

## 組入銘柄である大正製薬ホールディングス株式会社のMBO（経営陣が参加する買収）について

平素よりマネックス・アクティビスト・ファンド（愛称：日本の未来、通称：MAF「まふ」）（以下：当ファンド）をご愛顧いただき、誠にありがとうございます。

今回のレポートでは、当ファンドのマザーファンドに投資助言を行うカタリスト投資顧問株式会社からのコメントをもとに、投資先である大正製薬ホールディングス株式会社（4581）（以下：大正製薬）のMBO（経営陣の参加による企業買収）についてご説明いたします。

### ■ MBOとは

「Management Buyout（マネジメント・バイアウト）」の略称で、企業の経営陣が、既存株主から自社の株式や事業部門を買い取って経営権を取得することをいいます。M&A（合併・買収）の手法の1つで、日本語では「経営陣が参加する買収」などと訳されます。MBOは全ての自社株式の買い取りを前提とする場合が多いため、上場企業がMBOを実施し、成立するとその株式は上場廃止になります。MBOを行う主なメリットとして、経営の自由度の確保や長期目線での経営戦略の実行、意思決定スピードを上げることなどが挙げられます。

### ■ マネックス・アクティビスト・マザーファンド組入上位銘柄

上位5銘柄（2023年7月末時点）

順位	銘柄名	投資比率
1	大日本印刷	12.34%
2	I H I	7.17%
3	第一生命HLDGS	5.46%
4	三菱UFJフィナンシャルG	5.46%
5	大正製薬HD	5.26%

※投資比率は純資産総額に対する比率です。

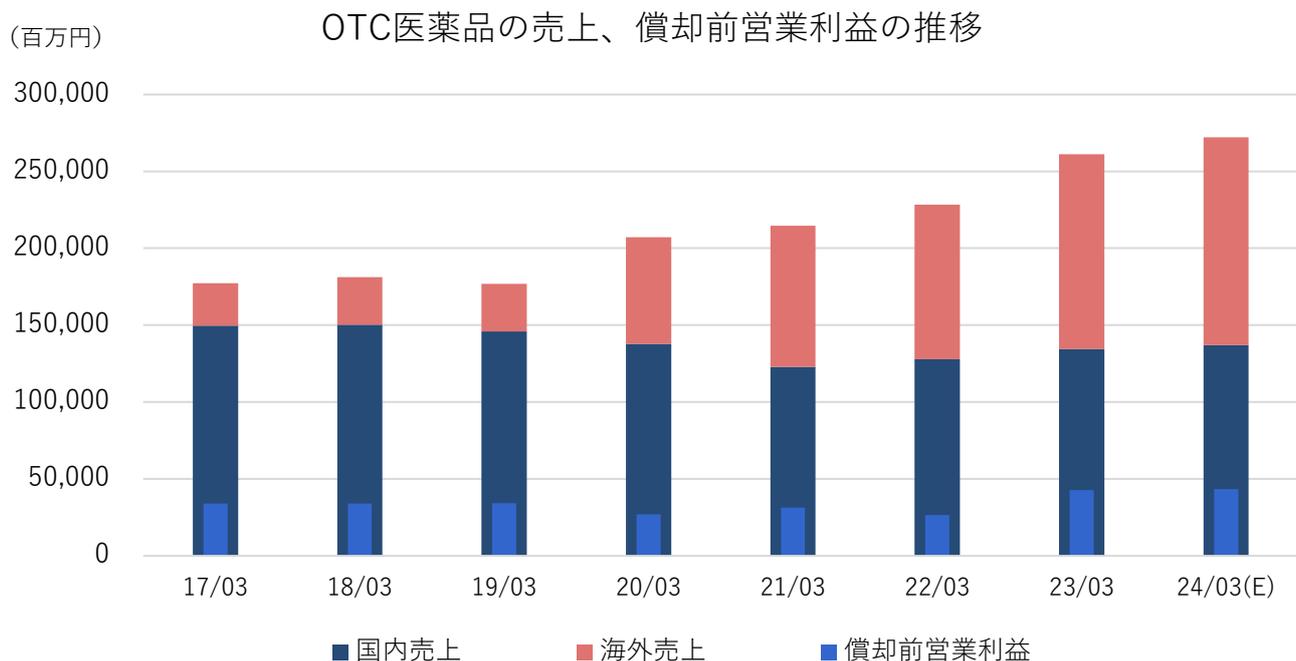
上記は、2023年10月末基準の月次レポートにて公表した2023年7月末時点での当ファンドのマザーファンドの組入上位5銘柄です。7月末時点で投資比率が5位となっていた大正製薬が、2023年11月24日に経営陣によるMBOを実施すると発表しました。MBO価格は8,620円で、発表日の終値に55%上乗せした価格となります。大正製薬の株価は、MBO発表から3営業日連続で高値を更新し、11月29日にはMBO価格である8,620円を上回りました。

