

IPO・グロース市場レポート

～利上げとグロース市場改革を経た「量から質」への転換と、復活へのシナリオ～

FUNDNOTE

fundnote.co.jp

EXECUTIVE SUMMARY

エグゼクティブサマリー

2022年以降、国内外の利上げによるバリュエーション低下を背景に縮小が続いていたIPO市場は、2025年9月に東京証券取引所が発表したグロース市場改革（所謂100億問題）によって決定的な打撃を受けた。その過程で小粒・赤字上場は淘汰され、上場時のバリュエーションは調整が進み、「量から質への転換」が起きた。今後、利上げ局面が一巡しグロース市場が下げ止まれば、IPO市場は復活する局面を迎える可能性がある。

①利上げで縮み、改革でとどめを刺されたIPO市場（P.3～6）

- IPO件数は2021年の125件をピークに減少し、2026年は9月末時点で31件
- 2025年9月のグロース市場改革で上場維持基準が引き上げられ、IPOは一段と遠のく
- ダウンラウンドIPOの割合は、2022年以降2割前後で高止まり
- 売出が過半のEXITの場としてのIPOが、2025年には約7割に拡大
- 長らく課題である上場後の流動性は、直近でさらに悪化

③リターンは一握りの銘柄に集中（P.9～12）

- 過去10年間のIPOでは、初値騰落率は約8割がプラス
- IPO-Indexは平均ではTOPIXを大きく上回るが、中央値では劣後。リターンは一部の銘柄に集中している模様
- プライム/東証1部昇格銘柄は堅調な株価パフォーマンスを維持
- 昇格までは中央値2.3年と意外に短く、上場初期の見極めが成否を分ける

②淘汰の先に残った「質」と割安さ（P.7～8）

- 公開時価総額の中央値は、42.7億円（2016年）から91.1億円（2025年）へ大型化
- 赤字上場は、11社（2024年）から3社（2026年8末時点）へ減少
- 予想PER中央値は12倍を割り込み、初値ベースでPER50倍超の銘柄はゼロ
- 規模と収益性を備えた企業が、過熱感のない価格で上場

④利上げ一巡がIPO復活の号砲になるか（P.13）

- 政策金利は現在1.25%、27年3月に1.75%へ利上げして打ち止めがコンセンサス（QUICK月次調査中央値）
- 利上げが一巡すれば、グロース市場の調整も一巡する可能性
- 割安に上場した過去数年の銘柄群の見直しと、IPO予備軍の上場再開に期待
- 今後はIPO投資の好機になり得るとみる

グロース市場改革の概要

グロース市場の上場維持基準が「上場5年経過後に時価総額100億円以上」へ大幅に引き上げられ、上場後に求められる成長のハードルが一段と高まった。

上場維持基準の見直し

現行
上場10年経過後
時価総額 **40** 億円以上



見直し後（2030年～）
上場**5**年経過後
時価総額 **100** 億円以上

主なポイント

適用時期

2030年3月1日以後に最初に到来する事業年度末から適用

未達時の扱い

1年間の改善期間内に適合しなければ、監理・整理銘柄指定を経て上場廃止

例外措置

適合計画を開示すれば計画期間中は上場継続が可能（期限の定めなし）。ただし旧基準（10年・40億円）も下回れば速やかに上場廃止

IPO時の開示

上場時の見込み時価総額が100億円未満の場合、成長可能性資料に基準適合を意識した成長戦略の記載が必要（2025年12月末以後の申請から）

市場変更

スタンダード市場への変更時の利益要件を撤廃

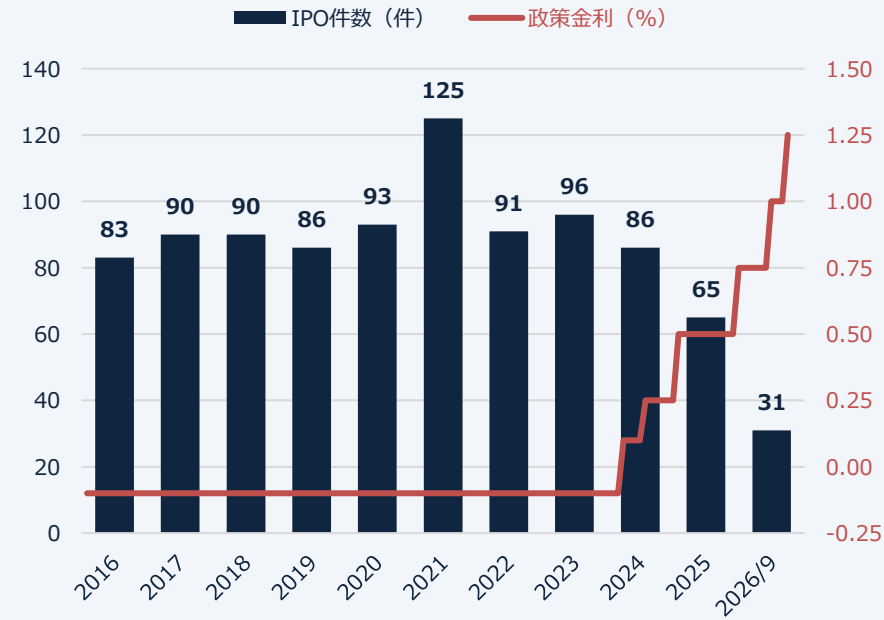
※東京証券取引所「グロース市場の上場維持基準の見直し等の概要」（2025年9月26日）からfundnote作成

