

各位

会社名 コロンビア・ワークス株式会社  
代表者名 代表取締役 中内 準  
(コード番号：146A 東証スタンダード市場)  
問合せ先 取締役 水山 直也  
(TEL. 03-6427-1562)

## 著名投資家のDAIBOUCHOU様、アナリストの中西様と不動産市況について対談しました

人が本当に求めている街づくりを目指し、テーマ型不動産開発を展開するコロンビア・ワークス株式会社（所在地：東京都渋谷区、代表取締役：中内 準、以下「当社」）は、株式会社フィスコが運営するYouTubeチャンネル「FISCO TV」に出演し、取締役CFO水山が対談を行いました。対談では、不動産市況や事業環境の現状と見通しについて、金利上昇や建築費高騰といった投資家の皆様が懸念される論点も含めて率直にお話しています。ぜひご覧ください。



YouTubeチャンネル	動画URL
FISCO TV	<a href="https://youtu.be/bEQCfKnNwNA?si=JaEzbjo6F0Eq9N5K">https://youtu.be/bEQCfKnNwNA?si=JaEzbjo6F0Eq9N5K</a>

書き起こしは本資料3P以降にございます。

### ■DAIBOUCHOU様について

200万円の元手を一時10億円に乗せた実績を持つ著名な個人投資家です。2000年5月に株式投資開始し、ITバブル崩壊時の暴落を資産バリューストックで回避し、不動産株への逆張り投資で2004年10月に資産1.5億円を達成。リーマンショックでその大半を失うという壮絶な経験をされました。しかし、そこから独自の『超分散投資』へとスタイルを昇華させ、再び資産10億円の舞台へと振り返り、X（旧Twitter）のフォロワーは14万人を超えています。

## ■ 中西様について

メガバンクでの実務を経て財務コンサルティング会社を設立された、経営管理学の博士です。現在は江戸川大学教授として教鞭を執りながら、『銀行員・起業家・研究者』という3つの視点を持つ稀有なアナリストとして活動されています。コーポレートファイナンスを専門に、特にサステナビリティ経営が企業の資金調達や株価に与える影響を鋭く分析されており、実務とアカデミックの両面から企業の真価を見極めるスペシャリストです。

▲フィスコ 秋山

皆様、こんにちは。フィスコマーケットレポーターの秋山浩器です。今回は、業績好調であるコロンビア・ワークスの水山様をお呼びして、不動産市況や事業環境について投資家の皆様が危惧するネガティブな視点を中心に率直にうかがっていきたいと思います。不動産市場は堅調であるという見方がある一方で、金利上昇や建築費の高騰など不安視される論点もあります。まず市場全体の見方を整理したうえで、コロンビア・ワークスの業績や成長にどうつながるのかを深掘りしていきます。本日登壇いただく方をご紹介しますいただきます。

まずは、コロンビア・ワークス株式会社 取締役CFO 水山様です。よろしくお願い致します。

■コロンビア・ワークス 水山

よろしくお願い致します。

▲フィスコ 秋山

水山様は、新卒でオリックス株式会社に入社し、商業施設の開発を担当。その後、商業施設における賃料債権の流動化を行う等、不動産金融のキャリアを積む。その後 代表取締役中内社長とともに2013年にコロンビア・ワークスを設立し、現在はこれまでの不動産開発及び金融の知見を活かし、CFOとして、「開発」と「金融」の両輪を熟知した確かな実績をもとに、多角的な事業展開を行っておられます。続いて、アナリストの中西さんです。よろしくお願い致します。

○アナリスト 中西

よろしくお願い致します。

▲フィスコ 秋山

中西さんは、メガバンクでの実務を経て財務コンサルティング会社を設立された、経営管理学の博士です。現在は江戸川大学教授として教鞭を執りながら、『銀行員・起業家・研究者』という3つの視点を持つ稀有なアナリストとして活動されています。コーポレートファイナンスを専門に、特にサステナビリティ経営が企業の資金調達や株価に与える影響を鋭く分析されており、実務とアカデミックの両面から企業の真価を見極めるスペシャリストです。

