完成されたソーラーコンポーネント (HSR コードで識別) を輸入しているという事実は、彼らがすでに AD/CVD 命令に違反しており、何年も前からそうであったことを示唆しています。
- AD/CVD 命令は、外国政府による非競争的な優位性を阻害することを目的としており、地元で経営されている企業に直接影響を与えるものです。
 - 太陽電池製造の場合、中国共産党が提供するメリットの中に、新疆ウイグル自治区の強制労働収容所に縛られた安価な労働力があることは、広く知られている。

キーテイクアウェイ

我々は、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。VSUN と CSUN の関係はよく知られており、DoC はこの件に関して行動を起こすと信じている。エーバランスは VSUN に極めて依存しており、2022 年度の売上高の 88%を占めている。

仮に、VSUN のセル生産拠点が予定通り開発され、AD/CVD 命令を回避しなかったとしても、生産能力は中期的に半減以上となり、マージンや株主価値を破壊することになります。

VSUN は、CSUN の元パートナーによって実質的に運営されているようです。

これらの極端なリスクに鑑み、エーバランスは投資対象外であると判断しています。



注意喚起公益通報者について

Viceroy は、エーバランス、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され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)でお願いします。

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、上場企業やその推進者、スポンサーによって誤解や不案内を受けるリスクがかつてないほど高まっています。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、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。



1. ダumping、貿易制限、迂回行為について

太陽電池業界におけるアンチダumping・相殺関税の背景について

注) Vietnam Sunergy と Vietnam Sunergy Joint Stock Company とは、同じ会社番号の同一法人です。

VSUN は、中国製の制限付きソーラーパネル部品を、VSUN の最大の市場である米国に送るためのロンダリング先として、事実上機能している。この抜け道は閉鎖されつつある。

2012年、商務省(DoC)は、結晶シリコン太陽電池(CSPV)に対するアンチダumpingおよび相殺関税(AD/CVD)命令を発表し、当該製品の清算を停止した。

AGENCY:
Import Administration, International Trade Administration, Department of Commerce.

DATES:
Effective Date: December 7, 2012.

SUMMARY:
Based on affirmative final determinations by the Department of Commerce (the "Department") and the International Trade Commission ("ITC"), the Department is issuing an antidumping duty order on crystalline silicon photovoltaic cells, whether or not assembled into modules ("solar cells"), from the People's Republic of China ("PRC"). In addition, the Department is amending its final determination to correct certain ministerial errors.

図1- 国際貿易局通知 77 FR 73018¹

簡単に言えば、この AD/CVD は、中国からの太陽電池が、高価なボンド、時間のかからない処理、過剰な関税なしに米国税関を通過することができなくなり、中国のサプライヤーが同一の製品で価格優位性を持つことができなくなることを意味します。

この関税は、国内外のソーラーパネルメーカー²が申し立てた調査に対応するものでした。中国のサプライヤーは、地元政府の補助金を得て、パネルやセルを米国の消費者に適正価格以下で販売していた。このような貿易制限は珍しいことではありません。

脱税:AD/CVD を回避する方法

2012年指令以降、中国からの輸入量は激減し、東南アジアからの輸入量は爆発的に増加している。ベトナムからの輸入は、2011年の130万ドルから2020年には16億ドルに増加している。

At the same time, U.S. imports of CSPV cells and modules from Vietnam have surged. In 2011, the United States imported a mere \$1.3 million of CSPV cells and modules from Vietnam.²⁸ Since then, Vietnamese imports dramatically increased, to more than \$1.6 billion in 2020.²⁹ This trend

図XX - 中国産の結晶シリコン太陽電池(モジュールに組み立てられているか否かを問わない)。

ソーラーパネルの製造は簡単ではありませんが、その複雑さは製造の前段階、特にポリシリコンの精製、ウェハーへの切断、セルへの形成に大きく集約されます。後工程では、セルをはんだ付けして希望のパネル形

¹<https://www.federalregister.gov/documents/2012/12/07/2012-29668/crystalline-silicon-photovoltaic-cells-whether-or-not-assembled-into-modules-from-the-peoples>

²https://enforcement.trade.gov/download/factsheets/factsheet_prc-solar-cells-ad-cvd-init.pdf



状にし、ラミネートしてガラスを張り、裏板やアルミサイディング、ジャンクションボックスを取り付けるなど、よりシンプルになります。

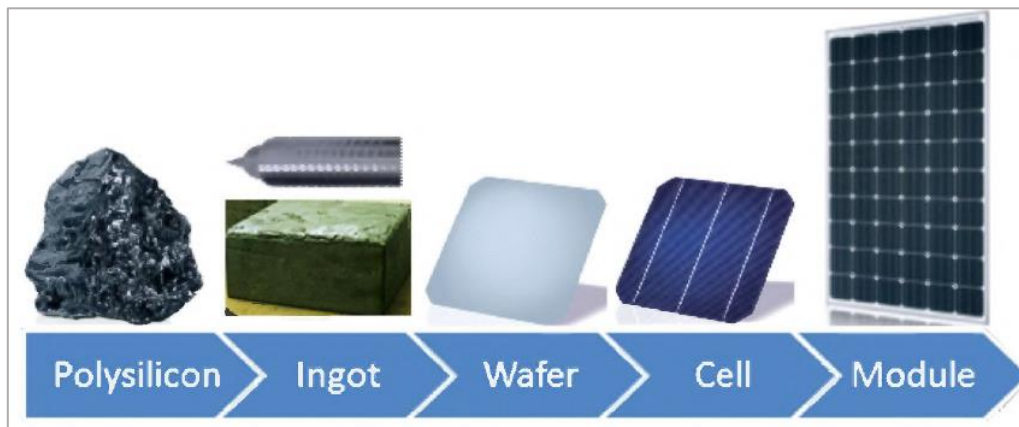


図 XX - あなたと私のためのエネルギー - 米国エネルギー省

VSUN は、中国からベトナムにセルを輸入し、最小限の組み立てを行い、米国に輸出することで、米国の AD/CVD 命令を回避しようとする多くの企業の 1 つです。



商務省の調査とさらなる制裁について

2022年2月8日、米国の太陽電池・パネルメーカーである Auxin Solar は、ベトナム、カンボジア、マレーシア、タイの企業が米国の AD/CVD 命令を回避していると主張した³。この主張は、中国の太陽電池産業が東南アジアの近隣諸国を利用して命令を回避しているというもので、製造の大部分は依然として中国国内で行われているものである。

AGENCY:
Enforcement and Compliance, International Trade Administration, Department of Commerce.

SUMMARY:
In response to a request from Auxin Solar Inc. (Auxin), the Department of Commerce (Commerce) is initiating country-wide circumvention inquiries to determine whether imports of crystalline silicon photovoltaic cells, whether or not assembled into modules (solar cells and modules), which are completed in Cambodia, Malaysia, Thailand, or Vietnam using parts and components from the People's Republic of China (China), are circumventing the antidumping duty (AD) and countervailing duty (CVD) orders on solar cells and modules from China.