A CHANGING IPO MARKET

遠のくIPO

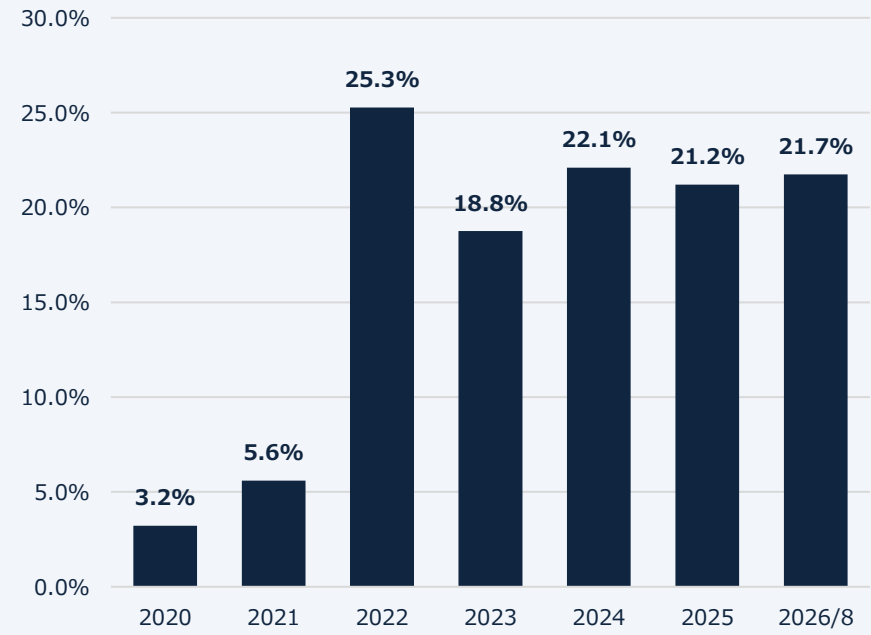
日銀の利上げとともに24年以降のIPO件数は減少。全体に占めるダウンラウンドIPOの割合は2022年以降、高止まりが続いている。