続いて、著名投資家のDAIBOUCHOU様です。よろしくお願い致します。

●DAIBOUCHOU

こんにちは。よろしくお願い致します。

▲フィスコ 秋山

DAIBOUCHOUさんは、200万円の元手を一時10億円に乗せた実績を持つ著名な個人投資家です。2000年5月に株式投資開始し、ITバブル崩壊時の暴落を資産バリューストックで回避し、不動産株への逆張り投資で2004年10月に資産1.5億円を達成。リーマンショックでその大半を失うという壮絶な経験をされました。しかし、そこから独自の『超分散投資』へとスタイルを昇華させ、再び資産10億円の大台へと振り返り、X (旧twitter) のフォロワーは14万人を超えています。

水山、中西さん、DAIBOUCHOUさん、よろしくお願い致します。それでは、私の方で企業概要を簡単にご紹介したいと思います。水山様はDAIBOUCHOU様とご面識があるとか。

■コロンビア・ワークス 水山

そうですね。DAIBOUCHOUさんとは昨年の勉強会でご一緒させていただきました。伺ったところによりますと、当社の株式も保有していただいているとのことで、日頃から応援いただき大変感謝しております。本日はよろしくお願い致します。普段はなかなかお話しできないような深い内容まで、ざっくばらんにお伝えできることを楽しみにしております。

●DAIBOUCHOU

よろしくお願いいいたします。私自身、貴社が高い利益成長率を誇り、かつ高ROEを実現されている点に注目しています。不動産開発の中でも非常に付加価値の高い事業を展開されていると判断して、実際に株を購入させていただきました。その後、株価も順調に推移しており、私の方こそ感謝したいところです。

■企業説明

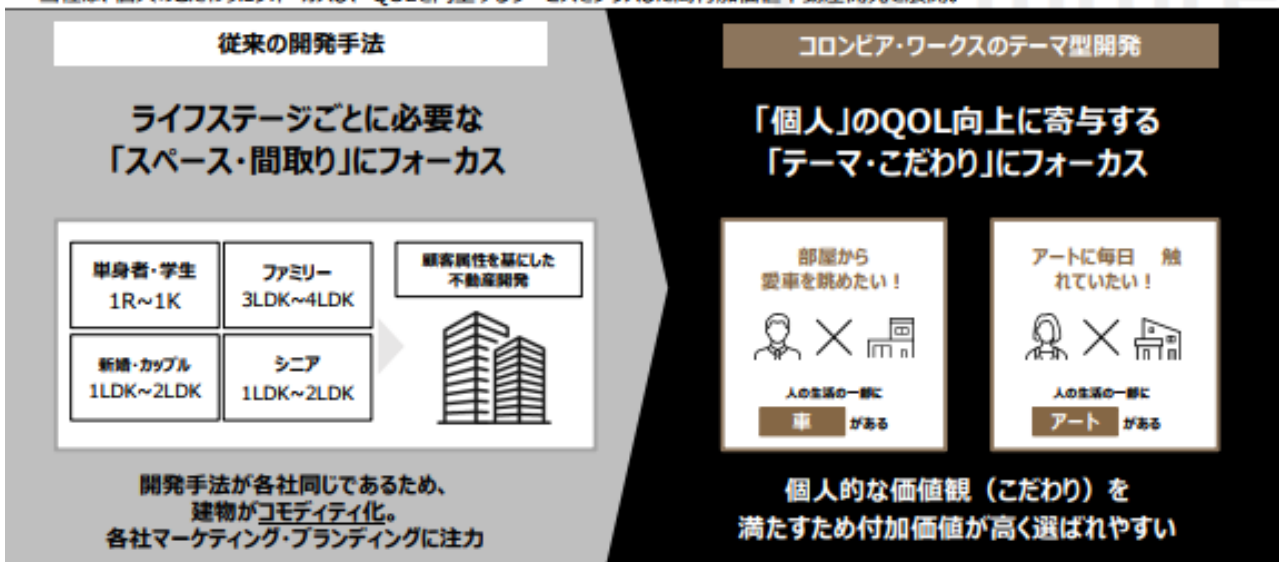
▲フィスコ 秋山

それでは、コロンビア・ワークスの企業概要について私からご紹介いたします。



「テーマ型開発」とは

従来の不動産開発は、スペースや間取りにフォーカスするためコモディティ化。  
当社は、個人のこだわりをフォーカスし、QOLを向上するサービスをプラスした高付加価値不動産開発を展開。



まず事業概要ですが、同社は主に都心部で不動産開発を展開されているデベロッパーです。大きな特徴は、従来型の開発手法とは一線を画す「テーマ型開発」にあります。これは、消費者のニーズに応える独自のサービスを建物に付加することで、プレミアム賃料の獲得を実現するものです。この独自性が、市場における強力な競争力の源泉となっています。