## 大正製薬への投資について

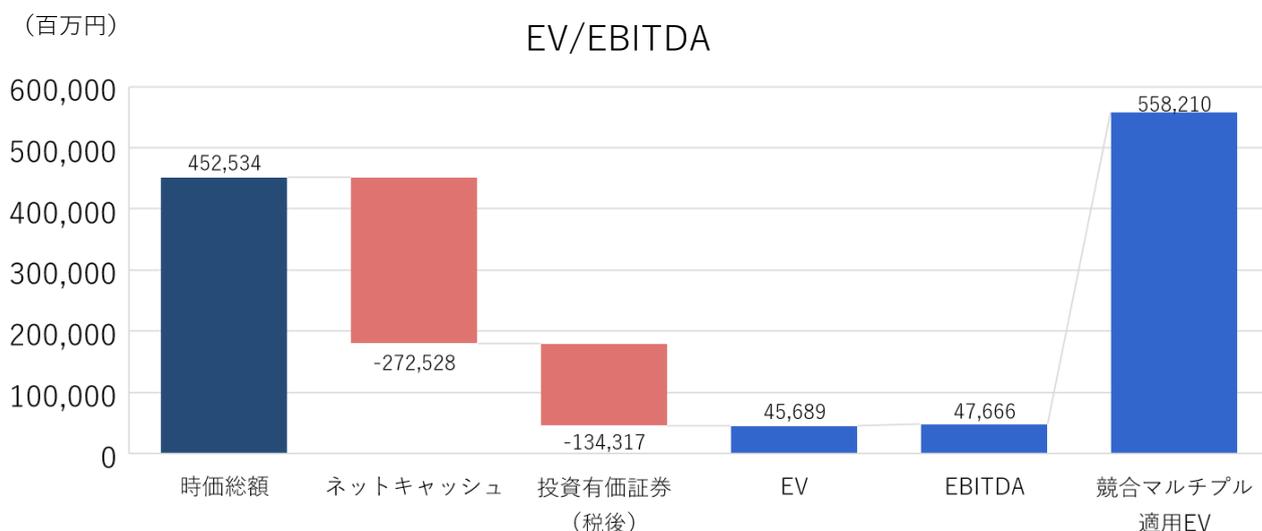
大正製薬は、同社のEV（企業価値）を鑑みると株価が非常に割安に評価されていました。大正製薬は、国内OTC医薬品（※）事業の潤沢なキャッシュフロー創出能力を用いて海外企業を買収し、グローバル化戦略を進め、グローバル7位のOTC企業に成長してきました。海外企業を買収を繰り返すことで着実に成長してきた日本企業は稀有であり、素晴らしい事業経営がなされていると当ファンドは認識してきました。

※OTC医薬品：医師の処方が必要な「医療用医薬品」ではなく、薬局やドラッグストアで購入できる市販薬のこと。  
OTCとはOver The Counterの略。

### ■ OTC医薬品は着実な成長



### ■ 大正製薬の企業価値は、非常に割安



※カタリスト投資顧問株式会社よりデータ提供を受け、マネックス・アセットマネジメント株式会社が作成しております。  
※個別銘柄を推奨するものではありません。今後のファンドへの組入や将来の運用成績を保証するものではありません。

## 大正製薬のMBOに関する意見表明

今回のMBOについても、OTC医薬品市場はグローバルな再編の波のなかにあるため、このような外部環境において、より強いリーダーシップを発揮して機動的な企業活動をするために、MBOは合理的な経営判断であると考えます。