IPO件数（TPM除く）と政策金利の推移



※政策金利は日本銀行より引用。IPO件数はfundnote独自データから作成。 期間：2016/1/～2026/9

ダウンラウンドIPOの割合（TPM除く）

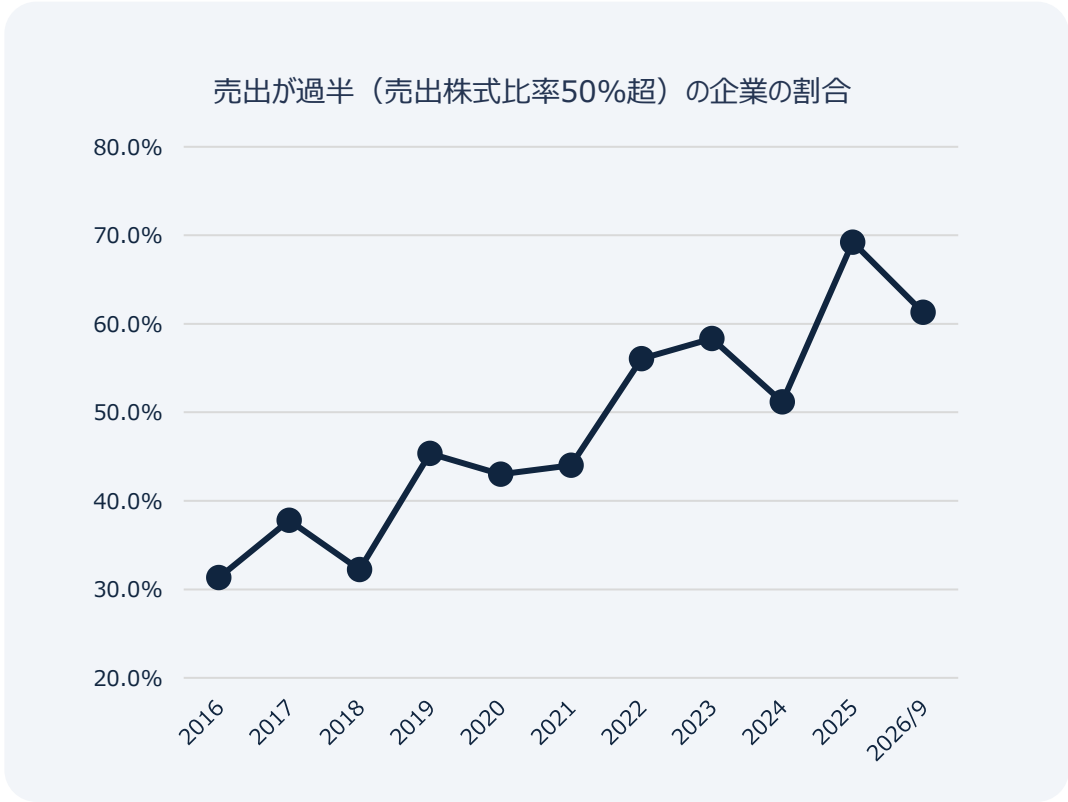


※各社の新株式発行並びに株式売出届出目論見書からfundnote作成。 期間：2020/1/～2026/8

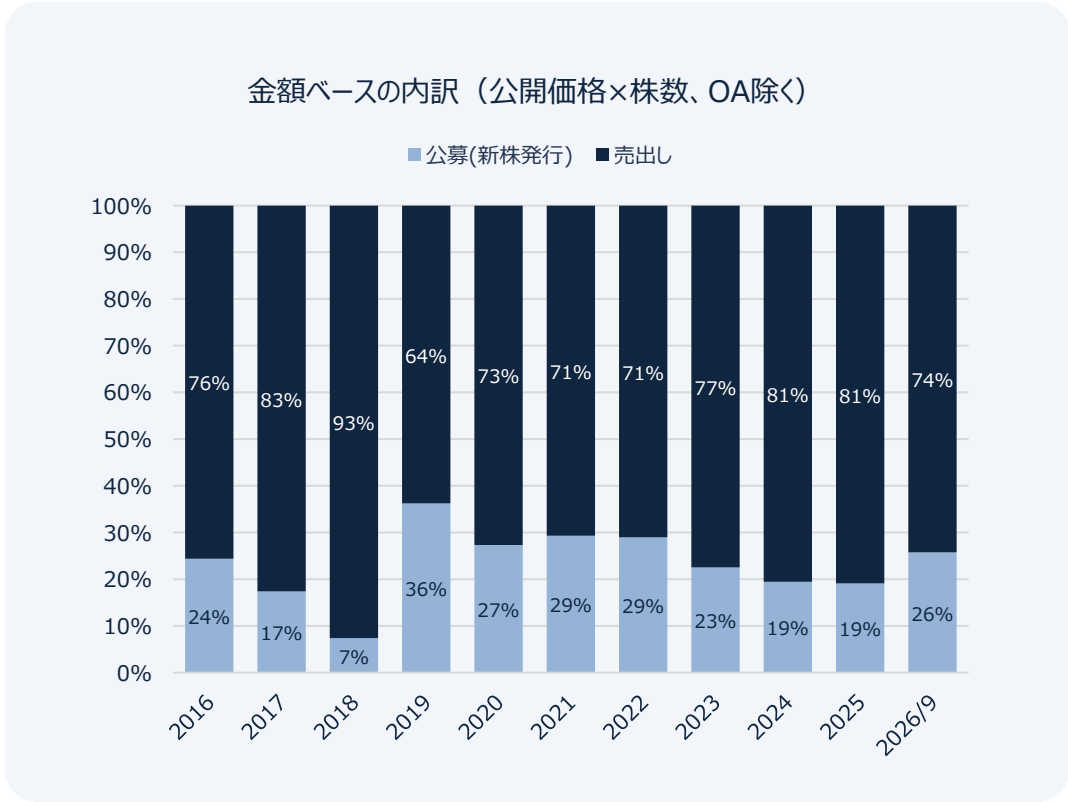
A CHANGING IPO MARKET

資金調達よりもEXITの場としてのIPO

売出株式比率(=売出株数÷(公募株数+売出株数))が過半の企業が全体の7割近くに増え、金額ベースでも引き続き売出しが多い。