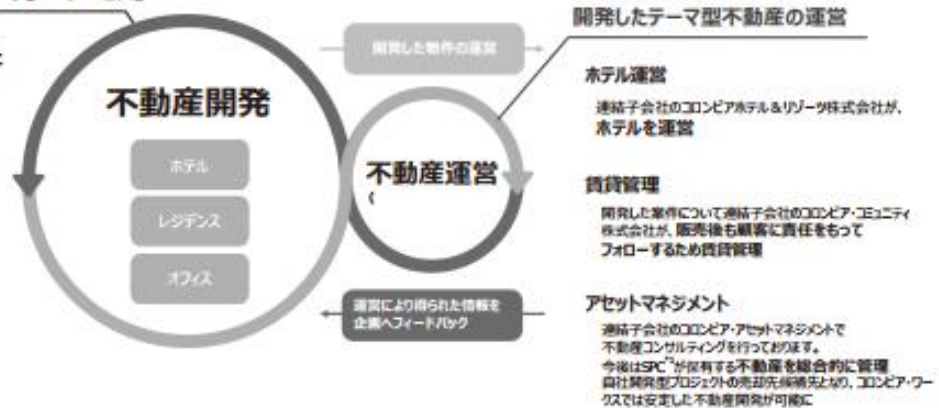
業績サマリに目を向けますと、2021年から2026年までの営業利益の年平均成長率（CAGR）は、プラス50%という極めて高い水準を維持しています。

## 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



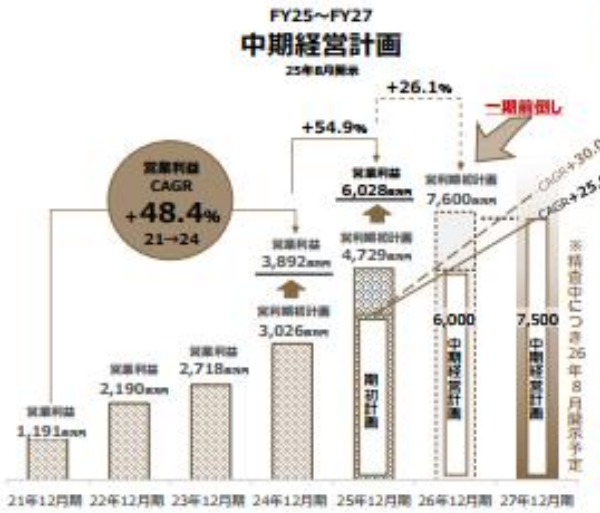
Copyright Columbia Works Inc. SPC : Special Purpose Company (特別目的会社) 6000円、企業は保有する不動産等の資産を企業から取り出し、その資産を担保に特定目的証券（ABS）や特定目的コーポレーション（APC）等を発行し、資金を調達する仕組み会社。

成長戦略については、2025年からはアセットマネジメント事業を本格始動させており、プロジェクト単価の向上を通じて、営業利益のさらなる成長と利益率の改善を同時に図る戦略を掲げています。また、開発規模の拡大と並行し、賃貸管理やアセットマネジメント事業を強化することで、安定的なストック収益の積み上げにも注力しています。

# TOPIC 26年12月期業績予想 (25年8月開示の中計から上方修正)



25年12月期に計画していた3物件の販売時期を26年12月期以降としたことに加え、各子会社業績が堅調に推移しているため、25年8月に開示した中期経営計画は一期前倒して達成見込み、27年12月期以降の計画については精査したうえで26年8月に更新予定。



(百万円)	25年12月期 期前予想	25年12月期 実績	26年12月期 中期経営計画 (2025年2月開示)	26年12月期 業績予想 (2025年2月開示)	27年12月期 中期経営計画 (2025年2月開示)
売上高	39,618	37,084	49,000	55,400	62,400
不動産開発 (D0~)	37,827	34,771	46,500	52,500	59,000
不動産運営 (D1~D2)	1,791	2,313	2,500	2,900	3,400
売上総利益	7,275	8,656	9,800	11,600	12,000
売上総利益率	18.4%	23.3%	20.0%	20.9%	19.2%
販管費	2,546	2,627	3,800	4,000	4,500
営業利益	4,729	6,028	6,000	7,600	7,500
営業利益率	11.9%	16.3%	12.2%	13.7%	12.0%
前期比	+21.5%	+54.9%	+26.9%	+26.1%	+25.0%
事業利益 (注1+注2の合計)	-	6,028	-	7,737	-
当期純利益	2,750	3,464	3,200	4,200	4,000
当期純利益率	6.9%	9.3%	6.5%	8.9%	6.4%
EPS	395.97 <sup>*1</sup>	496.56 <sup>*2</sup>	460.61 <sup>*3</sup>	544.28 <sup>*4</sup>	575.78 <sup>*5</sup>
総資産+AUM	100,000	112,521	160,000	160,000	250,000
総資産総利益率	7.3%	8.6%	7.3%	9.0%	7.2%