しかしながら、本件MBOに関しては、当ファンドの投資助言を行っているカタリスト投資顧問から、2023年12月1日に意見を公表しております。

“東京証券取引所からPBR1倍割れ改善要請が公表され、PBR1倍が最低水準であるとの社会的通念が形成されつつあるなかで、1倍を下回る0.85倍というMBO価格での市場からの退場は、少数株主を軽視した判断であると我々は考えます。本件MBOにおいて、少数株主保護のための最後の砦である特別委員会が適切に機能しなかったのではないかと疑念し、ここに意見表明します。”

(カタリスト投資顧問のプレスリリース「大正製薬ホールディングス株式会社(4581)のMBOに関する意見」より抜粋)

※カタリスト投資顧問が公表したプレスリリースは以下のリンクより詳細をご確認いただけます。

参照リンク：[https://www.japancatalyst.com/pdf/JCI\\_TAISHO\\_20231201.pdf](https://www.japancatalyst.com/pdf/JCI_TAISHO_20231201.pdf)

当ファンドでは、現在も他の投資先企業において、エンゲージメント（対話）を進めておりますので、今後も当ファンド独自のリターンを提供できるよう引き続き全力で取り組んで参ります。

### マネックス・アクティビスト・ファンド 設定来の基準価額の推移

(2020年6月25日～2023年12月4日)



※上記グラフは過去の実績であり将来の運用成績をお約束するものではありません。

## ファンドの目的

当ファンドは、マネックス・アクティビスト・マザーファンド（以下、「マザーファンド」といいます。）受益証券への投資を通じて、主に日本の株式に投資し、中長期的な信託財産の成長と安定した収益の確保を目指します。

## ファンドの特色

- ① **個別企業の分析を重視したボトム・アップ手法による銘柄選択を行い、エンゲージメントを目的として比較的少数の銘柄へ投資します。**
  - 株式の組入れ対象は、潜在的企業価値に対して株価が著しく安価に放置された企業を中心とします。
  - 企業分析では、経営戦略、事業モデル、経営陣の質、財務状況など、財務面と非財務面（ESGを含みます。）からの視点を統合的に取り入れます。
  - ボトムアップ手法に加えて、適宜、投資家の需要、市場の歪みなどのマーケットインサイトと組み合わせ、ポートフォリオを構築します。
- ② **対象企業に対しては、目的を持ったエンゲージメント（対話）や提案を行い、企業価値と株主価値の中長期的な向上を目指します。**
  - 投資効率も勘案の上、複数年に渡って投資/エンゲージメント（対話）を実施します。
  - その結果、企業の株価が想定する適正株価に達した場合には、投資回収を行います。
- ③ **マザーファンドは、カタリスト投資顧問株式会社より投資に関する助言を受けて運用します。**
  - 日本の企業セクター、規制環境、社会構造を理解する、日本拠点のプロフェッショナルが助言を行います。

- マザーファンドは特化型運用を行います。  
特化型運用とは、一般社団法人投資信託協会規則の「信用リスク集中回避のための投資制限」に定められた、ファンドの純資産総額に対する比率（10%）を超えて、特定の発行体の発行する銘柄に集中して投資する運用のことを言います。
- マザーファンドの実質的な国内株式市場における投資対象候補銘柄には、構成割合が10%を超える、もしくは超える可能性の高い銘柄が存在します。そのため、当ファンドの運用にあたっては、同一銘柄を純資産総額の10%を超えて組入れる可能性があります。特定の銘柄への投資が集中することによって、その銘柄に経営破綻や経営・財務状況の悪化などが生じた場合には、大きな損失が発生することがあります。

資金動向、市況動向等によっては、上記の運用ができない場合があります。

## 投資リスク

当ファンドの基準価額は、組入有価証券等の値動き等により上下します。また、実質的な組入有価証券の発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の影響を受けます。したがって、**投資信託は預貯金と異なり、投資元本は保証されるものではなく、下記の変動要因により基準価額が下落して損失を被り、投資元本を割込むことがあります。運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。**