※fundnote独自データから作成。 期間：2016/1～2026/9

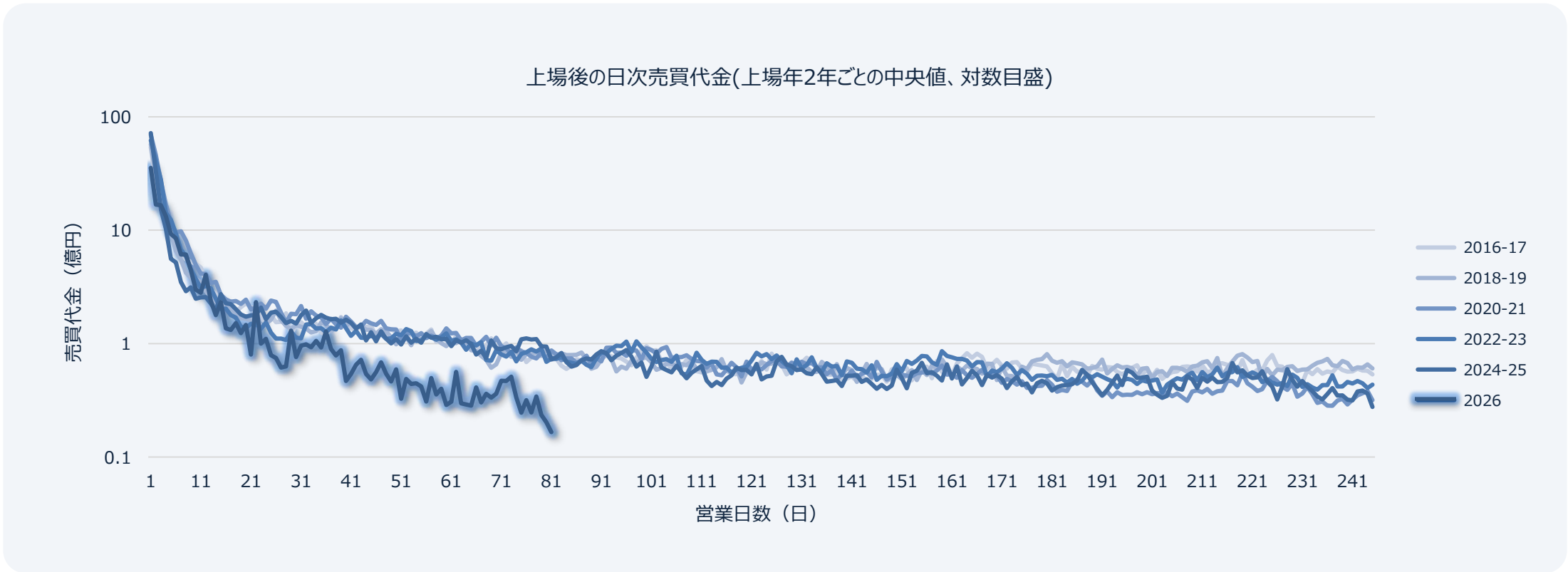


※fundnote独自データから作成。 期間：2016/1～2026/9

A CHANGING IPO MARKET

IPO後の売買代金の推移

2026年上場組は、IPOして約1か月後を境に例年と違ってその後も売買代金の減少が続いており、引き続き流動性の課題は根深い。



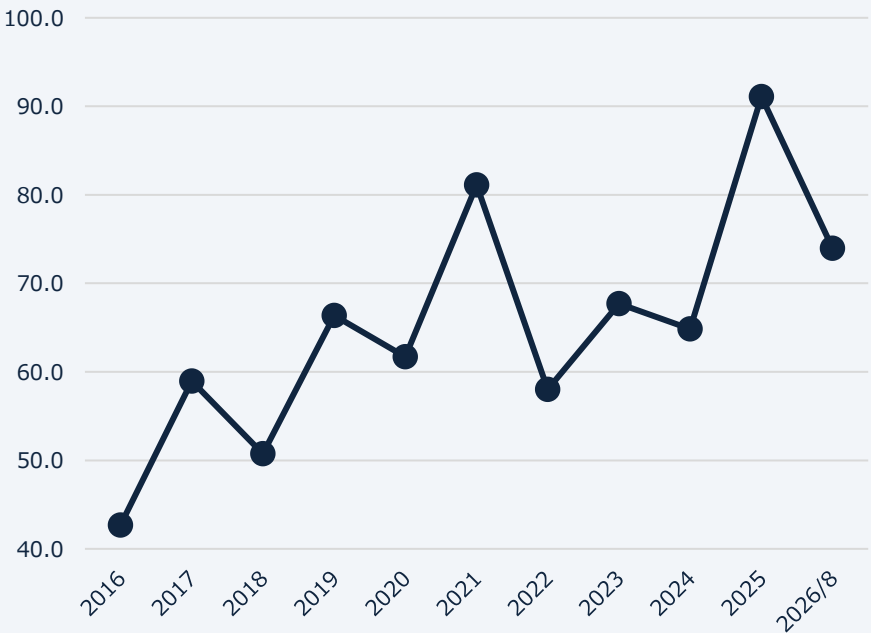
※QUICKからfundnote作成 期間：2016/1/～2026/9

A CHANGING IPO MARKET

量から質への転換

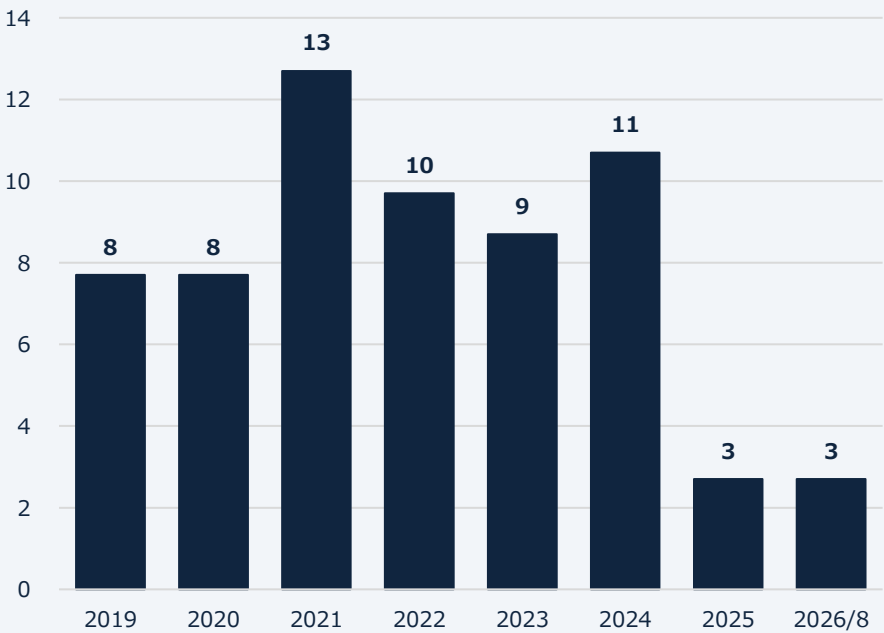
