

## 「個人投資家向け IR セミナー」書き起こし

### 1. 会社説明（CFO 水山）

CFO 水山

ありがとうございます。コロンビア・ワークスの水山です。本日は東京勉強会にお声がけいただき、ありがとうございます。貴重な機会ですので、できる限り「生の声」でお伝えできるよう、答えられる範囲のギリギリまでお話しします。どうぞよろしくお願いいたします。

# コロンビア・ワークスとは

## CORPORATE IDENTITY

### 人が輝く舞台を 世界につくる

当社はすべての人が自分の人生を楽しむ空間を作ること  
目的として設立されました。

一人ひとりの人生が輝くためにはそういった空間を生み出す  
建物やサービスが欠かせません。

しかし、いまの街は利益を追求するあまり  
コンセプトのない建物に溢れています。

当社はそのような考えから脱却し、利用者の使い方や  
ウォンツを建物自体に組み込んだ、  
建物とサービスが一体となった都市開発を行ってまいります。

Copyright © Columbia Works, Inc.

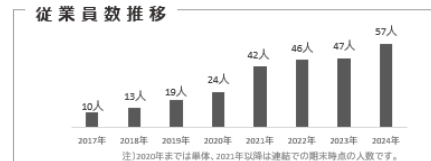


#### 会社概要

社名	コロンビア・ワークス株式会社
代表取締役	中内 進
本社所在地	東京都渋谷区渋谷2丁目17番1号 渋谷アクシユ9F
設立	2013年5月14日
決算	12月末
資本金	15億7,600万円（2025年6月末現在）
事業内容	不動産開発サービス/不動産賃貸管理サービス/ホテル運営 サービス/アセットマネジメントサービス

#### グループ会社

コロンビア・コミュニティ株式会社  
株式会社サックス沖縄  
コロンビアホテル&リゾーツ株式会社  
コロンビア・アセットマネジメント株式会社



4

コロンビア・ワークスは、2024年3月にスタンダード市場へ上場しました。創業は2013年5月で、私と代表の中内の2名で2013年に創業しています。2人とも、もともとはオリックスで不動産事業に携わっていました。私は商業施設の開発を中心に、開発後に賃料を安定させて金融機関等に売却したり、運営したりしてきました。

代表の中内は住宅の分譲開発が中心でしたが、リーマンショック時には、オリックスが保有する多種多様な不動産アセット（住宅・オフィスだけでなく、ゴルフ場や釣り堀なども含みます）をどう処理するかという観点で、選別・審査を行う部隊にいました。2008年頃に私と中内が出会い、開業準備を進めて2013年に創業したのが始まりです。

オリックスはファイナンスの観点で物事を考える会社で、非常に勉強になりました。一方で、不動産を金融商品・金融アセットとしてつくるうえで一番怖いのはボラティリティ、つまり計画からずれることだと思っています。そのため結果として、「隣と同じようなもの」や「計画通りに動くもの」をつくり、投資家に届ける手法が一般的になり、オリックスでも各デベロッパーでも行われてきました。これは資本の論理として正しい面がある一方で、延長線上では街がどこも同じようになり、街の色が薄くなっていくのではないかと感じました。そこが出発点です。

都市や街には文化や色があり、そこに集まる人の属性もさまざまです。そうしたエリアと人に対して、不動産が適切に答えられているのか、使われ方に即した建物を最初から開発できているのかという点に疑問を持ちました。そこで、そういうものをつくっていくデベロッパーをつくりたいと考え、コロンビア・

ワークスを設立しました。



創業当初（2013～2015 年頃）は資本が乏しく、単独でデベロッパーとして動くのが難しかったため、大手デベロッパー等と組みながら「こんなことをやったら面白いのでは」というアイデアと事業計画を共同でつくっていました。そのため、創業当初から赤字になったことはありません。土地を狙う段階では競合になりますが、土地取得後の開発段階ではデベロッパー同士で情報共有する側面もありますので、そうしたネットワークも活かしてきました。2 年目以降は自己資本が増強され、自社単独の開発を始められるようになったという経緯です。

## “Quality of Life”を上げるテーマ型不動産開発

大手デベロッパーがやれない独自のノウハウで、時代に合った不動産開発に挑戦。



Development Concept

暖炉 | 花火 | 子供の遊び場 | 健康 | アート | バイク | 受験 | 国際交流 | 運動 | 車 | 音楽 | プライバシー | 倉庫 | サンセット | 酒 | eスポーツ | 多言語 | 終活 | 多言語 | ス  
ートホーム | 独立 | 子育て | 料理 | 家事代行 | 婚活 | シングルマザー | サウナ | 保育園 | 老後 | シングルファーザー | お一人様 | 24時間サポート | リモート医療 | 介護 | パリ  
フリー | キッチン | 家具 | 教育 | 保育園 | クローゼット | 外国人 | 音 | バイク | 睡眠 | VR | AR | 地域交流 | ペット | ファッション | ライドシェア | 世代間交流 | 副業 |  
ショッピング | ガジェット | **美容** | **朝活** | 起業 | 学生 | 老後 | 部屋交換 | フリーランス | モテ | ゴルフ | BBQ | 天体観測 | 大家族 | カフェ | 純和風 | アロマ | お一人様 |  
YouTuber | 七輪 | クリーン | スーパー | リッチ | 生活コンサル | 国際交流 | 住居兼オフィス | 離島 | デジタル | トロックス | 自転車 | 暖炉 | 花火 | 受験 | 運動 | 音楽 | プライバ  
シー | 子供の遊び場 | 倉庫 | サンセット | eスポーツ | 多言語 | 終活 | 写真 | 採用 | 独立 | 酒 | 子育て | **アート** | 代行 | 婚活 | シングルマザー | 美人 | シングルファーザー  
サウナ | 家庭菜園 | パーティー | 24時間サポート | 医療 | 介護 | バリアフリー | 家具 | VR | AR | 教育 | 保育園 | クローゼット | 防音 | キッチン | 睡眠 | 外国人 | 地域交  
流 | ペット | ファッション | 風呂 | ライドシェア | 世代間交流 | 副業 | 車 | ショッピング | ガジェット | ルームシェア | 起業 | 学生 | 老後 | 部屋交換 | フリーランス | モテ | ゴルフ | BBQ  
天体観測 | 大家族 | カフェ | 純和風 | アート | アロマ | バイク | YouTuber | 七輪 | クリーン | スーパー | リッチ | 生活コンサル | 住居兼オフィス | 離島 | デジタル | トロックス | 自  
転車