図2- 国際貿易庁告示 87 FR 19071 ⁴

DoC は 2022 年 4 月に調査を開始し、各国の生産者に Q&V (Quantity and Value) 質問書を送付した。その目的は、これらの企業がそれぞれの国でどれだけの実際の製造を行っているかを調べることだった。

Q&V 質問書に回答しなかった企業は、回避に関して Adverse Facts Available (AFA) があると判断した。

2022 年 12 月、米国 DoC は、カンボジア、マレーシア、タイ、ベトナムに関して、迂回に関する予備的肯定的決定を下した。

- 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
 9. Red Sun Energy Co., Ltd

図3- エンフォースメント・メモランダム - Circumvention Inquiry ベトナム 2022 年⁵

ベトナム企業の調査では、VSUN が Q&V 質問書を受け取ったにもかかわらず、回答しなかったことが判明しました。以下のように指摘する：

- VSUN は、現金預け入れと認証プロセスに関するコメントを提出した。
- 調査報告書では、Vietnam Sunergy Joint Stock Company と Vietnam Sunergy は同じ会社であるにもかかわらず、区別されている。Vietnam Sunergy は Q&V 質問書に回答しなかったため、命令を迂回していることが判明した。

³ 米国の生産者の匿名グループによる調査要請は、以前、商務省によって拒否されたことがある。

⁴<https://www.federalregister.gov/documents/2012/12/07/2012-29668/crystalline-silicon-photovoltaic-cells-whether-or-not-assembled-into-modules-from-the-peoples>

⁵<https://www.solarpowerworldonline.com/wp-content/uploads/2022/12/VIETNAM.pdf>



大統領令による一時的な救済措置

DoCによるAD/CVDの回避に関する調査と同時期に、ホワイトハウスは2022年6月に「東南アジアからの太陽電池・モジュールの緊急宣言と一時的な期間延長と無税輸入の許可」を発表しています。

この宣言では、2024年6月までに免税リストに入っていない(つまり、製造の大部分が中国以外で行われていることを証明できない)企業は、商品の清算が停止され、事実上米国から締め出されることとなります。

(b) To provide relief from the emergency, the Secretary shall consider taking appropriate action under section 1318(a) of title 19, United States Code, to permit, until 24 months after the date of this proclamation or until the emergency declared herein has terminated, whichever occurs first, under such regulations and under such conditions as the Secretary may prescribe, the importation, free of the collection of duties and estimated duties, if applicable, under sections 1671, 1673, 1675, and 1677j of title 19, United States Code, of certain solar cells and modules, exported from the Kingdom of Cambodia, Malaysia, the Kingdom of Thailand, and the Socialist Republic of Vietnam, and that are not already subject to an antidumping or countervailing duty order as of the date of this proclamation, and to temporarily extend during the course of the emergency the time therein prescribed for the performance of any act related to such imports.

図4- ホワイトハウスのプレスリリース-2022年6月6日⁶

現状ではVSUNは2024年に米国での収益を上げる能力を実質的に失うことになる。

Viceroyは、VSUNが実際には失敗した米国の太陽光発電詐欺会社CSUNのクローンであることを示すため、この決定が覆ることはないと考えています。

最近、米国上院は、バイデン政権が東南アジア産の太陽電池製品に対する2年間の関税免除を一時的に撤廃することを阻止する投票を行った⁷。この措置は拒否権を行使されることが予想されるが、この措置は超党派の明確な支持を得ている。

⁶<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/06/06/declaration-of-emergency-and-authorization-for-temporary-extensions-of-time-and-duty-free-importation-of-solar-cells-and-modules-from-southeast-asia/>

⁷<https://www.wsj.com/articles/bidens-solar-tariff-exemptions-face-disapproval-vote-in-senate-277736f1>



2. CSUN Phoenix - 既存の制裁を明らかに回避する。

CSUN の背景

VSUN は、China Sunergy Co.Ltd (CSUN) が 2019 年に エーバランス に買収される前は⁸。CSUN は、米国に上場している中国のソーラーパネル供給会社で、ソーラーパネル製造会社のふりをしていた。実際には、その事業運営は、よりチョップショップに近いものであった。

CSUN は NASDAQ に数回上場し、上場要件を満たせず上場廃止になった。その会計は、監査人による内部統制の不備 EOM で埋もれていた。

Our failure to maintain the listing status on the Nasdaq Stock Market would result in a limited public market for our ADS and make obtaining future debt or equity financing more difficult for us.

Due to our failure to regain compliance with the NASDAQ Listing Rules related to the maintenance of minimum market value of publicly held shares of US\$15,000,000 within a compliance period of 180 calendar days, our securities were removed from listing and registration on the Nasdaq Stock Market on March 17, 2016. The delisting of our ADS from the Nasdaq Stock Market could impair the liquidity and market price of our ADS. Additionally, the delisting of our ADS from a national exchange could materially adversely affect our access to capital markets, and any limitation on market liquidity or reduction in the price of our ADS as a result of that delisting could adversely affect our ability to raise capital on terms acceptable to us, or at all.

There have been historical deficiencies with our internal controls as previously disclosed. In connection with the preparation of the annual report on Form 20-F for the year ended December 31, 2015, we carried out an evaluation of the effectiveness of our internal control over financial reporting. Our management assessed the effectiveness of our internal control over financial reporting for the period covered by this annual report and has concluded that as of December 31, 2015, our disclosure controls and procedures and our internal control over financial reporting were not effective. In addition, our

フィギア 5& 6- CSUN 2015 10-K (2017 年のみ提出)より抜粋しています。⁹

CSUN は資金を流出させ、何度か資本注入を行ったが、2021 年 10 月に破産を申請した。

Chinese solar panel affiliate in California files bankruptcy, begins liquidating 400-MW plant

By Kelly Pickarel | October 13, 2021

図7- ソーラーパワーワールドの記事抜粋 - 2021 年 10 月 13 日号¹⁰

業界紙には、CSUN がすでに AD/CVD 命令を回避し、自社と距離を置くために製品のブランドを変更し、契約を履行していないとの元社員のコメントが殺到した。

Most of the sales staff that the company trusted to do their dirty work, went to work for another shell company based in Cambodia. Other sales staff that worked in the United States were actually employees of China Sunergy. Their whole mission was to divert customers who believed they were going to order US panels to Chinese-produced panels. Hence, they shipped more panels into the US than they made.

Take the creation of "ASUN", that was presented at a SPI show as the only brand this company was selling, (show both was completely branded with "ASUN", including creating spec sheets which were just rebranded CSUN products. At the show, most of the US employees were told to sell "Sunergy California (CSUN), while their US Manager based in Texas and the Chinese staff were tasked to switch ASUN prospects to imported CSUN modules as a way to secure orders while ASUN supposedly ramped up.

CSUN/Sunergy California knew that the buyers needing a large quantities of budget modules, were generally desperate for someone to tell them their orders would be fulfilled in a timely manner.

図8- ソーラーパワーワールドコメント欄 - 2021 年 11 月 14 日¹¹

⁸企業構造図は、本報告書の付属書類に記載されています。

⁹https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1396247/000114420417002554/v455917_20f.htm

¹⁰<https://www.solarpowerworldonline.com/2021/10/chinese-solar-panel-affiliate-in-california-files-bankruptcy-begins-liquidating-400-mw-plant/>

¹¹<https://www.solarpowerworldonline.com/2021/10/chinese-solar-panel-affiliate-in-california-files-bankruptcy-begins-liquidating-400-mw-plant/>



CSUN は、顧客から契約不履行を主張する様々な訴訟を提起されていました。また、CSUN は米国でセルを製造していると称していたにもかかわらず、顧客からの預かり金が CSUN の海外関連会社に支払われていたとする訴訟も提起されています。CSUN はすでに AD/CVD 命令に違反していたと推測される。

10	I. SUMMARY OF ARGUMENT
11	DEPCOM is a victim of the single business enterprise run by Mr. Lu and his associates.
12	Their scheme was simple: collect deposits from customers, transfer those deposits to affiliates that
13	helped set up a Sacramento-area solar module manufacturing facility (i.e., the Facility), and then
14	fail to provide the contracted-for modules while retaining the deposits. The U.S. arms of the
18	manufacturing equipment). CSUN Solar’s role was to collect customer deposits and transfer them
19	to Mr. Lu’s related overseas entities, who then “lent” to Sunergy California all but a miniscule
20	fraction of its capital needs and helped pay for the Facility’s equipment. CSUN Clean Tech’s role

フィギア9& 10- DEPCOM POWER, INC vs CSUN SOLAR INC et al.¹².