小粒・赤字上場は年々減少。IPO件数が減少する中で量から質への転換が進む。

公開時価総額（中央値）の推移



※fundnote独自データから作成。 期間：2016/1/～2026/8

IPO時の業績予想が赤字の企業数の推移



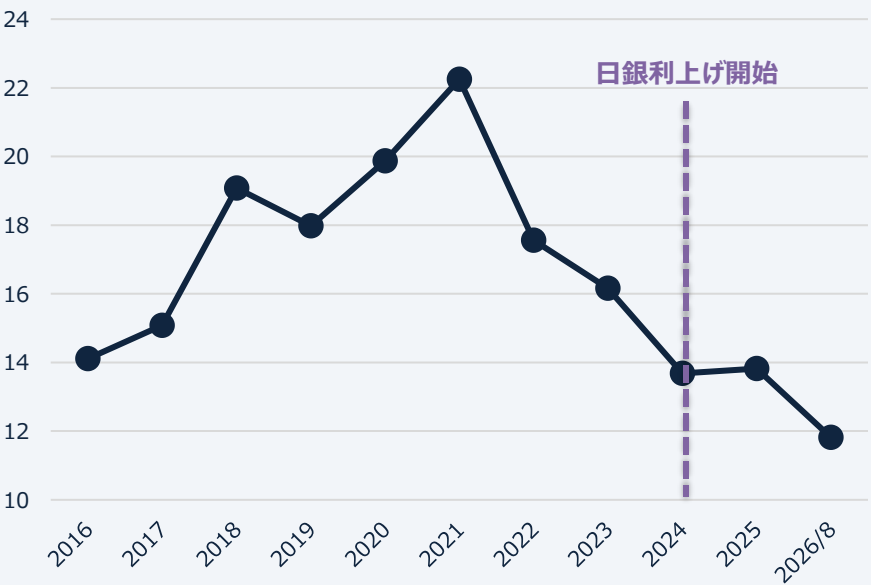
※fundnote独自データから作成。 期間：2019/1/～2026/8

A CHANGING IPO MARKET

バリュエーションの低下で目立つ割安さ

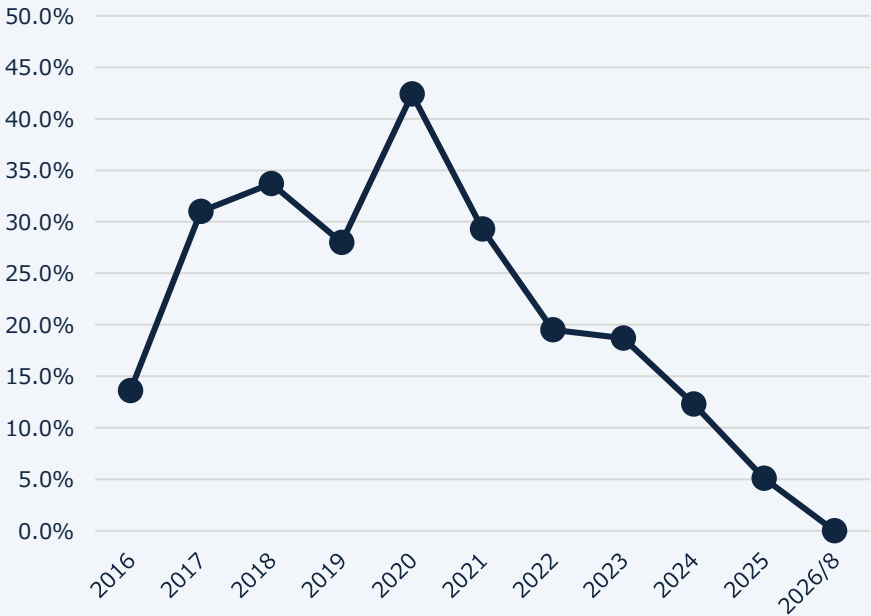
IPO時のPERは2021年を境に低下し続け、直近では12xを割ってきている（赤字を除いた中央値ベース）。また、初値ベースでPER50x超えの銘柄は0件。