**美容**  
美容と健康に寄り添う  
Blancé Beauté KOMAZAWAIDAIGAKU

**朝活**  
早起きしたくなる  
LUMIEC MEGURO

**アート**  
アートの中で泊まる  
BnA Alter Museum

**車**  
愛車と住む  
LUMIEC CHITOSE FUNABASHI

Copyright © Columbia Works, Inc.

7

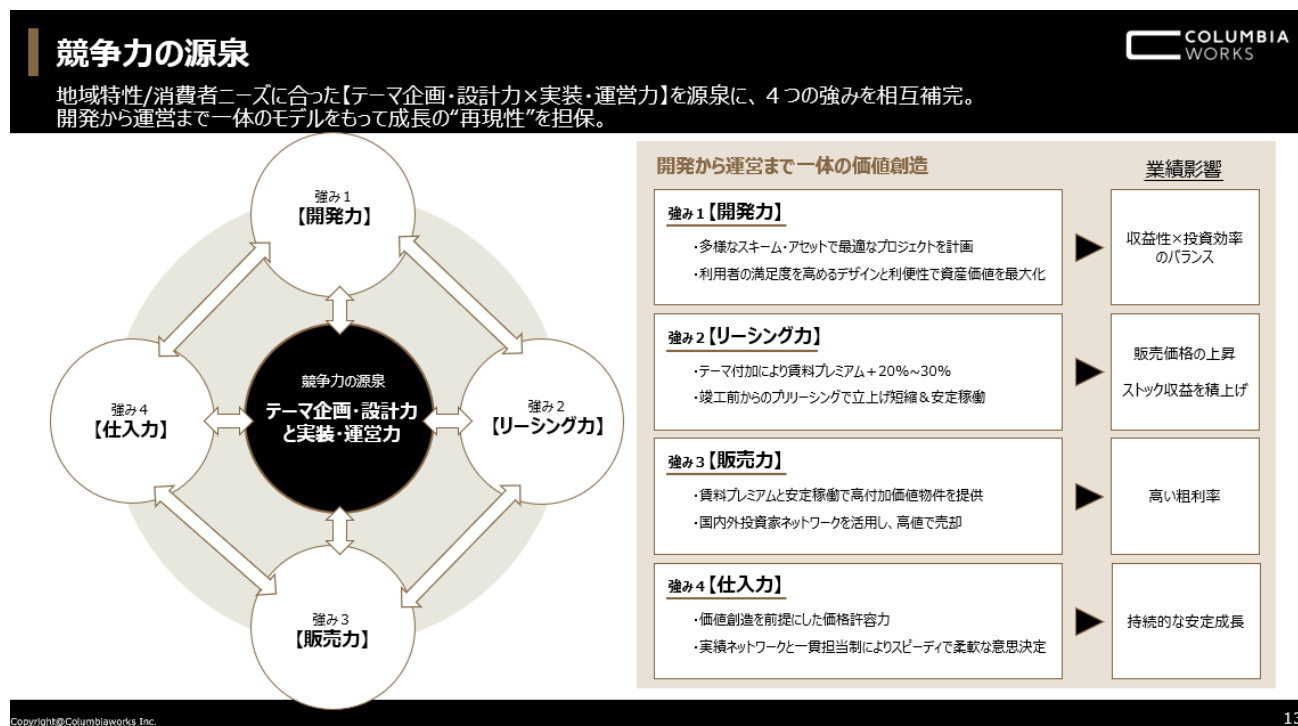
当社では、街ごとの色や、そこに集まる人を徹底的に分析しています。従来は駅距離・周辺相場・地価・人口など、データ中心で間取りや広さを決めがちですが、当社は「この街のテーマは何か」

「使う人は何に興味関心があるか」を深掘りします。QOL (Quality of Life) を上げることを目的とした、テーマ型不動産開発です。

たとえば駒沢エリアでは、健康意識が高い人が多く、フィットネスクラブやスポーツサイクル店が多いことに加えて、公園もあります。そこで、住まいの共用部に「パーソナルフィットネス受け放題」や「セルフホワイトニング」などを組み込み、日常生活の中でQOLを高められるマンションにする、という発想を採りました。

目黒エリアでは、夜は飲み屋が賑わい、30代後半～40代前半で良い企業に勤める単身・2人暮らしが多い一方で、朝食を取らない人も多いという特徴が見られました。そこで朝の時間を有効活用してもらうために、当社が京都でホテル運営をしている朝食をマンションで提供する「朝活マンション」を企画しました。

こうした付加価値によって、周辺相場賃料に対して20～30%程度のプレミアムを付けられているのが実績です。立地が多少劣っても、良い立地の物件と同等の賃料が取れているケースもあります。ただし当社の戦略は「悪い立地で高賃料を取る」ことではありません。好立地でエリア分析をさらに深め、付加価値を高める方向へシフトしています。