CSUN の製品は、インドでは契約違反で全面的に禁止され、オーストラリアでは政府の規制に適合していないとして再生可能エネルギー計画から除外されました。

The Indian government plans to blacklist PV module supplier China Sunergy (CSUN) over claims that it failed to meet its contractual obligations with Indian project developers.

“We will soon issue an advisory to people not to buy from them,” Anand Kumar, secretary of India’s Ministry of New and Renewable Energy (MNRE), told *The Economic Times* this week. The ministry also plans to prepare a list of approved suppliers to shield Indian companies from the risk of dealing with unreliable companies, he said.

図 11- ソーラーパワーワールドコメント欄 - 2021 年 11 月 14 日¹³

The Clean Energy Council has announced all China Sunergy (Nanjing) Co Ltd (CSUN) solar panels are no longer approved for installation under Australia’s Small-scale Renewable Energy Scheme (SRES).

In order to be eligible for Australia’s “solar rebate”, panels must be approved by the Clean Energy Council (CEC) and present on its approved modules list at the time of installation.

図 12- ソーラー見積もりブログ - CEC が中国 Sunergy CSUN のソーラーパネルを上場廃止に。¹⁴

エーバランス VSUN フェニックス

VSUN と CSUN のつながりは枚挙にいとまがなく、両事業がいかに密接に絡み合っているかを物語っています。

企業の関連性

CSUN による 2015 年の SEC 20-F フォームには、VSUN を関連当事者とみなしていたことが記載されています。

¹²https://www.pacermonitor.com/public/case/38567972/Sunergy_California_LLC_v_Depcom_Power,_Inc

¹³<https://www.pv-magazine.com/2019/03/29/chinese-pv-module-supplier-faces-ban-for-breach-of-contract/>

¹⁴<https://www.solarquotes.com.au/blog/csun-solar-panel-delisting-mb1163/>



Name of related party	At December 31,	
	2014	2015
	\$	\$
Jiangxi Jingde Semiconductor New Material Co., Ltd.	111,013	-
China Electric Equipment Group Co., Ltd.	522,763	407,627
CEEG (Nanjing) Intelligent Technology Co., Ltd.	172,852	162,881
CEEG (Jiangsu) Insulated New Material Co., Ltd.	1,442,674	57,330
CEEG (Nanjing) Semiconductor Co., Ltd.	140,865	132,739
CEEG (Nanjing) Solar Research Institute	1,923,774	2,621,211
CEEG (HK) Limited Co., Ltd.	47,029	47,029
Jiangsu XindeMinyong Photovoltaic System Co., Ltd.	63,736	-
CEEG KOREA CO.,LTD.	-	26,536
VIETNAM SUNERGY COMPANY	-	110,580
CEEG Xinde Shanghai New Energy Co Ltd	-	4,084
CEEG (Nanjing) Transmission and Distribution Equipment Co., Ltd	-	1,325,182
CEEG (Nanjing) Solar Technology Co Ltd	-	7,535
CEEG (Nanjing) Electricity Technology Co Ltd	-	455,333
CEEG (Jiangsu) Electricity Design Co Ltd	-	4,187
CEEG Holding Co.,Ltd	-	42,735
	4,424,706	5,404,989

図13- 中国 Sunergy のフォーム 20-F¹⁵

DEPCOM v. (China) Sunergy」事件では、原告 DEPCOM と他の 2 人の顧客が 2017 年に VSUN を通じて CSUN にデポジットを支払った。

25	In the fall of 2017, DEPCOM, an unwitting victim of this scheme, paid four deposits to	
26	CSUN Solar totaling \$4,170,415.50. When bundled with the deposits of two other U.S. customers	
27	(Cypress Creek and Sunrise Energy, collectively, with DEPCOM, the “U.S. Customers”) totaling	
28	\$1,944,242.76, CSUN Solar transferred \$5,378,147 of the approximately \$6.1 million in U.S.	
	DEPCOM’S REPLY IN SUPPORT OF AMENDED CCP § 187 MOTION	1
Case 4:18-cv-00729-JST Document 184 Filed 12/02/19 Page 5 of 19		
1	Customers’ deposits to CEEG Nanjing, CSUN Trading, and Vietnam Sunergy. The ownership of	
2	these companies flows up to Mr. Lu. See Amended Motion, Exhibit C (corporate ownership chart).	
3	The relatively small remainder went towards third party expenses related to the production of the	
4	solar modules to which the deposits related.	

図14- DEPCOM POWER, INC vs CSUN SOLAR INC et al.¹⁶

VSUN は、2019 年 1 月に CSUN と VSUN の製品について合同で適合宣言書を締結しています。また、両製品はほぼ同一の型番を持ち、機構的にも同一である。これは、前項で詳述した、CSUN が悪評を流すために使用したニセブランド「ASUN」の使用と同様である。

EC DECLARATION OF CONFORMITY	
We, VIETNAM SUNERGY JOINT STOCK COMPANY, declare the following PV products	
Product name:	Photovoltaic Module
Brand name:	CSUN & VSUN
Model No.:	CSUNXXX-60M (XXX=290-315)、CSUNXXX-60M-BB(XXX=290-315) CSUNXXX-60P(XXX=270-310)、VSUNXXX-60M (XXX=290-315) VSUNXXX-60M-BB(XXX=290-315)、VSUNXXX-60P(XXX=270-310)

図15- ベトナム Sunergy EC 適合宣言書

¹⁵<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1396247/000114420417002554/R22.htm>

¹⁶https://www.pacermonitor.com/public/case/38567972/Sunergy_California_LLC_v_Depcom_Power_Inc



インドのエネルギー金融センターは、2019年6月にCSUNとVSUNの両方のソーラーパネルの製造者としてVSUNをクレジットしています。¹⁷

SI No	Name of brand	Manufacturing Organisation	Registration date (valid for 2 years)
1	Boviet	Boviet Solar Technology Co., Ltd	07-03-2019
2	CSUN	Vietnam Sunergy Joint Stock Company	28-02-2019
3	ET Solar	Viet Nam Green Energy Technology Company Limited	27-02-2019
4	EVVO	Viet Nam Green Energy Technology Company Limited	29-04-2019
5	GCL	Vina Solar Technology Co., Ltd.,	31-08-2018
6	HT Solar Vietnam	Ht Solar Vietnam Limited Company	21-02-2019
7	Phonosolar	Vina Solar Technology Co., Ltd.,	21-02-2019
8	Trina Solar	Vina Solar Technology Co., Ltd.,	17-01-2019
9	VSUN Innovative & Smart	Vietnam Sunergy Joint Stock Company	10-06-2019

図16- 太陽電池モジュール(結晶系・薄膜系)のBIS認定メーカー

人物の関連性

VSUNとCSUNの上層部は大きく重なっています。

- VSUNの副社長 Liu Zhengxun (刘正训) は、CSUNの複数の特許に登録されています。^{18,19}
- VSUNの社長であるルイス・カイこと蔡建峰は、CLP上海²⁰のゼネラルマネジャーまたはディレクター、中国電力(上海)太陽科技²¹のゼネラルマネジャー、VSUN Power (HK) Company Limited²²のディレクターとして名を連ねています。
- VSUNの海外営業担当者のうち数名は、VSUNとCSUN²³で兼務していた。

work experience

VSUN overseas sales manager
 VSUN - Vietnam Sunergy Joint Stock Company
 June 2018 - 4 years and 10 months now ·
 Vietnam Sunergy Company Limited, founded in 2015, is a high-efficiency photovoltaic module manufacturer whose main business is to manufacture high-quality solar panels and provide the best services for customers.