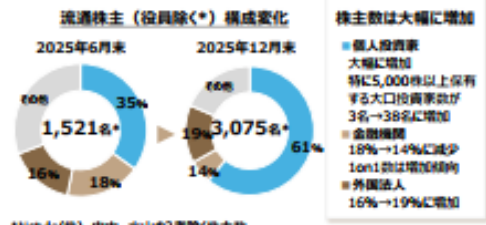
業績予想ですが、足元の業績は非常に堅調です。2025年8月に発表された2027年までの3か年中期経営計画に対し、2026年2月開示の通期業績予想では、最終年度(27年)の営業利益計画を「一期前倒し」で達成する見込みとなっています。

# TOPIC プライム市場上場基準における当社適合状況(2026年1月末時点)



公募増資により、プライム市場の適合状況について一定の進捗を確認。基準を満たすには時価総額の向上が必要な状況だが、経営陣による保有株式の売り出しは計画なく、27年12月期以降としていた準備開始時期についても前倒しを検討。

	プライム市場 上場基準	当社適合状況		
		2025年11月末時点 (公募増資前)	2026年1月末時点 (公募増資後)	
流動性	株主数	800人以上	1,524人 (2025年6月末時点)	3,078人 (2025年12月末時点)
	流通株式数	20,000単位以上	21,030単位	28,782単位
	流通株式時価総額	100億円以上	75億円 (2025年6月末時点)	93億円 (2026年1月末時点)
	流通株式比率	35%以上	30.3%	37.3%
株式価値	時価総額	250億円以上	249億円 (2025年11月末時点)	250億円 (2026年1月末時点)
BS	純資産の額	50億円以上	147億円 (2025年11月末時点)	174億円 (2025年12月末時点)
PL	利益の額または売上	最近2年間の利益合計が 25億円以上	24-25年12月期の 利益合計 50億円	24-25年12月期の 利益合計 57億円



また、現在はプライム市場への上場準備も開始されているとのこと。

## ■対談

▲フィスコ 秋山

続きまして、足元の不動産市場全体について伺いたいと思います。アナリストの中西さん、よろしくお願ひいたします。

### 【不動産市場について】

○アナリスト 中西

はい、私の方から質問させていただきます。よろしくお願ひいたします。

現在、都心の不動産市場は非常に堅調に推移しているというのが一般的な見方ですが、一方で「金利のある世界」を誰もが意識し始めており、若干の警戒感も出ているのではないかと感じております。こうした状況下で、御社は足元の不動産市況をどのようにご覧になっていますでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。おっしゃる通り、我々も2025年12月期の計画を策定する段階では、金融環境のタイト化を想定し、かなり早いピッチで金利が上昇するのではないかとという見込みを立てておりました。

しかし、実際に期を終えて振り返ってみますと、金利の上昇は想定よりも緩やかなものでした。私どものお客様である機関投資家の方々の投資意欲も衰えておらず、キャップレート（利回り）についても、2024年から変わらず安定的に推移しているのが現在のマーケットの大きな特徴だと捉えています。

ただ、足元の実感値として申し上げますと、日本全国どこの不動産でも良いというわけではありません。価格が上昇し続けているエリアと、警戒感が強まり価格が下げ止まらないエリアとの二極化が、非常に鮮明になってきたと感じております。

○アナリスト 中西

なるほど、二極化ですね。思い返せばリーマンショック前も不動産の上げ相場がありましたが、あの時は「もうそろそろ限界ではないか」という空気が漂っていました。しかし今回は、都心のごく一部のエリアについては、その限界を突き抜けてまだ伸びていくのではないかとこの感覚を抱いております。当時のバブル期と比べて、そのあたりはいかがでしょう。