当社の競争力の原点は企画力です。営業スタイルも大手とは異なり、住宅本部・ビル本部のような縦割りを外しています。プロジェクトマネージャーが立地分析を行い、アイデアを発信し、週2～3回のブレストでチームとして磨き上げます。

その際には「賃料に跳ねるのか」を徹底的に議論し、調査→再提案を繰り返します。行政対応なども含めて、一人が最後のイグジットまで伴走します。その結果として、不動産仲介会社から「コロンビアに頼めば最も高いバリュエーションの提案が出てくる」という信頼をいただき、情報の捕捉率が高い状態になっていると認識しています。

リーシング面では、テーマに刺さる人が集まりやすいことに加えて、SNS等で情報感度の高い層に拡散しやすく、リーシング速度が早い点も強みです。

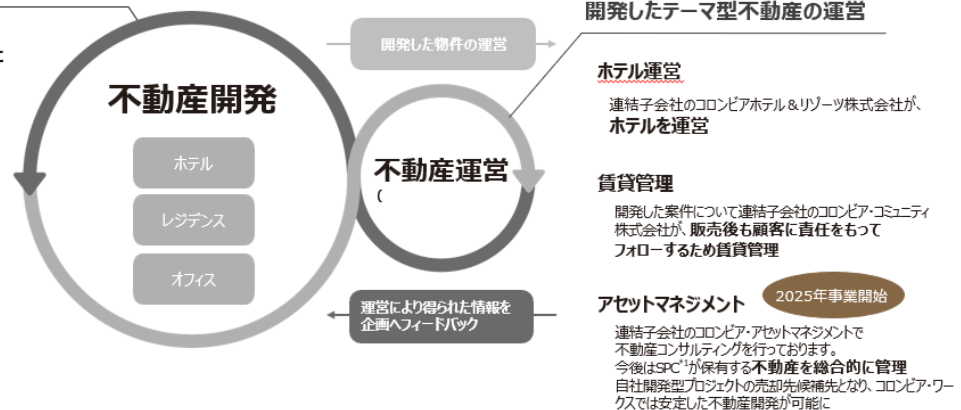
### 3. 成長モデル：開発＋運営（AM/PM/ホテル/賃貸管理）

#### 不動産エコシステムを構築

不動産開発事業により開発された物件は、当社グループで運営を受託することを前提に売却され、開発案件の増加が連結子会社によるストック収益の増加に直結。運営により得られた情報を企画開発にフィードバックすることで、より高付加価値な建物の開発が可能。

テーマ型不動産開発＝「ハード」×「サービス」

社会のニーズに応える  
サービス（企画）をプラスした  
高付加価値な建物を開発



当社のコアは、不動産デベロッパーとしての開発です。ただ創業当初から、「せっかく作ったものを外部に売るのは悲しい（子どもがどこかに行く感じ）」という思いがあり、運営もしたいと考えていました。今年からアセットマネジメント会社をつくり、営業を開始しました。

プロジェクトごとに合う・合わないはありますが、理想は「当社AMが当社開発物件を購入していただき、当社が運営し、賃貸管理はグループのコロンビア・コミュニティが担い、運営のフィードバックを開発に戻す」という仕組みです。2025年にこれを構築でき、営業も開始できたことが大きなトピックです。

AM事業は2025年に開始しましたが、すでにAUMは420億円を超えています。12月決算の着地では、500億円弱まで積み上がる見込みです。2026年、2027年に向けて、さらに拡大させる戦略です。



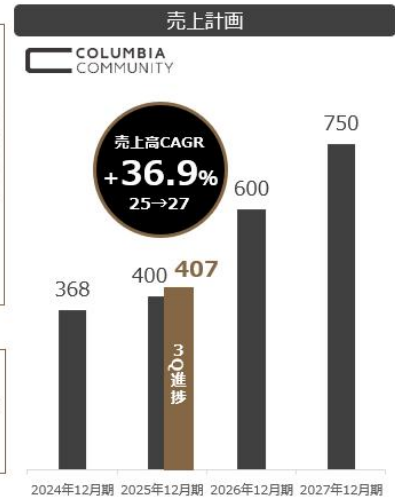
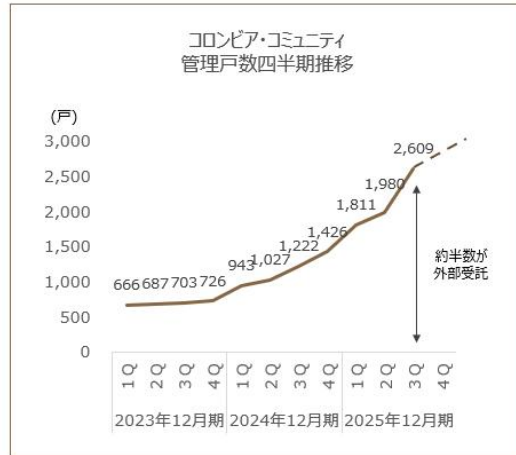
## 戦略の進捗：開発規模の拡大が運営事業（ストック）の拡大に直結



当社開発物件は原則コロンビア・コミュニティで賃貸管理を受託することを前提に売却されるため、開発規模の拡大がストック収益の積上げに直結。リーシング能力を評価いただき、外部案件の受託が進む。CAMで受託した大型レジデンスの賃貸管理も受託し3Q進捗は計画超で順調。

**COLUMBIA COMMUNITY** 売上 = 管理戸数 × 事務委託手数料率

※売上は単体ベース



Copyright©Columbiaworks Inc.