CSUN Overseas Sales Manager
 CSUN - CHINA SUNERGY (CSUN)
 June 2017 - 5 years and 10 months now ·
 Shanghai, China
 CSUN is a global high-tech company providing high-performance solar modules for reliable green power generation. CSUN is your safe choice - reliable, committed, prepared.

CSUN is a leading manufacturer of solar cells and modules and closely affiliated with the renowned China Electrical Equipment Group (CEEG), which has long established strategic partnerships with the KME group and DuPont. The CEEG group is one of the top two manufacturers of electrical transformers in China and also...

expand ~

図17- VSUN 社員 LinkedIn.com プロフィール

¹⁷https://www.ceew.in/cef/shared/BIS_approved_modules_Vietnam.pdf

¹⁸<https://www.linkedin.com/in/%E6%AD%A3%E8%AE%AD-%E5%88%98-091540168/?originalSubdomain=vn>

¹⁹ CN103357596A, CN202129806U, CN204349885U

²⁰<https://www.apvia.org/articleTest.aspx?articlePK=f66a6122-847e-4a05-9526-4abaccb7289&title=%E6%9C%80%E6%96%B0%E5%85%AC%E5%91%8A>

²¹ SST https://www.sohu.com/a/149619249_814575 と表記されることもあります。

²²<https://www.hkcorporationsearch.com/companies/2635423/>

²³ エヴァ・リャン、レオ・ヤン、ニン・ジャン、アンジェリカ・ウー



- VSUN のウェブサイトに掲載されているキーアカウントマネージャー(ヨーロッパ)、カントリーマネージャー (APAC/MENA)、シニアマーケティングマネージャーなどの上級職の募集は、いずれも住所が中国上海となっています。

<ul style="list-style-type: none"> Key Account Manager (Europe) <hr/> <p>Address: Shanghai,China</p>
<ul style="list-style-type: none"> Country Manager (APAC / MENA) <hr/> <p>Address: Shanghai,China</p>
<ul style="list-style-type: none"> Senior Marketing Manager <hr/> <p>Address: Shanghai,China</p>

図 18- 2023 年 5 月 5 日付 Vsun-solar.com キャリアページ²⁴

- 2020 年 7 月に掲載された VSUN の求人情報では、中国・上海で財務経理を担当し、財務諸表作成、給与税、超勤、資産登録などを担当することが掲載されている。ベトナム語または日本語の流暢さは要件として記載されていない。²⁵

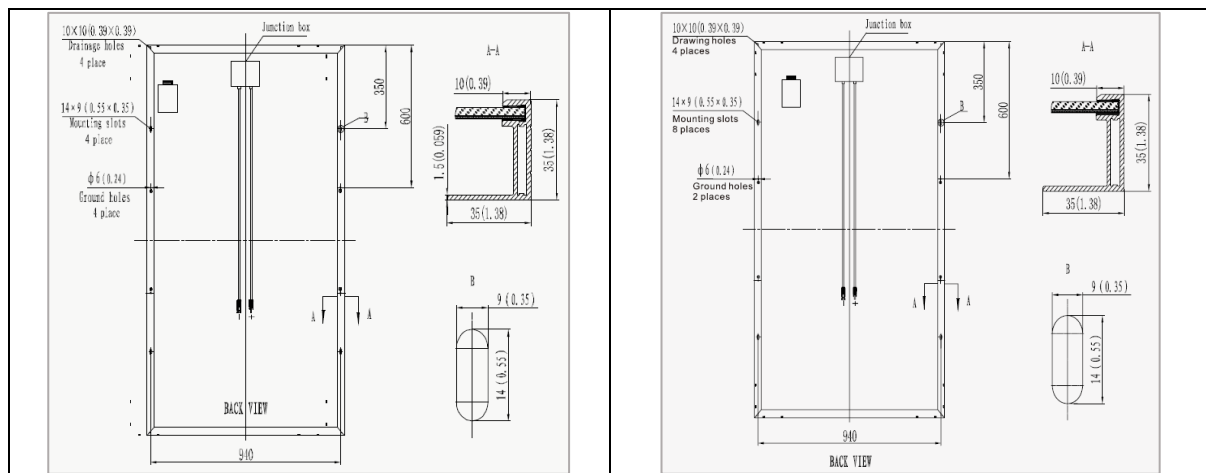
製品の関連性

CSUN と VSUN の最も明確な共通点は、実質的に同一の製品ラインであることです。

- CSUN と VSUN は同じ型番を使用しており、例えば VSUN 260-60P は最大出力 260W の 60 セル多結晶パネルを意味するモデルです。対応する CSUN のモデルは CSUN 260-60P です。
- CSUN と VSUN の類似モデルは、機械的寸法、パッケージ寸法、重量および温度特性が全く同じである。これは、VSUN と CSUN が、太陽電池を含む同じ部品で組み立てられていることを表しています。

Temperature Characteristics		Temperature Characteristics	
NOTC	45°C (±2°C)	NOTC	45°C (±2°C)
Temperature Coefficient	-0.292%/K	Voltage Temperature Coefficient	-0.292%/K
Coefficient	+0.045%/K	Current Temperature Coefficient	+0.045%/K
Power Temperature Coefficient	-0.408%/K	Power Temperature Coefficient	-0.408%/K

フィギア 19& 20- VSUN 280-60P、CSUN 280-60P の各機械図面



²⁴<https://www.vsun-solar.com/Recruitment/list.aspx>

²⁵<https://web.archive.org/web/20200728194143/http://vsun-solar.com/Recruitment/list.aspx>



フィギュア 21& 22- CSUN 280-60P、VSUN 280-60P の機械図面(それぞれ²⁶)

- CSUN と VSUN は、電気特性や IV カーブが似ていますが全く同じではなく、別々にテストが行われたことがわかります。
- CSUN と VSUN の両保証は、パワーガード社が提供するもので、保証の価値を示すために全く同じチャートを使用しています。