公募価格ベースの予想PER（中央値）の推移



※fundnote独自データから作成。 期間：2016/1/～2026/8

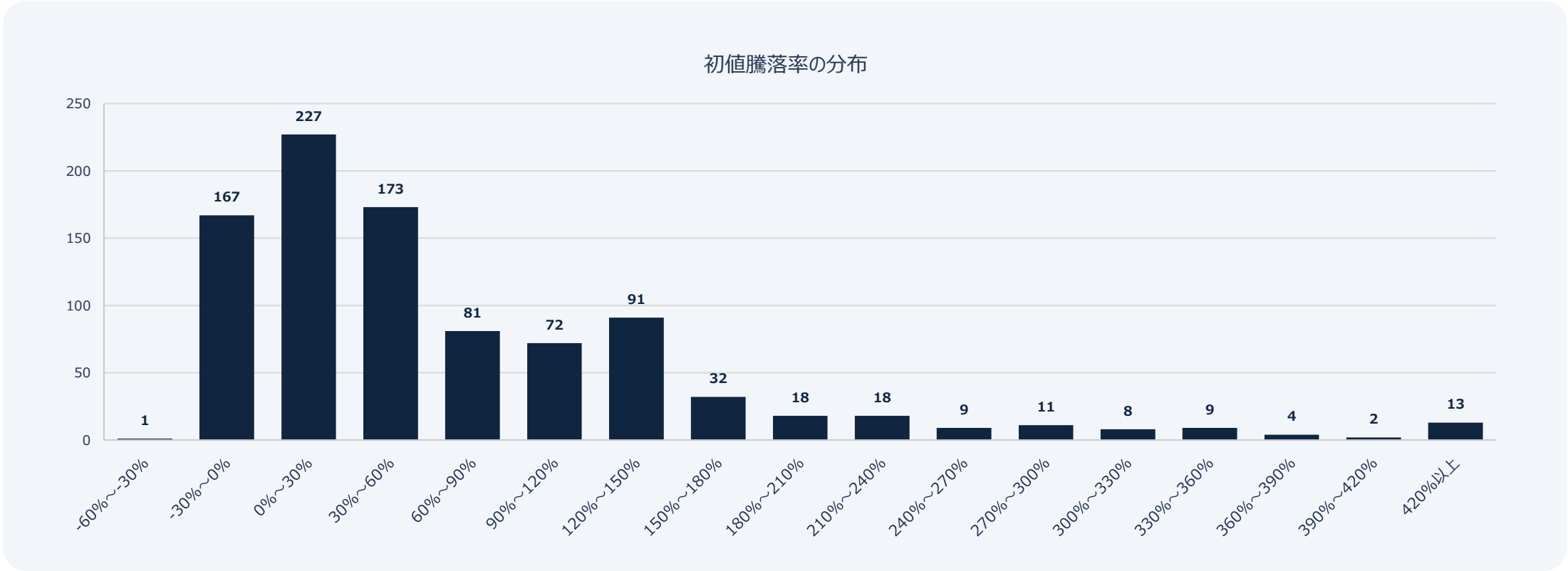
初値ベースの予想PER50x超の割合の推移



※fundnote独自データから作成。 期間：2016/1/～2026/8

勝率の高い初値騰落率

初値騰落率は引き続き堅調。2016年から2026年9月末の期間で、全体の8割がプラス。

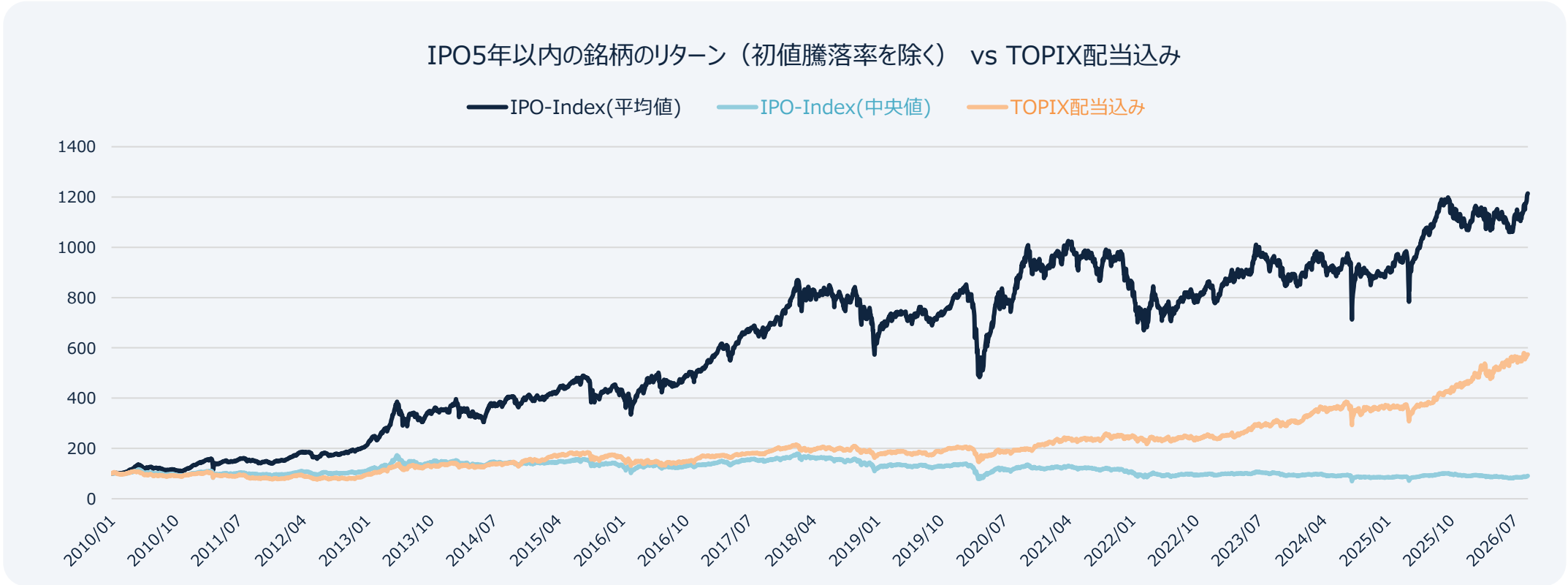


※fundnote独自データから作成。 期間：2016/1~2026/9

A CHANGING IPO MARKET

IPO-Index-平均値と中央値の乖離

IPO後5年以内の銘柄群のリターンは、平均でTOPIXを大きく上回る一方、中央値ではTOPIXに大きく劣後しており、リターンは一部の銘柄に集中している。

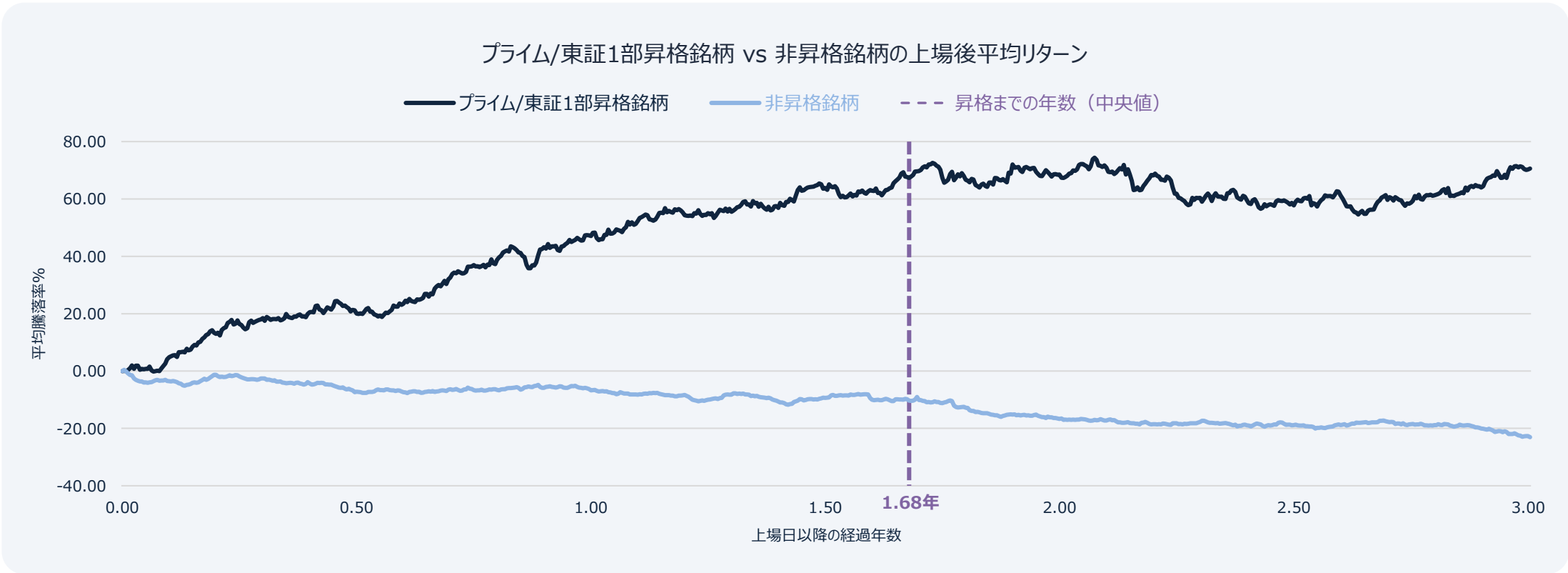


※QUICKからfundnoteが作成 期間：2010年1月～2026年8月末（起点を100として指数化）
 ※IPO Index(平均値):各営業日において、当年から5年前の1月1日以降にIPOした銘柄を対象に、前日比騰落率（初値騰落率を除く）を単純平均し連鎖させた指数(2010年1月4日=100)。
 ※IPO Index(中央値):上記と同じ対象銘柄について、各年の年初からの騰落率（初値騰落率を除く）の中央値を算出し、年末ごとに連鎖させた指数(2010年1月4日=100)。