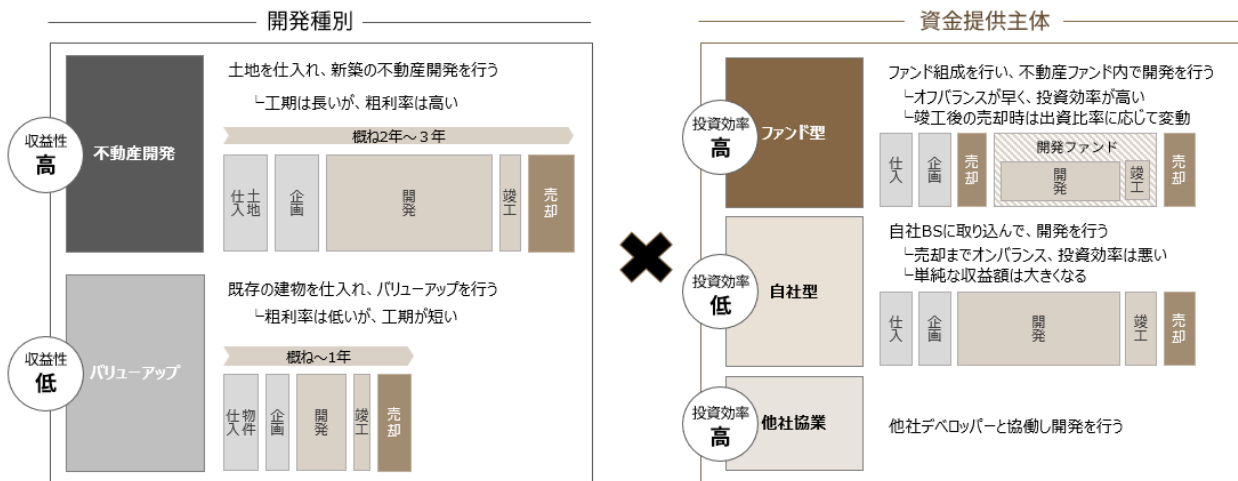
17

賃貸管理も着実に成長しています。2023 年頃から外部受託が急増しました。当社が開発した物件を機関投資家に売却する際、賃貸管理会社（コロンビア・コミュニティ）をセットで付けてきましたが、「レポートがしっかりしていてリーシング方針が明確であり、賃料バリューを上げてくれる」と評価をいただきました。その結果、当社物件以外の管理受託が増え、2023～2025 年で管理戸数が倍増しているのが現状です。

#### 4. 開発手法：開発/バリューアップ × 資金提供（自社/ファンド/他社協業）

### 多様な開発スキーム

多様な開発スキームと多様なアセット（レジデンス・オフィス・ホテル）を組み合わせ、その土地に最適な開発を行う。



建築費の上昇や工期の長期化については、必ずご質問をいただきます。当社の事業のやり方としては、まず大きく2つの形があります。

1つ目は不動産開発（ゼロから開発）で、土地を買って開発します。利益率は高い一方で、プロジェクト期間は2年半～3年になります。

2つ目はバリューアップで、他社が開発した建物のうち、まだバリューアップ余地があると判断したもの取得し、共用部改修や間取り変更（2部屋を1部屋に大型化する、ホテルを住宅へ転用する等）を行います。制約がある分、利益率は下がりますが、リードタイムが短く、1年程度でエグジットできるため回転率が高いのが特徴です。

この2つに加えて、ファイナンス面で「誰が資金提供するか」を3パターン持っていますので、 $2 \times 3 = 6$ パターンで開発手法を持っていることになります。

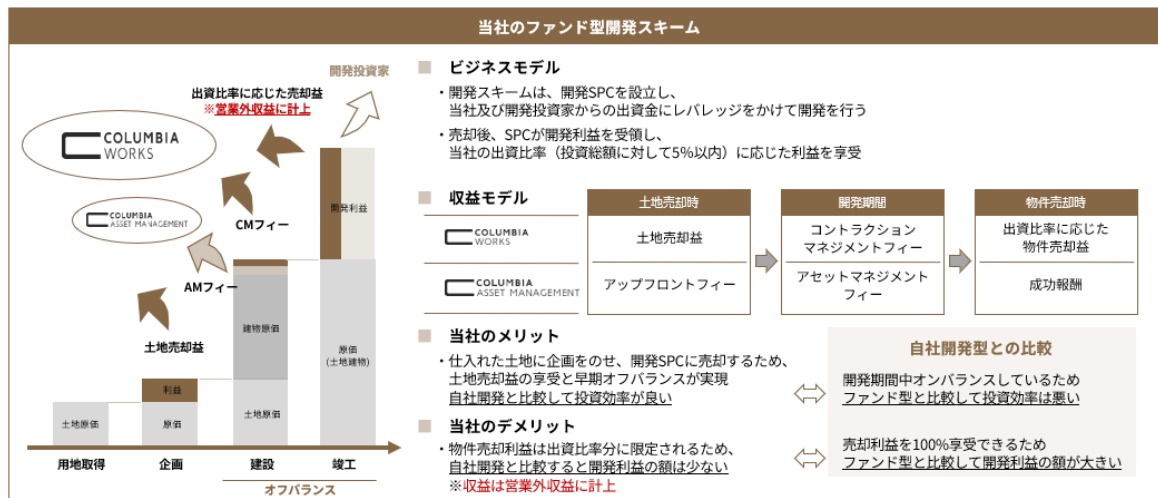
まず自社開発型では、自社のBSでフルエクイティ、つまり自社資本で2.5～3年保有して売却します。

次にファンド型では、土地を取得したうえで半年～1年で企画・設計・工事会社等のステークホルダーを固め、SPC（ファンド）に土地を移します。その後、ファンド内で開発～竣工を行い、最終的に売却するという3ステップです。案件の収益性・利益率・スピードに加え、マーケットや金融環境も見ながら使い分けています。