### ■主な基準価額の変動要因

#### 株価変動リスク

株式の価格は、国内及び国際的な政治・経済情勢、発行企業の業績・経営状況の変化、市場の需給関係等の影響を受け変動します。株式の価格が変動すれば、当ファンドの基準価額の変動要因となります。

#### 信用リスク

有価証券等の発行体の財務状況または信用状況の悪化、倒産等の影響により、当ファンドの基準価額は下落し、損失を被ることがあります。

#### 流動性リスク

有価証券などを売却または購入する際に、市場規模、取引量、取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合には、市場実勢から期待できる価格どおりに取引できないことや、値動きが大きくなることがあり、基準価額に影響をおよぼす可能性があります。

#### デリバティブのリスク

デリバティブの運用には、ヘッジする商品とヘッジされるべき資産との間の相互関係性や流動性を欠く可能性、証拠金を積むことによるリスク等様々なリスクが伴います。実際の価額変動が見通しと異なった場合に、ファンドが損失を被ることがあります。

#### 為替変動リスク

外貨建資産は、一般に外国為替相場が当該資産の通貨に対して円高になった場合には、ファンドの基準価額が値下りする可能性があります。

基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。

#### ●マザーファンドは特化型運用を行います。

特化型運用とは、一般社団法人投資信託協会規則の「信用リスク集中回避のための投資制限」に定められた、ファンドの純資産総額に対する比率（10%）を超えて、特定の発行体の発行する銘柄に集中して投資する運用のことを言います。

●マザーファンドの実質的な国内株式市場における投資対象候補銘柄には、構成割合が10%を超える、もしくはを超える可能性の高い銘柄が存在します。そのため、当ファンドの運用にあたっては、同一銘柄を純資産総額の10%を超えて組入れる可能性があります。特定の銘柄への投資が集中することによって、その銘柄に経営破綻や経営・財務状況の悪化などが生じた場合には、大きな損失が発生することがあります。

### ■収益分配金に関する留意事項

- 収益分配は、計算期間中に発生した運用益（経費控除後の配当等収益および売買益（評価益を含みます。））を超えて行われる場合があります。従って、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。
- 受益者の個別元本の状況によっては、分配金の全額または一部が、実質的に元本の一部払い戻しに相当する場合があります。個別元本とは、追加型投資信託を保有する受益者毎の取得元本のことで、受益者毎に異なります。
- 分配金は純資産総額から支払われます。このため、分配金支払い後の純資産総額は減少することとなり、基準価額が下落する要因となります。計算期間中の運用収益以上に分配金の支払いを行う場合、当期決算日の基準価額は前期決算日と比べて下落することになります。

### ■その他の留意事項

- 当ファンドの資産規模に対して、大量の購入申込みまたは大量の換金申込みがあった場合、基準価額の変動が市場動向と大きく異なる可能性があります。
- 当ファンドは、投資判断によっては特定の銘柄に集中投資することがあります。そのため、当該銘柄の影響を大きく受ける場合があります。
- 当ファンドのお取引に関しては、クーリング・オフ（金融商品取引法第37条の6の規定）の適用はありません。
- 当ファンドは、大量の解約が発生し短時間で解約資金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金の申込みの受付が中止となる可能性、換金代金のお支払が遅延する可能性があります。
- 当ファンドは、預金や保険契約ではありません。また、預金保険機構及び保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には、投資者保護基金の対象とはなりません。