A CHANGING IPO MARKET

堅調なプライム/東証1部昇格銘柄

昇格銘柄は上場から昇格までに株価が大きく上昇し、その後も高水準を維持。一方、非昇格銘柄は上場直後から下落基調が続いている。

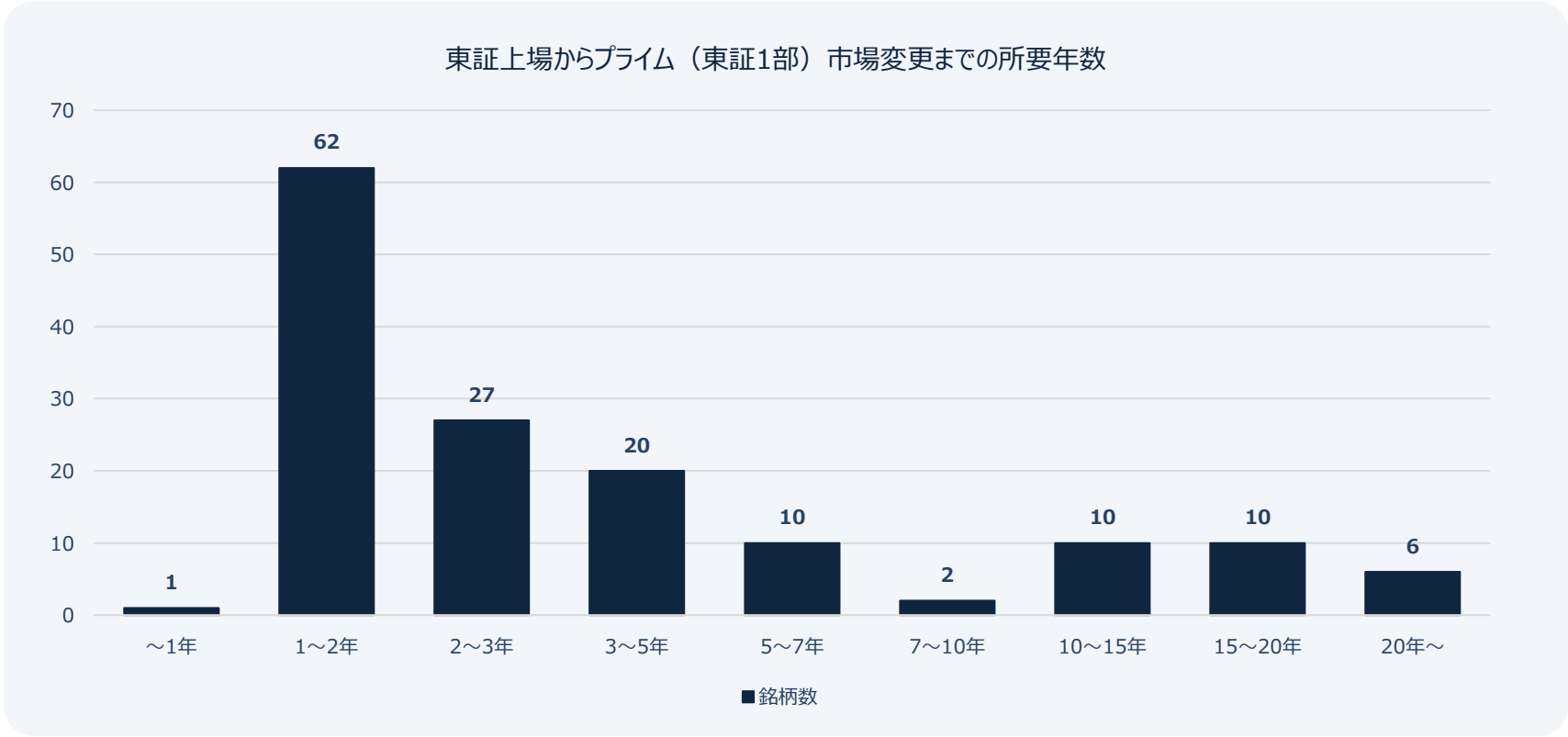


※QUICKからfundnote作成
 ※対象：2018/1～2026/8にIPOした銘柄で昇格銘柄（プライム/東証1部へ市場変更）と非昇格銘柄を比較。上場1日目の終値を0%として各経過営業日の騰落率を銘柄ごとに算出し、その単純平均を表示（最長720営業日＝3年）。