最後に他社協業型では、当社のサービス外の方が合理的な場合に、無理に自社モデルへ押し込まず、他社と組みます。たとえば当社は分譲事業をやっていませんが、分析の結果「分譲にした方が明らかに収益性が高い」場合には、分譲デベロッパーと協業します。その方が結果として投資効率が高くなります。

## 参考：ファンド型開発スキーム

2025年12月期より、ファンド（開発SPC）を活用した開発スキームを本格的に始動。  
早期オフバランスを実現することにより、自社開発型と比較して、投資効率が向上。



ファンド型では、土地と企画をファンドへ移すタイミングで、まず売却益が立ちます（半年～1年）。開発中は当社がPMとして進めますのでPMフィーが立ち、さらに出資比率に応じて竣工後の利益も見込めます。自社開発型に比べると見た目の利益率は劣りますが、収益機会が分散されるイメージです。霞ヶ関キャピタルさんのモデルに近い、と説明されることも多いです。

## 戦略の進捗：コロンビア・アセットマネジメントがアセットマネジメント業務受託

当社企画のホテルにおいて開発ファンドを組成した他、外部の大型案件のアセットマネジメント業務を受託。  
AUM拡大は2件で約250億と計画以上で進捗。

### 箱根仙石原ホテル

開発ファンドを組成（土地＋企画を開発SPCに売却）



「FIFTH SEASON HOTELS」シリーズとして、ハイグレードかつ地域独自の魅力をより深く感じられるステイを提供するホテルとして計画されています。露天風呂やプライベートサウナを備えた客室もあり、共用部にはカフェラウンジ、レストラン、足湯、温泉大浴場、オートロックサウナを設置。仙石原の中でもラグジュアリーな旅館が集まるエリアに位置する、上質な滞在を提供するホテルです。

### ウエリスアーバン水天宮前

外部案件を受託

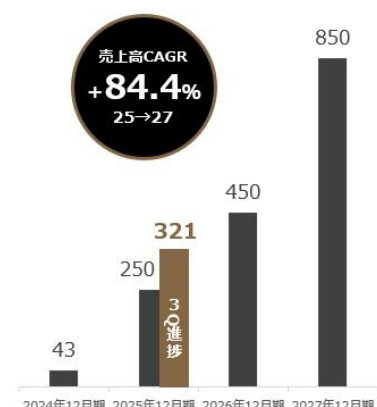


東京メトロ半蔵門線「水天宮前」駅から徒歩9分に位置し、2023年3月に竣工した433戸規模（店舗2区画含む）の賃貸レジデンスです。ワークラウンジ、フィットネスジム、ゲストルーム、屋上テラス等の共用施設を有し、CASBEE Aランクを取得しています。

※売上は単体ベース

売上計画

COLUMBIA  
ASSET MANAGEMENT



具体例としては、箱根のホテル（今後開発）があります。これは土地を取得して企画し、開発型ファンドに移した案件です。また水天宮案件は、他デベロッパーから取得し、そのままファンドに入れた案件です。



## 5. 最重要 KPI・中計・プライム（CF0 水山）

### 中期経営計画



2027年12月期の営業利益は7,500百万円以上、運用資産250,000百万円以上を計画し、プライム市場への移行を目指す。

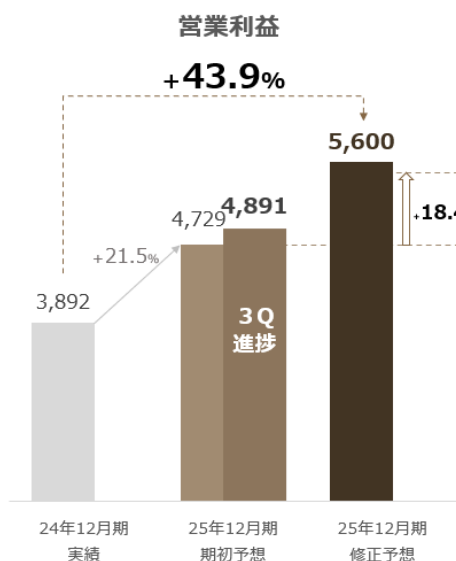
#### 2027年までの経営目標

KGI	営業利益 <b>7,500</b> 百万円以上	運用資産(総資産 + AUM) <b>250,000</b> 百万円以上	2027年以降に <b>プライム市場</b> 移行の準備を開始		
	1件あたり単価 <b>2,360</b> 百万円 ※コロニア・ワークス単体	販売件数 <b>25</b> 件 ※コロニア・ワークス単体	従業員数 <b>120</b> 名 ※連結ベース	AUM <b>150,000</b> 百万円以上	賃貸管理戸数 <b>3,750</b> 戸
KPI	ストック粗利シェア <b>30%</b>				
	アクション	アクション	アクション	アクション	アクション
アクション	案件規模及び プロジェクト数拡大	ファンド組成による 早期オフバランスと AUM拡大	子会社成長による ストック積み上げ	優秀な人材の確保 採用と育成	効率的な資金調達

当社の最重要指標は、営業利益（成長率）です。同時にデベロッパーとしてどれだけ資産を持つことも重要ですが、BS を無尽蔵に膨らませると効率が悪化します。そこでファンド型・オフバランスを活用し、BS は軽くしつつ、パイプラインは確保する方針です。自社総資産と AM の預かり資産を足した「運用資産」を、2027 年までに 2,500 億円にする目標を掲げています。

## 2025年12月期通期業績予想を修正

足元の業績見通しを反映し、重視する営業利益の通期業績予想を上方修正。  
売上高については、今期販売分の一部を2026年12月期以降の販売とすることから、期初予想を下回る見通し。