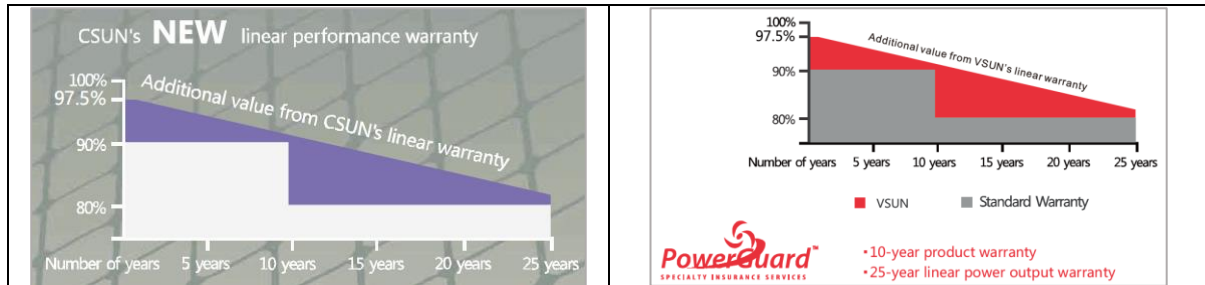


図 23- CSUN 280-60P、VSUN 280-60P のリニア保証のグラフをそれぞれ掲載。

- ベンダーである sunwatts.com のウェブサイトに掲載されている保証書には、VSUN と CSUN の両製品が同じ保証対象であることが記載されています。文書の日付は未記入ですが、pdf ファイルは 2020 年 2 月に作成され、2019 年 11 月 11 日付の VSUN のリリース(削除済み)を参照しています。

VSUN
Innovative & Smart

Limited Warranty for PV Modules
Q/VSUN.J31.0003 V8.3

Limited Warranty for PV Modules

Subject to the conditions, exclusions and limitations set forth below, VIETNAM SUNERGY JOINT STOCK COMPANY(“VSUN”) hereby grants the following Limited Warranty for PV Modules (collectively, the“Limited Warranty”) to the original end user purchaser installing (for its own use) (the “Customer”) any of the specified (and no other) brand models of solar photovoltaic modules listed below (the “Product(s)”):

1. Warranted Products

VSUN/CSUN XXX-72M/P/MH/PH(XXX=320,325,330,335,340,345,350,355,360,365,370,375,380...)

VSUN/CSUN XXX-60M/P/MH/PH-DG(XXX=265,270,275,280,285,290,295,300,305,310,315,320...)

図 24- PV モジュールに関する VSUN の限定保証について²⁷

国内での研究開発費は、DoC が迂回を判断する際の重要な要素であり、VSUN の製品の設計において、ベトナムや日本で大きな研究開発費が費やされていないように見えることを我々は指摘する。

これらの「類似性」は、VSUN のカタログ全体に見られるものであり、VSUN が単に CSUN 製品の米国およびヨーロッパへのパススルーであるという我々の信念をさらに強固にするものである。

²⁶CSUN 280-60P、VSUN 280-60P のパンフレットです。

²⁷<https://web.archive.org/web/20230505142717/https://sunwatts.com/content/warranty/VSUN-Warranty-PV-Modules-EN-1.pdf>



共通する広報

VSUN の商業プロジェクトは、CSUN と表裏一体の関係にあり、連携しているように見える。


例えば、次のようなものである: 例えば、VSUN は、Engie²⁸ が開発したテキサス州の商業用ソーラーファーム・プロジェクトを供給したと主張している。

LONG DRAW SOLAR

BNB developed the 225MWac Long Draw Solar project on 1,600 acres of range land three miles east of BNB's Mesquite Creek Wind farm and directly adjacent to the Long Draw Substation, an ERCOT node. BNB sold the development to Engie in 2018; construction started in 2019, and the utility-scale power plant was commissioned in December 2020. The electricity generated by the plant is sold under long-term PPAs to the City of Denton, New Braunfels Utilities, Garland Power and Light, and Kerrville Public Utility Board.

Project Overview:

- Location: Borden County, Texas
- Size: 225MWac
- Status: Operational (2020)





フィギア 25& 26- ロングドロー・ソーラーファームのプロジェクトサイト画像^{29,30}

同時に、Engie の CPO が南京にある CSUN の子会社/関連会社 CEEG を訪問しているところを写真に撮られました。

The CPO of Engie Group visited CEEG and sought for cooperation

2020-06-30 12:00:00 Industry news

On January 9, 2019, Mr. Lu Tingxiu, chairman of the CEEG Group, met with the team led by the the CPO of Engie Group at CEEG Industraila park in Nanjing City and expressed the warmly welcome.

The CPO of Gngie Group briefly introduced the structural adjustment of the headquarters in Courbevoie and their global project arrangement in 2019.

Focused on the existing solar technology, development prospects and CSUN's new manufacturing plant in CA, USA, both parties exchanged ideas and emphasized that, as long-term partners in solar industry, Engie Group and CEEG would enhance the cooperation and have higher level performance for solar sector together.

フィギア 27- CEEG プレスリリースより抜粋³¹

CSUN と CEEG が VSUN に原材料を供給していることを再確認する。業界メンバーの幹部が、供給するために、意図的に AD/CVD を回避している実質的な制裁を受けたセル製造施設を積極的に訪問していることは、理解しがたい。

²⁸<https://www.engie-na.com/solar/long-draw-solar-project/>

²⁹<http://www.bnbrenewables.com/long-draw-solar>

³⁰<https://www.vsun-solar.com/Project/info.aspx?itemid=692>

³¹<https://www.csunsolartech.com/news/2>



VSUN - Strange bedfellows

質問: エーバランスの純利益のうち、株主に帰属しないものが多いのはなぜか。

回答 VSUN を完全に連結し、VSUN の 85%を所有していると表明しているにもかかわらず、エーバランスは不透明な企業構造により、VSUN の収益の 43% (しかし明らかにすべてのコスト) を得る権利しかない。

現実には、エーバランスが VSUN を買収し保有しているため、そこで生じた利益のほとんどは株主には帰属せず、無名のカウンターパーティに帰属している。エーバランスは、VSUN の 85%を所有していると偽っているが、所有していない。

VSUN トランザクション

VSUN の株主リストには、いくつかの赤信号があります：

- 2018 年 6 月 20 日、FUJI SOLAR は CHR (Shanghai) Renewable Energy Company Limited からベトナム Sunergy の株式を 100% 取得しました。FUJI SOLAR は 2018 年 2 月に設立された会社です。CHR (Shanghai) Renewable Energy Company という会社を見つけることができず、VSUN の設立書類に記載があるのみです。

20 Jun 2018	Former Shareholder: CHR (Shanghai) Renewable Energy Company Limited: 100% Changed to: Fuji Solar Co., Ltd: 100%
-------------	--

図 28- VSUN の所有権届出状況

- 2019 年 4 月、エーバランスは、関連会社の FUJI SOLAR が、名前を伏せることを希望した相手方から Vietnam Sunergy の全株式を取得したことを発表した³²。この発表が、ベトナムの提出書類上の基準日からほぼ 1 年後に行われた理由は不明である。

6. 持分取得の相手先の概要		
1	(1) 氏名	持分取得の相手先の希望により非公表とさせていただきます。
	(2) 住所	持分取得の相手先の希望により非公表とさせていただきます。
	(3) 当社と当該法人との関係	当社と当該法人の間には、記載すべき資本関係・人的関係・取引関係はありません。

6. Overview of the counterparty		
1	(1) Name	At the request of the counterparty this information will not be made public
	(2) Address	At the request of the counterparty this information will not be made public
	(3) Relationship between the company and the counterparty	At the request of the counterparty this information will not be made public

図 29- グループ関連会社によるベトナム会社の 100% 株式取得に関するお知らせ & 翻訳

- しかし、2019 年 12 月 27 日、VSUN の持株比率が再び以下のように変化しました：
 - Vietnam Natural Energy, LLC: 4.997%
 - Vietnam High Technology LLC: 4.997%
 - Rice Investment Joint Stock Company: 3.008%