A CHANGING IPO MARKET

プライム/東証1部昇格までの年数

過去約8年間でプライム市場/東証1部へ昇格した企業の半数近くは上場後2年以内に昇格しており、昇格は意外と早い。

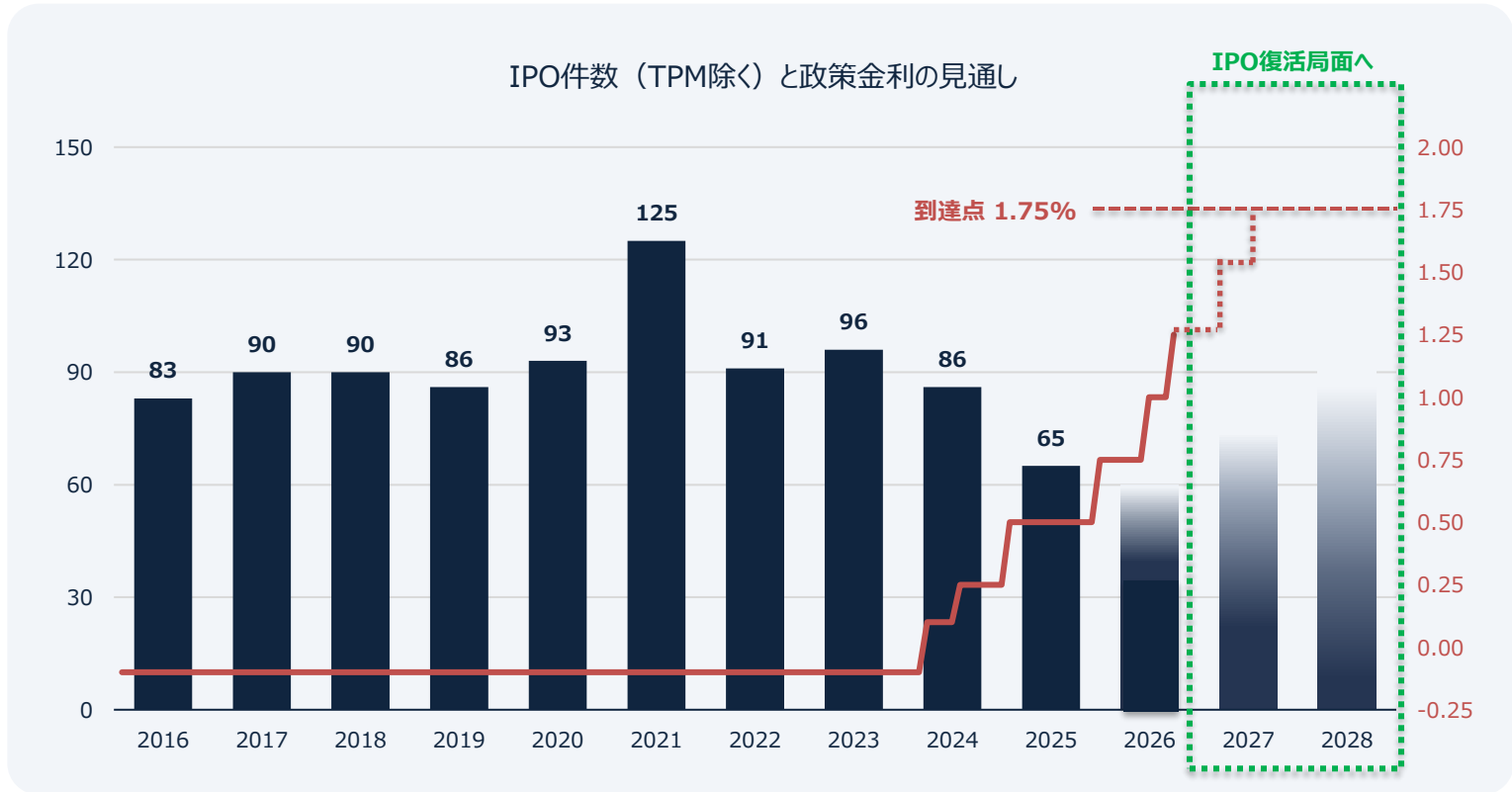


※QUICKからfundnote作成
※対象：2018/1～2026/8にプライム/東証1部へ市場変更した銘柄。上場日は制限なし。

東証上場からプライム市場へ昇格した企業の属性（中央値） ※変更時点の直近本決算実績	
時価総額	220.8億円
営業利益率	12.7%
ROE	16.3%
自己資本比率	64.4%
前期比増収率（昇格時）	21.8%
PER	28.2倍
PBR	4.4倍
プライム上場までの年数	2.3年

利上げ一巡がIPO復活の号砲になるか

利上げの到達点が視野に入りつつあり、グロース市場の底入れとともにIPO市場は『質』を伴って復活する局面を迎える可能性。



当社の予想するシナリオ

①利上げの打ち止め

・到達点は1.75%程度（QUICK月次調査中央値）、27年3月の利上げを最後の一巡



②グロース市場の調整一巡

・金利上昇によるバリュエーション圧力が後退



③IPO市場の復活

・過去数年の割安な銘柄群の見直し
・滞留していたIPO予備軍の上場再開

※QUICKからfundnote作成
※上記はあくまで当社の予想を元に作成したイメージ図であり、将来の結果を予測するものではありません。

COMPANY PROFILE

会社概要

企業理念

投資し甲斐のある日本企業を見極め
個性あふれるファンドを、匠とともに

使命 投資を通じて日本を豊かに、
人生をもっと豊かに

未来像 アクティブファンドを
資産運用の中心にする

価値観 クリエイティブ発想で
投資機会の創出をする

社名	fundnote株式会社
代表取締役社長	渡辺 克真
本社	東京都港区芝5-29-20 クロスオフィス三田
設立	2021年8月26日
資本金	1億円
事業内容	投資運用業・第二種金融商品取引業 (関東財務局長(金商)第3413号) 適格機関投資家等特例業務
役職員等	24名
加入協会	一般社団法人 資産運用業協会

※2026年9月末時点

DISCLAIMER

本資料に関する注意事項

- 本資料は、fundnote株式会社がIPO・グロース市場に関する情報及び当社の市場見通しを提供するために作成したものです。
- 本資料に記載された見通しは作成時点の当社の見解であり、将来の市場動向や投資成果を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された運用実績は、過去の実績や一定の前提に基づくものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。
- 投資には元本の毀損を含むさまざまなリスクが伴います。特に未上場株式は流動性が限定的であり、価格変動リスクが高い点にご留意ください。
- 実際のご投資にあたっては様々なリスクが発生します。投資の最終的なご判断は、お客様ご自身の責任において行ってください。
- 本資料の内容について、弊社の事前の許可なく、複製・複写・転記または第三者へ開示することを固く禁じます。

FUNDNOTE

fundnote.co.jp