	24年12月期 通期実績	25年12月期通期 期初予想	2025年12月期 通期修正予想	期初計画予想比 増減率	前期比 増減率
売上高	20,981	39,618	36,800	▲7.1%	+71.6%
営業利益	3,892	4,729	5,600	+18.4%	+43.9%
営業利益率	18.6%	11.9%	15.2%	+3.3pt	▲3.4pt
当期純利益	2,238	2,750	3,080	+12.0%	+37.6%
当期純利益率	10.7%	6.9%	8.3%	+1.4pt	▲2.4pt

25

2025 年 12 月期は、当初営業利益 47 億円を計画していましたが、第 3Q 時点で達成済みです。主因は、金融環境のタイト化が早まると想定し、借入コストや売却時のキャップレート上昇を保守的に織り込んでいたことです。計画は株主への「約束」と考えていますので、環境が悪化しても達成できる水準を設定しようとして、どうしても保守的になりやすい面があります。その結果として、トラックレコードでは 40% 程度成長している一方で、ガイダンスとの差を指摘されることもあります。

「約束水準を超えた後」は、今期で売るか来期で売るか、どちらがより利益が取れるかで判断しています。現状の着地は、営業利益 56 億円程度の見通しです。AUM は現時点で 420 億円、着地では 480 億円程度まで拡大する見込みです。本業のパイプラインについても、2026 年販売分はほぼ見えており、2027 年も大半が見えています（2027 年は若干の積み残しがある状況です）。中計では、営業利益 75 億円、運用資産 2,500 億円、そして 2027 年以降のプライム上場を目指しています。ただし営業利益については、現状 55～56 億円の着地想定ですので、見直す可能性があります。プライムで不足しているのは流通時価総額です。流通株式数を増やすか、株価を上げるかの 2 択になりますが、公募増資も実施し投資先はほぼ見えていますので、今後は株価を上げることに注力していきます。

---

## 6. 質疑応答（事前質問→会場質問）

### 6-1. 事前質問① 地域割合（都内比率）

司会

事前質問から伺います。地域特性について、開発案件の地域割合で多いのは都内でしょうか。

CF0 水山

アセットタイプの数（棟数）で言うと住宅が圧倒的に多いので、住宅は東京都内、もっと言うと東京都心に集中しています。金額ベースでは半分が住宅で、残り半分は時代の流れで変わりますが、今はホテルが中心です。ホテルは北海道から沖縄まで全国に展開しており、観光資源が明確なエリアに投資しています。

### 6-2. 事前質問② 都内での案件獲得（単価上昇下で）

司会

単価が上がる都内で獲得できる案件数、開発数ほどの程度でしょうか。

CF0 水山

取得価格は高くなっていますが、当社の強みは不動産運営をしっかりと行ってきたことです。用途・企画に応じて「この程度の賃料が取れる」という見立てを事前に立てられます。加えて今はマーケット全体で賃料上昇が強い状況です。リーシング速度が遅くなる、賃料上昇が減速する兆候が出れば警戒しますが、今のところ都内、特に 23 区の都心ではその傾向が続いています。情報の捕捉率が高いことも強みですので、情報をいただきながら精査しています。

### 6-3. 事前質問③ 開発粗利率のばらつき（高い/低い特性、今後の目線）

司会

不動産開発の粗利率のばらつきが大きいです。高い案件・低い案件の特性の違いと、今後どの程度の粗利を想定すべきかを教えてください。

CF0 水山

案件ごとに粗利率はバラバラです。粗利が良い案件は、取得のタイミングが良かったり、企画の浸透度が高かったりして、賃料アップにつながりやすい傾向があります。バリューアップ案件は、すでに満室で賃料が入っている状態から上げる必要があるため、リードタイムがかかり、上げる速度も遅くなりやすいので、粗利が下がりやすいです。一方で、自社開発でゼロから付加価値をつくるものは、バリューが高くなりやすいです。今期のホテルの土地売り案件は企画をかなり作り込んでおり、粗利率が高くなっています。

目安としては、平均的に開発型で粗利 30%程度、バリューアップ型で 20%程度が中央値・平均のイメージです。

#### 6-4. 事前質問④ 不動産運営の粗利率上昇（55%→84%）

司会

不動産運営の粗利率が 55%から 84%程度まで上がっています。要因と今後の見通しを教えてください。

CF0 水山

不動産運営は、開発に比べると原価が計上される項目が少ない構造です。粗利率の変動要因は、管理会社での原状回復工事などの工事原価、リーシング費用、ホテル運営の集客コストなどです。今期の 85%という数値は、工事よりも更新作業など、原価がかかりにくい売上の比率が上がったため、高く出ています。保守的には 60%前後で見ておくとういと思います。

投資家（確認）

運営の工事は原価がかかるものではないのですか。

CF0 水山

原価はかかりますが、運営全体の売上の一部です。今後工事受注も増やしたいと考えていますので、売上は伸ばせる一方で、粗利率は低下する可能性があります。受注が順調に伸びれば、その分の影響は出ます。

#### 6-5. 事前質問⑤ 顧客属性（富裕層の取り扱い？）

司会

物件がユニークですが、富裕層顧客の取り扱いになっていませんか。

CF0 水山

リーシングはテーマごとに顧客属性が変わりますので、バッティングはあまりありません。売上の大きい売却先は、生損保、年金等です。一部、ノンコアで不動産を資産運用として回している事業者や個人富裕層もいますが、取り扱いというより、一度買うと気に入ってリピーターになるケースが増えています。取り合っているという感覚はあまりありません。

---

### 7. 会場質問

#### 7-1. 公募増資のタイミング（第3Q発表から2週間後の理由）

投資家

第3Qの数字が素晴らしかったです。決算説明資料等でファイナンスを匂わせていたので今期中か来期に出ると思っていましたが、2週間後に公募増資が出て驚きました。あの数字なら決算と同時開示の方が、株価下落につながるタームを設けずに済んだのではないのでしょうか。