³²<http://ke.kabupro.jp/tsp/20180419/140120180419415096.pdf>



27 Dec 2019	<p>Former Shareholders:</p> <p>Fuji Solar Co., Ltd: 99.9%</p> <p>Mr. Nguyen Dinh Tu: 0.05%</p> <p>Mr. Nguyen Minh Hien: 0.05%</p> <p>Changed to:</p> <p>Fuji Solar Co., Ltd: 84.846%</p> <p>Vietnam Natural Energy Llc: 4.997%</p> <p>Vietnam High Technolog Y Llc: 4.997%</p> <p>Rice Investment Joint Stock Company: 3.008%</p> <p>Mr. How Kok Choong: 1.901%</p>
	<p>Mr. Fong Teck Kheong: 0.1%</p> <p>Other Shareholders: 0.151%</p>

図 30- VSUN の所有権届出状況

Vietnam Natural Energy LLC、Vietnam High Technology、Rice Investment Co は、イーバランスの財務アドバイザーの一人が所有または運営している疑いがあります：田原弘之

Vietnam Natural Energy LLC、Vietnam High Technology LLC、Rice Investment Co. 田原弘之

Vietnam High Technology LLC ベトナムハイテクノロジー合同会社 ベトナム先端技術(旧ベトナム先端技術合同会社)は、渋谷のオフィスビルで設立されましたが、その後、住宅地に 2 回移転しています³³。Vietnam Natural Energy LLC ベトナム自然エネルギー合同会社とライスインベストメント株式会社は、過去の住所が全く同じで、同じ日付に移転している^{34,35}。

このパターンで、VSUN の株主名簿には載っていないのが、株式会社コア・コンピタンス・コーポレーション³⁶です、田原弘之氏が代表取締役社長である。

コア・コンピタンスは、イーバランスのファイナンシャル・アドバイザーとして活動していますが、主に投資家の紹介役として機能しているようです。

イーバランスの投資家は、イーバランスの財務アドバイザーと同じ住所の 3 つの会社が、なぜイーバランスの最も重要な子会社に合計 13%の株式を保有しているのかを問うべきである。

FUJI SOLAR の取引

FUJI SOLAR が VSUN を買収した当時、イーバランスは少数株主に過ぎなかった。イーバランスは 100%子会社である WWB を通じて、FUJI SOLAR の 34%を保有していた。

FUJI SOLAR の残りの株式は、2 つの奇妙なエンティティによって保有されていた：55%は VSUN Power Company Limited、11%は NA Global (株式会社エヌエーエーグローバル)が保有していた。

- エーバランスが外国企業として分類している VSUN Power Company Limited という名前の会社を見つけることができませんでした。これは、ルイス・カイが取締役を務める VSUN Power (Hong Kong Limited) Company Limited と同一であると考えられる。
- エヌエーエーグローバルは、この取引の 6 年前の 2013 年にウェブサイトが閉鎖され、facebook ページが最後にアクティブになった、推定シャッター型の中古建設機械会社です。³⁷

³³<https://houjin.j-bdb.com/80110030098463262>

³⁴<https://houjin.j-bdb.com/90110030098454306>

³⁵<https://houjin.j-bdb.com/60100011820549788>

³⁶<https://houjin.j-bdb.com/90100010830925530>

³⁷https://www.facebook.com/naglobal/?locale=ja_JP



2020年10月、エーバランスは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%の株式を無名の取引先に190万米ドル(210円)で売却すると脚注を付けた³⁸。なお、同社は取引の通貨として米ドルを指定している。

(注) 株式譲渡実行日(2020年11月16日)においては、上記の通り65.50%の議決権割合となりますが、2020年12月末日までに1,450株分をUS\$1,939千(日本円換算200百万円相当)にて売却することにより、2020年12月末日時点の所有株式数は5,100株(議決権割合51.00%、実質取得価額US\$4,214千-US\$1,939千=US\$2,275千(日本円換算240百万円相当))となります。

訳注:(注)株式譲渡実行日(2020年11月16日)には、上記のとおり議決権比率は65.50%となりますが、2020年12月末日までに1,450株を1,939,000米ドルで売却します。実質2億円相当)、同年12月末現在の所有株式数は5,100株(議決権比率51.00%、実質取得価格4,214,000米ドル-1,939,000米ドル=2,275米ドル))、実質240万円に相当します。

図31- 特定子会社の異動に関するお知らせ(VSUN) & 翻訳

エーバランスの2021年第2四半期の提出書類には、FUJI SOLARへの出資比率が51%、正味17%の株式の購入価格が2億3700万円で、その後の株式売却については記載がない。

しかし、2021年第4四半期の提出書類では、FUJI SOLARへの出資比率は75%、年間の購入額は6億7900万円と記載されています。

- (1) 当社子会社WWB株式会社が同社の持分法適用関連会社であるFUJI SOLAR株式会社の株式の追加取得し、同時にVietnam Sunergy Joint Stock Companyの株式を間接的に取得する事で、FUJI SOLAR株式会社については連結子会社化、VSUNについては特定子会社化したことに伴う、連結開始時の資産及び負債の内訳並びに同社の取得価額と取得のための支出(純額)との関係は、次のとおりであります。

流動資産	8,316百万円
固定資産	1,444
流動負債	△7,614
固定負債	△48
連結範囲の変更に伴う剰余金増加額	△1,102
非支配株主持分	△317
株式の取得価額	679百万円
現金及び現金同等物	△2,731
差引：取得のための支出	△2,052

図32- エーバランス2021年版アニュアルレポート

つまり、4億5,000万円(440万ドル)で34%から65.5%へ、さらに14.5%を190万米ドル(2億300万円)で売却した後、さらに24%を4億4,200万円(40万ドル)で取得したことになる。この後、6ヶ月前の購入に比べ、なぜプレミアムがついたのかについては言及されていない。

その2022年第4四半期の提出書類には、FUJI SOLARへの出資比率が51%に戻ったことが記載されているが、これまた何の説明もない。

なぜ、FUJI SOLARが廃業した中古建機メーカーの傘下に入っていたのか？

VSUN Power Company Limitedの詳細について教えてください。

WWBはFUJI SOLARの14.5%の株式を誰に売却したのか、そして彼らは後にFUJI SOLARの24%の株式をWWBに売り戻したのと同じ存在なのか。

³⁸<http://ke.kabupro.jp/tsp/20201005/140120201005499769.pdf>



エーバランスの FUJI SOLAR への出資比率が51%に低下したのはなぜか？



3. VSUN – 現場にて

現状の生産能力

業界の報告によれば、Bắc Giang 省にある VSUN の既存の工場は「セル製造の能力がない」³⁹。DoC による迂回行為の判断の重要な側面の一つは、セルの製造である。

The manufacturer, which operates another factory in the Bắc Giang province, has, currently, a module production capacity of around 2.6 GW and **no capacity for cell manufacturing**.

Vsun is a unit of Japan-based electrical equipment company Fuji Solar Co Ltd.