## お申込みメモ

※お申込みの際は、必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

購 入 単 位	販売会社が定める単位
購 入 価 額	購入申込受付日の翌営業日の基準価額
購 入 代 金	販売会社が指定する期日までに購入代金をお支払いください。
換 金 単 位	販売会社が定める単位
換 金 価 額	換金申込受付日の翌営業日の基準価額から信託財産保留額を差し引いた額
換 金 代 金	原則として換金申込受付日から起算して5営業日目から販売会社にてお支払いします。
申 込 締 切 時 間	原則として販売会社の毎営業日の午後3時までとします。
換 金 制 限	信託財産の資金管理を円滑に行うため、大口の換金請求に制限を設ける場合があります。
購入・換金申込受付の 中止および取消し	金融商品取引所等における取引の停止、外国為替取引の停止、その他やむを得ない事情があるときは、購入・換金のお申込みを中止することおよび既に受付けた購入・換金のお申込みの受付を取消す場合があります。
信 託 期 間	無期限です。（設定日2020年6月25日）
繰 上 償 還	次のいずれかに該当する場合には、受託会社と合意の上、信託契約を解約し、当該信託を終了する場合があります。 ①信託契約を解約することが受益者のために有利であると認める場合 ②受益権口数が10億口を下回ることとなった場合 ③やむを得ない事情が発生した場合
決 算 日	原則として毎年3月10日（休業日の場合は翌営業日）
収 益 分 配	毎決算日に、収益分配方針に基づき、分配を行います。 ※「分配金受取コース」の場合、決算日から起算して原則として5営業日までにお支払いを開始します。 ※「分配金けいぞく投資コース」の場合、税引後、無手数料で自動的に全額が再投資されます。
課 税 関 係	課税上の取扱いは、株式投資信託となります。 ※公募株式投資信託は、税法上、少額投資非課税制度「愛称：N I S A（ニーサ）」および未成年者少額投資非課税制度「愛称：ジュニアN I S A（ジュニアニーサ）」の適用対象です。詳しくは、販売会社にお問い合わせください。 （注）2024年1月1日以降、上記の現行制度が改正され、新しい制度が開始される予定です。 ※配当控除の適用が可能です。益金不算入制度の適用はありません。

## ファンドの費用

## 投資者が直接的に負担する費用

購入時手数料	購入申込受付日の翌営業日の基準価額に申込口数を乗じて得た額に <b>3.3% (税抜3.0%)</b> を上限として販売会社が定める手数料率を乗じて得た額とします。 ※詳しくは販売会社までお問い合わせください。購入時手数料は、商品説明及び販売の事務手続き等の対価として販売会社が受け取るものです。
信託財産留保額	換金申込受付日の翌営業日の基準価額に <b>0.3%</b> を乗じて得た額とします。

## 投資者が信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用 (信託報酬)	当ファンドの運用管理費用（信託報酬）の総額は、(1) 基本報酬に (2) 成功報酬を加算して得た額とします。												
	<p>(1) 基本報酬</p> <p>ファンドの日々の純資産総額に対して<b>年率2.20% (税抜2.00%)</b></p> <p>基本報酬額＝運用期間中の基準価額×信託報酬率</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>支払先</th> <th>内訳</th> <th>主な役務</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>委託会社</td> <td>年率1.10% (税抜1.00%)</td> <td>当ファンドの運用・調査、受託会社への運用指図、基準価額の算出、目論見書等の作成等の対価</td> </tr> <tr> <td>販売会社</td> <td>年率1.067% (税抜0.97%)</td> <td>購入後の情報提供、運用報告書等各種書類の送付、顧客口座の管理等の対価</td> </tr> <tr> <td>受託会社</td> <td>年率0.033% (年率0.03%)</td> <td>当ファンドの運用財産の保管および管理、委託会社からの運用指図の実行等の対価</td> </tr> </tbody> </table> <p>(2) 成功報酬</p> <p>委託会社は、基本報酬額に加えて、ハイ・ウォーター・マーク方式を用いた成功報酬額を受領します。</p> <p>査定方法は、ファンドの毎計算日における前営業日の10,000口当たりの基準価額がハイ・ウォーター・マークを上回った場合、当該基準価額から当該ハイ・ウォーター・マークを控除して得た額に<b>22% (税抜20%)</b>の率を乗じて得た額に、計算日における受益権総口数を10,000で除して得た額を乗じて得た額を計上します。</p> <p>ハイ・ウォーター・マークは、設定日は10,000円（10,000口当たり）とし、設定日の翌営業日以降、毎計算日において、成功報酬の算出基準となる当該日（成功報酬計算日）の前営業日の基準価額が、その時点のハイ・ウォーター・マークを上回った場合は、翌営業日以降のハイ・ウォーター・マークは当該基準価額に変更されます。ただし、ハイ・ウォーター・マークが変更されない場合においても、決算時に収益分配が行われた場合には、ハイ・ウォーター・マークは収益分配金額を控除したものに調整されるものとします。</p>		支払先	内訳	主な役務	委託会社	年率1.10% (税抜1.00%)	当ファンドの運用・調査、受託会社への運用指図、基準価額の算出、目論見書等の作成等の対価	販売会社	年率1.067% (税抜0.97%)	購入後の情報提供、運用報告書等各種書類の送付、顧客口座の管理等の対価	受託会社	年率0.033% (年率0.03%)
支払先	内訳	主な役務											
委託会社	年率1.10% (税抜1.00%)	当ファンドの運用・調査、受託会社への運用指図、基準価額の算出、目論見書等の作成等の対価											
販売会社	年率1.067% (税抜0.97%)	購入後の情報提供、運用報告書等各種書類の送付、顧客口座の管理等の対価											
受託会社	年率0.033% (年率0.03%)	当ファンドの運用財産の保管および管理、委託会社からの運用指図の実行等の対価											
その他費用・手数料	<p>その他費用・手数料として、お客様の保有期間中、以下の費用等がファンドから支払われます。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・組入有価証券等の売買の際に発生する証券会社等に支払われる手数料</li> <li>・監査法人等に支払われる当ファンドの監査にかかる費用</li> <li>・その他信託事務の処理にかかる諸費用等</li> </ul> <p>上記費用のうち、監査費用は毎日計上され、第2計算期間以降の毎計算期間の6か月終了日および毎計算期末または信託終了のとき、その他の費用等は都度ファンドから支払われます。</p> <p>※これらの費用は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことができません。</p>												