CF0 水山

おっしゃる通りで、タイミングは社内でも議論しました。去年末頃から決算説明資料で「公募増資をするかもしれない」というニュアンスを書いてきました。「しません」と言うのは嘘になるので、正直に言っておいた方が良いという判断でした。

決算発表時点で増資も出せば美しかったと思いますが、投資案件の角度が本当に高まっているかどうかを、その2週間で詰めていました。増資決議の直前まで「本当にするのか、しないのか」で社内でも議論が分かれていました。証券会社とは走らせていましたが、結果として決算同

時にならず、ずれたのが正直なところです。

## 7-2. プライム移行：流通時価総額対応（大株主放出の選択肢）

### 投資家

プライム移行の目標があると思いますが、流通時価総額が足りません。株価を上げる方向との説明でしたが、大株主の放出で流通時価総額を満たす選択もあるのではないのでしょうか。方向性を教えてください。

### CF0 水山

現状、流通株式数の調整で流通時価総額を上げることは考えていません。最後の最後で要請があり、「行ける」と決まったら調整が起こり得る程度です。今は大株主比率を下げる、流通株式を増やすということはまだ考えていません。むしろ大株主側が欲しがっていて、「買わないでくれ、今買われるとプライムが遠くなる」と言っているぐらいです。手放したい意向はありませんので、株価そのものを上げることに注力したいです。

## 7-3. 日銀・金利をどうウォッチしているか／シミュレーション

### 投資家

社内で日銀についてどうウォッチしているか、観点を教えてください。

### CF0 水山

日銀がどうなるかは分かりません。情報のキャッチアップとして、さまざまなルートで方針や考え方を聞きますが、変わり得る話ですので、話半分で聞くこともあります。重要なのは中立金利がどこかという点です。今回の利上げで中立金利を上回ったか、追いついたかという点、まだそこではないと感じています。裏付けとして賃料上昇の底堅さがあります。0.25%上げたところで、金利上昇分を転嫁できないほどの状態、つまり中立に到達した状態ではなく、まだ上がる余地があるという見方です。

### 投資家（確認）

シミュレーションは作っていますか。

### CF0 水山

作っています。公表している計画自体がかなり保守的で、当初から「利上げがさらに1～2回ある」前提で収支・計画を組んでいました。そういう保守的な見方をしています。

## 7-4. 売却先：相続税対策目的の比率／小口化規制の波及

### 投資家

- (1) 相続税対策が目的と思われる売却先はどれくらいの割合でしょうか。
- (2) 不動産小口化に相続税対策としてメスが入る話がありますが、要求利回り上昇が小口化以外（御社商品）にも波及すると思いますか。

### CF0 水山

- (1) 相続税対策が目的の投資家はいません。個人が借入して個人で買うお客さまはいません。資産管理会社経由の購入はありますが、目的を聞くと相続税対策というより「都内の安定資産保



有」が目的で、そういう方がリピーターになってきています。正直「相続税対策で使えそう」な案件もありますが、逆にそれだと思っていただけないこともあります。

(2) 報道が出た時、社内では最初「チャンスでは」という話になりました。小口化業者の売り方は「相続税(税後)でこうなる」という見せ方が多く、当社からすると利回りで買っていかれるケースがあり、競合に負けることもあります。追っていくと、小口化して税後利回りで見られていた、という構造がありました。当社はそこをターゲットにしていません(過去に他社協業でそういう売り方の案件はありました)。ですので、規制はどちらかというとポジティブに働く印象です。

## 7-5. 増資後の成長率(中計 CAGR+上振れ)

### 投資家

中計達成はエクイティ調達不要で、上振れするなら調達という認識でした。今回増資したことで、営業利益 25%成長からどの程度に上がる想定でしょうか。

### CF0 水山

第2Q 時点で、中計は増資なしで CAGR26%程度は行けるとしていました。投資機会があればプラス 30%程度の成長をさせたいと言ってきた通り、今後それを約束できるのではと見込んでいます。

ただし、2025 年 12 月期に増資した効果が PL に直接影響するのは、事業ターム的に 2027 年 12 月期以降に落ちてくるはずです。一方で、増資による与信力拡大などで 2026 年にポジティブに働くこともあり得ます。2025 年 12 月期の通期業績発表のタイミングまでには、2026 年見通しを極力、間違ったガイダンスにならない範囲で出していきたいです。

## 7-6. スtock型/フロー型の比率、目標(売上・粗利)

### 投資家

現状のStock型利益とフロー型利益の割合、今後Stockをどれくらいにしたいかを教えてください。

### CF0 水山

(資料がすぐ出ないのですが) 現状、Stock型、つまり不動産運営にかかる収益は売上高で約 10%程度です。粗利ベースの構成比は 2025 年 12 月期 3Q 時点で 21.5%程度です。Stock収入はつくればつくほどエコシステムで溜まっていきますので、30%くらいまで持っていけるよう頑張りたいです。

### 投資家(追加)

賃料以外にStock型と捉えられる利益はありますか。

### CF0 水山

それが不動産アセットマネジメント事業です。開発物件をファンド化し、運用フィーが預かり資産に応じて毎月発生しますので、これがStockの伸び要因になります。

## 7-7. 社名の由来（コロンビア・ワークス）

### 投資家

不動産会社っぽくない社名ですし、コロンビアは日本じゃないですが、意図は何でしょうか。

### CF0 水山

土地があり、そこに住む人やカルチャーを分析して、新しい開発を行う仕事は「コロンブスの新大陸発見」に似ていると思っています。コロンブスの仕事＝コロンビア・ワークスというのが由来です。