図 2 - ソーラー見積もりブログ - CEC が中国 Sunergy CSUN のソーラーパネルを上場廃止に⁴⁰

ディン・トラム工業団地の Lot III - Dong Vang にある VSUN の主要施設を詳しく紹介する YouTube 動画が 2 本あります。

2020 年 3 月 11 日、YouTube チャンネル Solar Miền Bắc が、VSUN の工場のウォークスルーをアップロードしました⁴¹。

- 映像では、この施設が太陽電池製造後の製造工程を担当するだけであることがわかります。つまり、セルを希望する形にはんだ付けし、パネルをラミネートし、アルミニウムのシェルとジャンクションボックスを取り付けるということです。また、工場ではテストや品質管理も行っています。
- 太陽電池を輸入し、パネルを組み立て、最終製品を輸出することを工場スタッフが映像で確認しています。この活動によって、製品が AD/CVD の制限から免除されることはありません。
- また、このパネルはすべて輸出用であり、現地での販売はノーザン・ソーラーブランドで行っていることを工場スタッフから確認しました。
- 工場では、パワーや S-エナジー向けの製品も製造している



図 33- VSUN 施設内映像

³⁹<https://www.pv-magazine.com/2021/01/04/vsun-to-build-4-gw-panel-factory-in-vietnam/>

⁴⁰<https://www.solarquotes.com.au/blog/csun-solar-panel-delisting-mb1163/>

⁴¹<https://www.youtube.com/watch?v=RQNw-flfs3Y&t=197s>



2022年1月25日、VSUNの社員が運営していると思われるYouTubeチャンネルで、2020年3月の動画と同じ構成の施設見学の様子が公開されました。太陽電池を製造している形跡はまだなく、間取りも変わっていない。

VSUNはまた、Bắc NinhのThuận Thành工業団地に会社事務所と倉庫のような小さな施設をいくつか持っています。どちらも太陽電池の製造はできないようだ。Viceroyが関与した現場の情報源は、どの施設も熱や煙の除去ポイントを備えていないようで、重要な製造をサポートする可能性は低いと指摘している。

セル製造への焦り

VSUNは、差し迫った米国の規制を避けるために、ベトナムで独自のセル製造事業を立ち上げようと躍起になっているようです。この取り組みが成功するかどうかは疑問です。

2020年12月28日、VSUNはHoà Phú工業団地への投資を発表した。2022年EOYまでに完成する予定だったが、2021年初頭以降、3億ドルの投資について言及されていない。バクザン工業区庁のウェブサイトを検索すると、Hoà Phú工業団地におけるVSUNの許可は出ていない⁴²。

イーバランス社は、Phú Thọ省Cam Khe工業団地の6GW施設に3億ドルをコミットしています。"フェーズ1"は2023年10月までに完成することになっている。VSUNのソーシャルメディアアカウントでは、2022年12月27日に儀式的な起工式が行われることが示されている。

- 現場の情報筋からViceroyに、2023年4月28日現在、まだ建設許可を得ていないとの連絡がありました。オンラインで建設許可証を検索しても、承認された計画書は見つかりませんでした。建設施設を訪問したところ、法律で定められている建設許可証が掲示されていなかった。
- 現地視察の結果、この施設はまだ壁を建てておらず、重機も置かれていないようです。現場での工事は、杭打ちと小さな構造物の工事程度である。**現場の写真は本レポートに添付されています。**
- フェーズ1のN型TOPConの年間生産能力は、VSUNの既存のパネル生産能力5GW⁴³に対し、3GWとなる予定です。大幅なセル不足が発生し、収益に直接影響を与えることになる。

⁴²リンクの検索

⁴³アバランス2023年第2四半期レポート4頁



強制労働の仕入れ先

イーバランスも VSUN もサプライチェーンについて有意義な報告はしていないが、tradesparq のデータによると、VSUN は太陽電池部品の大部分を中国から輸入していることがわかる。VSUN への中国の輸入品を検索し、ソーラーセル、パネル、モジュールでフィルタリングすると、VSUN の上位 10 社のサプライヤーは以下の通りである：

	2019	2020	2021	2022	Grand Total
Row Labels					
⊖ 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 34- 太陽電池、パネル、モジュールでフィルタリングした VSUN 輸入の TradeSparq データ

これらの企業の中には、ウイグルの強制労働や移住の慣行にさらされたサプライチェーンを持っているところもある。道徳的な意味合いだけでなく、米国当局は過去にこれらの慣行に関連する企業からの輸入を事実上禁止しています⁽⁴⁴⁾。

VSUN 中国傘子商(上海)新能源技术有限公司

VSUN の 2022 年輸入品の 32%は VSUN China からのものだが、これが購買主体であることは提出書類から明らかである。

- 同社は、665 North Songwei Road, Shanghai665 North Songwei Road, Shanghai のオフィスビル 909 室にあります。
- 社会保険情報では、83 名の方に各種保険を提供しているとのこと。
- Jiangsu Runergy の 2022 年の年次報告書には、2022 年 6 月時点で VSUN China からの前払い金 3800 万人民元が記載されています。

⁴⁴<https://www.cbp.gov/trade/programs-administration/forced-labor/hoshine-silicon-industry-co-ltd-withhold-release-order-frequently-asked-questions>



(3) 各报告期期末按预付对象归集的期末余额前五名的预付款项情况

单位名称	2022年6月30日 余额	占预付款项期末余额 合计数的比例(%)
隆基绿能科技股份有限公司*1	366,385,915.98	40.92
弘元新材料(包头)有限公司	158,223,780.14	17.67
广东高景太阳能科技有限公司	87,077,940.62	9.72
江苏晶品新能源科技有限公司	60,003,307.97	6.70
帷商(上海)新能源技术有限公司	38,483,704.51	4.30
合计	710,174,649.22	79.31

図35- 江蘇省ルナジー社年次報告書2023年版

イーバランスは、重要な取引先の開示義務に違反しており、この不透明な構造を利用して、不十分な情報開示を促進していると思われます。

Jiangsu Runergy 江苏润阳新能源科技

Jiangsu Runergy は太陽電池のサプライヤーで、私たちは VSUN の最大の太陽電池サプライヤーだと信じています。この太陽電池の供給元は LONGi で、Sheffield Hallam が発行した太陽電池産業におけるウイグルの強制労働慣行に関する報告書に記載されています。この報告書では、LONGi 社のウイグル地域での活動は発電に限定されており、労働力の移動は含まれていないとしています。

しかし、LONGi は GCL Poly、Xinte、Daqo、Asia Silicon の顧客であり、これらの企業はいずれも新疆で「労働移転」と「貧困緩和」に従事していると指摘されている。これらの用語は、強制労働や移転と同義である。

Tongwei Solar 通威太阳能

Tongwei Solar は、制裁を受けた Xinjiang Hoshine の顧客として Sheffield Hallam の報告書に記載されており、「Tongwei の原材料は通常、ポリシリコン施設に近接する企業から調達されているようだ」と述べています。

浙江愛光太陽能科技有限公司 浙江爱旭太阳能科技有限公司⁴⁵

Aiko Solar は、新疆ウイグル自治区で「労働移転」と「貧困削減」に従事していることが確認された GCL ポリ、シンテツ、ダコ、アジアシリコンと供給契約を結んでいる上地オートメーションからウエハーを調達しています。

⁴⁵<http://www.aikosolar.com/>

4. 財務内容

イーバランスの財務は、ほぼストレートなパススルー・メーカーであるため、かなりシンプルである。同社が米国を拠点とするソーラーパネル事業に依存していることは、提出書類からも明らかである：

Abalance Sales Analysis	2019		2020		2021		2022	
Sales to external customers								
Solar panel business	-	0%	-	0%	21,013	78%	81,501	88%
Green energy	5,178	87%	6,249	95%	5,311	20%	10,234	11%
IT	172	3%	58	1%	50	0%	292	0%
Photocatalyst	-	0%	-	0%	170	1%	80	0%
Other	596	10%	257	4%	355	1%	326	0%
Total	5,946		6,564		26,899		92,433	
Sales by region								
Japan		>90%		>90%	5,533	21%	11,105	12%
Asia					16,781	62%	1,526	2%
North America					2,643	10%	68,185	74%
Europe					1,943	7%	3,719	4%
South America						0%	7,772	8%
Others					-	0%	126	0%
Total					26,900		92,433	