※当該費用の合計額、その上限額および計算方法は、運用状況および受益者の保有期間等により異なるため、事前に記載することができません。

## ファンドの関係法人

- 委託会社 マネックス・アセットマネジメント株式会社  
 金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第2882号  
 加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会  
 委託会社の照会先  
 【電話番号】 03-6441-3964（受付時間：営業日の午前9時から午後5時まで）  
 【ホームページ】 <https://www.monex-am.co.jp/>
- 受託会社 三菱UFJ信託銀行株式会社  
 ■販売会社 以下の「取扱い販売会社について」をご覧ください。

## 取扱い販売会社について

投資信託説明書（交付目論見書）のご請求は、委託会社または以下の販売会社へお申し出ください。

販売会社名	登録番号等	日本証券業協会	一般社団法人日本投資顧問業協会	一般社団法人第二種金融商品取引業協会	一般社団法人金融先物取引業協会	備考
あかつき証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第67号	○	○		○	
今村証券株式会社	金融商品取引業者 北陸財務局長（金商）第3号	○	○			
auカブコム証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第61号	○	○	○	○	
S M B C 日興証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2251号	○	○	○	○	
香川証券株式会社	金融商品取引業者 四国財務局長（金商）第3号	○				
株式会社SBI証券	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第44号	○		○	○	
株式会社S B I 新生銀行	登録金融機関 関東財務局長（登金）第10号	○			○	(注1)
株式会社静岡銀行	登録金融機関 東海財務局長（登金）第5号	○			○	
ソニー銀行株式会社	登録金融機関 関東財務局長（登金）第578号	○		○	○	
松井証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第164号	○			○	
マネックス証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号	○	○	○	○	
楽天証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号	○	○	○	○	

※○印は協会への加入を意味します。

※販売会社については、今後変更となる場合があります。

(注1) マネックス証券株式会社、及び株式会社S B I証券が委託金融商品取引業者となります。

## 本資料についての留意事項

- 本資料はマネックス・アセットマネジメント株式会社が作成した資料です。投資信託の取得にあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認の上、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は、株式や債券等の値動きのある有価証券（外貨建資産には為替リスクもあります）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、購入金額について元本保証及び利回り保証のいずれもありません。
- 本資料掲題データは、マネックス・アセットマネジメント株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。また掲載データについてはあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における見解はあくまでも作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は
  1. 預金・金融債・保険契約ではありません。また、預金保険機構及び保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象にもなりません。
  2. 金融機関の預金・金融債あるいは保険契約における保険金額とは異なり、購入金額については元本保証及び利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。