## 7-8. 箱根（仙石原）でホテルを作る意図（端のエリア）

### 投資家

箱根のど真ん中ではなく端の方（仙石原）でホテルを作るのは珍しいですが、意図は何でしょうか。

### CF0 水山

箱根の中で見ると端という面はありますが、交通の便が良い点を重視しました。箱根のお客さまは都心からが多いです。強羅などは、着いたらビューは良いのですが、行くまでの斜面が急です。フラットであるため、車で行きやすい点に加え、近隣に観光資源（例：星の王子さまミュージアム等）があり、アクセスが良い点を重視しました。箱根マーケット自体が安定して伸びています。今回の計画は「ビュー」よりも、館内・部屋の中でいかに楽しめるかを企画の目玉にしています。

## 7-9. 規制（転売・海外投資家等）と御社への影響

### 投資家

投資用不動産に近い属性に見えます。政権が地価・賃料上昇を規制する雰囲気がある中で、御社への影響はありますか。

### CF0 水山

当社は個人の資産形成目的での販売や、海外個人投資家への売却はほとんどありません。売却先は国内ファンドで、海外でも機関投資家が中心です。規制の議論については、当社には現時点で聞こえてきていません。

規制しようとしているのは、建築確認取得後から竣工までの間に、転売目的で2回転するようなケース（外国人・日本人を問わず）が問題になっている部分だと思います。法律というより自主規制的に、分譲で転売禁止条項を付ける等の対応が進んでいると聞いています（三井・三菱などです）。当社の売却構造とはズレがある認識です。

## 7-10. 人員計画（中計で倍増）とボトルネック

### 投資家

中計で社員数が120名で、現状は50名台（※）から倍増となっています。必要な人材や、採れない場合のブレーキはどう考えていますか。

### CF0 水山

（※）50名台は2024年12月期時点で、今は第3Q時点で80名程度です。増えるのは主に不動産

産運営の領域で、具体的にはレポート、賃貸管理、ホテルマネジメント、AM などです。本業の開発・投資は、実は人が多くなくても回りますので、1 件あたりの単価を上げる戦略を採ります。120 名にならないと数字が達成できないというより、今のメンバーに加えて 10 名程度増えれば、2027 年 12 月期の数字は回せる感覚です。

#### 7-11. 競争優位（賃料プレミアム 20～30%）は継続できるか／模倣への見方

##### 投資家

賃料プレミアム 20～30%は魅力です。仕入れ～企画設計～運営～リーシング～売却でノウハウが蓄積されると思いますが、他社も模倣してきます。継続できるのでしょうか。

##### CF0 水山

10 年間こういうことばかりやってきましたので、ノウハウは蓄積しています。一方で大手もテーマ型を増やしています（例：ペット共生、ハイヤー付き等です）。当社はそれを脅威というよりポジティブに捉えています。これまで賃貸の見方は「賃料・立地・間取り」が中心でしたが、テーマ型の供給が増えれば「サービス内容」などの検索軸が常識化していきますので、当社の強みを活かしやすい世界観になります。競争は激しくなりますが、プレミアムを発揮できる余地も増えると考えています。

#### 7-12. 既存入居者の賃料値上げ（更新・入替）を計画に織り込み？

##### 投資家

既存入居者の賃料値上げは更新・入替のタイミングがあります。計画に織り込んでいるのか、アドなのか、どれくらいの規模なのかを教えてください。

##### CF0 水山

2 タイプあります。1 つ目は、すでにバリューアップが完了している案件です。この場合、次の更新タイミングで上げられる余地があれば上げますが、計画には織り込んでいません。2 つ目は、まだバリューアップ（共用部改修等）を実施していない案件です。この場合、何もしていないのに「上げてください」と言うのは難しいので、プロジェクトのタイミングを追って「このくらい上がる」という形で見ています。

#### 7-13. ファンド化比率を増やした時の資金コスト（借入れコスト）は？

##### 投資家

今後、自社開発よりファンド型開発が増えるとなると、借入れ期間が短くなる等で金利の影響が変わるのでしょうか。調達コストは変わらない想定でしょうか。

##### CF0 水山

今の投資方針としては、金融環境はまだ中立に達しておらず、まだ投資した方が良い局面だと見えています。ファンド型を増やすと回転が高まり、アセットは軽くなりますが、軽くなった分、さらに再投資しますので、調達コスト水準自体は今と大きく変わらない想定です。回転が早くなり、同じアセット規模から生み出す売上・利益の効率を高めたいという方針です。

#### 7-14. プロジェクトマネージャー育成・ガバナンス（思い込みの暴走を止める仕組み）

##### 投資家

プロジェクトマネージャーの実力が重要に感じます。育成方法と、PM が自分に都合よく解釈するリスクに対して、経営陣がダメ出しできる仕組みはありますか。

##### CF0 水山

一言で言うと、めちゃくちゃ口出ししています。コミュニケーティブな会社です。1 プロジェクトにつき週3回くらい、PM だけでなくチームで会話します。週1回は経営も含めて全従業員で方針レビューがあります。個人のPMが「こうしたい」という方向性を示すのは重要ですが、若いPMは思いが先行して「PLになっていない」場合もありますので、早い段階でやり直させる仕組みは整っています。

研修制度は毎年、手替え品替えて模索中ですが、人材投資にはかなりの金額を投じています。

---

#### 8. 締めコメント（CF0 水山）

##### CF0 水山

貴重な機会をいただき、ありがとうございます。昨年・今年と順調に成長していますが、その根源は「本当にいい街をつくりたい」という点にしか目を向けていないことだと思っています。皆様のご支援をいただければ、より良いものを作って成長し、株価を上げ、皆さんに報いられると思います。今後ともよろしくお願いいたします。

以上