図36- エーバランスの売上地域別内訳

この収益の飛躍はキャッシュフローに反映されず、イーバランスは支払能力を維持するために借入金に依存しています。イーバランスは、最近のガイダンスで、トップラインの売上高を開示せず、売上高のみを開示しており、このことがまた不明瞭であることに留意しています。

VSUN Cash Flows	2019	2020	2021	2022
Cash from ops	(146)	(865)	(608)	(6,349)
Purchase of PPE	(1,473)	(117)	(2,732)	(6,137)
FCF	(1,619)	(982)	(3,340)	(12,486)

図37- エーバランスのフリーキャッシュフロー計算

イーバランスがパススルーとしての役割を担っていることを示す証拠としては、ソーラーパネル事業が売上に占める割合が高くなるにつれ、マージンが低下していることが挙げられます。ソーラーパネル事業は、歴史的に一桁台前半の収益を上げており、事業の付加価値の低さを示していると考えています。

Margin Analysis	Q3 2022	Q4 2022	2022	Q1 2023	Q2 2023
Solar Panel					
External sales	49,369	32,132	81,501	53,250	54,054
Internal sales	205	69	274	-	136
total	49,574	32,201	81,775	53,250	54,190
Segment profit	429	809	1,238	1,175	3,437
Margin	1%	3%	2%	2%	6%

図38- エーバランスソーラーパネルのセグメント別財務状況

VSUN を完全に統合し、VSUN の 85%を所有していると述べているにもかかわらず、イーバランス は VSUN の収益の 43% (しかし、明らかにすべてのコスト) を得る権利しかない。イーバランスではなく FUJI SOLAR が VSUN の 85%を保有し、イーバランスは FUJI SOLAR の 51%しか保有していない。現実的には、無名の FUJI SOLAR の株主が運営コストや資本支出に資金を提供しない場合、株主は事実上、投資に対するリターンを奪われていることを意味します。



キーテイクアウェイ

エーバランスの主な稼ぎ頭である VSUN は、米国の AD/CVD 関税を回避することを目的とした転送業務であるようです。DoC は 2024 年 6 月のバイデン大統領による緊急命令の期限切れを待っているため、滑走路は急速に不足しています。

Current consolidated fiscal year (from July 1, 2021 to June 30, 2022) 1.

Information by product and service (Unit: million yen)

	Solar panel business	Green energy business	manufacturing Energy business	IT Business	Photocatalyst Business	Others	total
Sales to external customers	81,501		10,234	292	80	326	92,435

2. Information by region (1) Sales (Unit: million yen)

Japan	Asia	North America	Europe	South America	others	total
11,105	1,526	68,185	3,719	7,772	126	92,435

(Note) Net sales are classified by country or region based on the customer's location.

図 39- アニュアルレポート 2022 pg 89

エーバランスのサプライチェーンは、新疆ウイグル自治区での強制労働行為や移転に関連する企業とつながっています。道徳的な意味合いだけでなく、米国当局は過去にこれらの慣行に関連する企業からの輸入を事実上禁止しています。

エーバランスは、VSUN の収益の 43%しか受け取る権利がない。エーバランスは、最も価値のある資産に関する他の株主への適切な開示や、この取り決めに対する正当な理由の提示を怠っている。



付属資料 1 CSUN 企業オーナーシップマップ

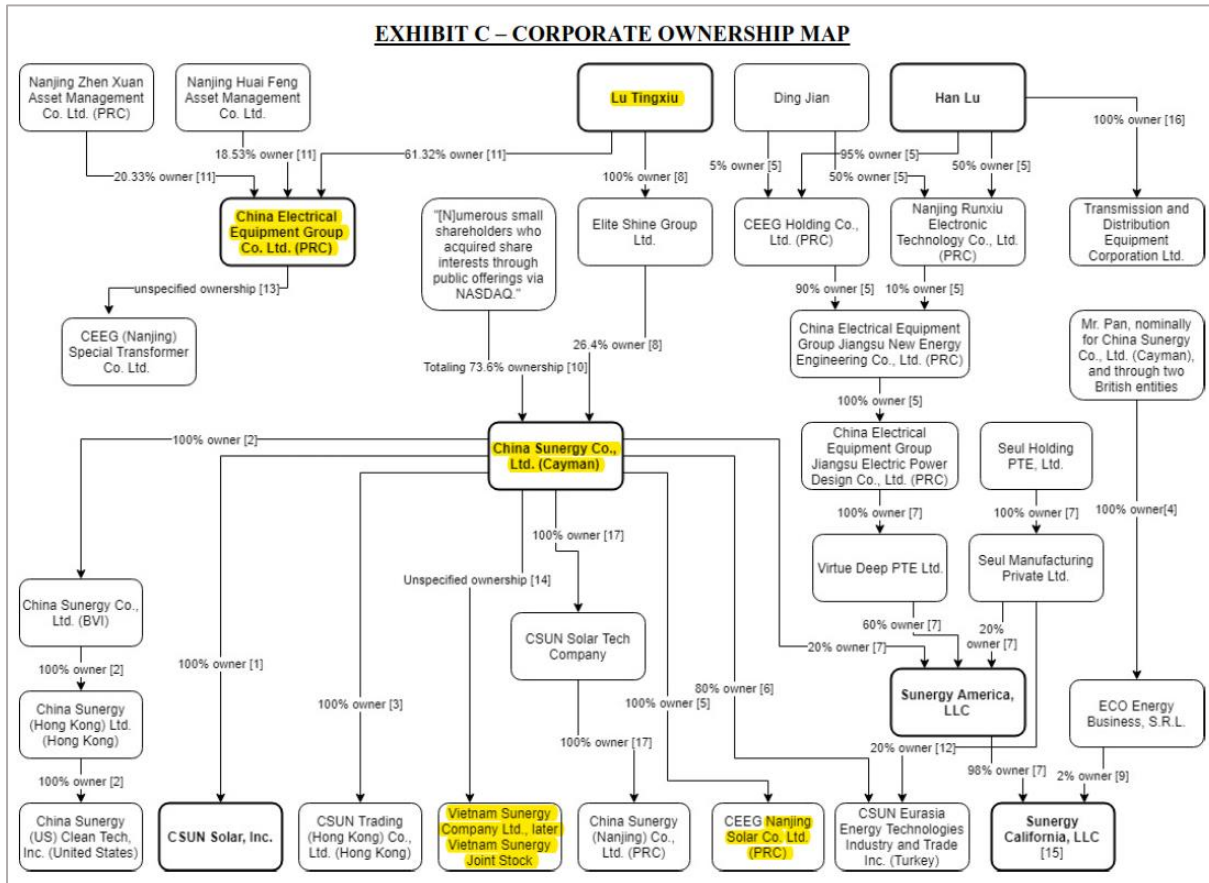


図 40- CSUN コーポレートオーナーシップマップ

出典 DEPCOM POWER, INC vs CSUN SOLAR INC et.al.

Case 4:18-cv-00729-JST Document 133-3 Filed 10/28/19



付録 2 - 現地訪問: ベトナムの新しい太陽電池工場