■コロンビア・ワークス 水山

そうですね。当時との一番の違いは何かと言いますと、「賃料がしっかりと価格についてきている」という点に尽きます。収益還元法的な視点から見ても、非常に合理的な裏付けがある状態だと言えます。

実際、中西さんがおっしゃる通り、人気が集中する都心エリアでは、我々から見ても「少し高い賃料を設定しすぎたのではないか」と懸念するケースがあります。しかし、蓋を開けてみればリーシングのスピードは非常に速く、スムーズに埋まっていくのです。

また、契約更新の際などに「新価格」として20~30%ほど賃料を上げても、テナントがついてこられるエリアが顕著に現れています。こうした賃料の底堅い伸びが続くという確信があるからこそ、先ほど申し上げたようにキャップレートも大きく上昇することなく、安定的に推移しているのだと考えています。

リーマンショック前は、賃料がさほど伸びていないにもかかわらず、期待感だけで価格が吊り上がっていた側面がありました。それに対し現在は、投資家の皆様が「実需の強さ」を非常に冷静かつ強気に見極めていたところではないでしょうか。

○アナリスト 中西

なるほど、よく分かりました。ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

市場が堅調に推移しているとのことですが、前期（2025年12月期）の業績には具体的にどのような影響がありましたでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

はい。先ほど申し上げた通り、期初時点では金融環境のタイト化を懸念し、金利上昇による影響を重く見積もっておりました。しかし蓋を開けてみれば、金利の上昇は非常に緩やかに推移したのです。

こうした外部環境もあり、我々の販売局面において、キャップレートが想定ほど上昇することなく安定的に推移しました。一方で、賃料については非常に底堅く、かつ堅調に伸びております。不動産価格の算出式である「NOI（純収益） ÷ キャップレート」に当てはめると、分子である賃料収入は上がり、分母であるキャップレートは据え置かれた状態です。その結果として、売上高や粗利率が当初の見込みを上回り、しっかりと利益を確保できた。これが2025年12月期の好調な着地の背景だったと考えております。

●DAIBOUCHOU

なるほど、ありがとうございます。

○アナリスト 中西

視点を少し変えて伺いたいのですが、東京は世界の都市別投資ランキングでも常に上位に位置しており、去年は世界第1位を記録したというデータもあります。これほどまでに、なぜ世界の投資資金は東京に集中するのでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

単純な指標だけで見れば「円安だから」という側面もありますが、それだけではありません。ドルベースに換算してみても、東京都心部の不動産価格が堅調に上昇しているのは確かです。

もちろんドルベースで見れば、円ベースほどの急激な伸びではなく緩やかな推移にはなりますが、それでも上昇し続けているという事実に意味があります。その背景にあるのは、現在の不安定な世界情勢や地政学リスクと比較した際の、日本の圧倒的な「安定感」です。

治安が良く、政治・社会情勢も安定している。リーマンショック級の突発的な金融不安などは別として、何か事象が起きた際の「回復力（レジリエンス）」も備わっています。長期投資を検討する際、日本は非常に選ばれやすい市場だと言えます。ニューヨークやロンドンといった他の主要都市と比較しても、まだ「伸び代」が残っているという見方が、今年の投資集中につながったのではないのでしょうか。

○アナリスト 中西

なるほど。先ほどのお話にもありましたが、都心部の賃料についても同様のことが言えますね。例えばニューヨークと東京を比較すれば、東京にはまだ強い割安感があります。単なる為替の影響だけでなく、実需に基づいた「これからの賃料上昇」への期待も、投資家を惹きつけているイメージでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

おっしゃる通りだと思います。少し前までは、東京の都心でも一般の会社員の方がマンションを購入できるのが当たり前で、我々もそれを普通だと捉えていました。しかし、ニューヨークやロンドンの実情を見れば、今の東京の変化こそが「世界標準」に近づいている過程なのかな、とも感じております。

●DAIBOUCHOU

東京の不動産が堅調とはいえ、何でも良いというわけではないはずです。御社ではどのような基準で投資対象の選別をされているのでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

おっしゃる通り「都心であればどこでもいい」という考え方は、我々の戦略とは異なります。

例えば、渋谷に住みたい・働きたいという方々と、新宿や中央区を希望される方々とは、企業属性も個人の属性も全く異なります。そのエリアに集まる人たちが、住まいや職場にどのようなサービスを求めているのか。利用者のニーズを徹底的にマーケティングし、それに応える付加価値を不動産側で用意できるかどうかが鍵となります。

付加価値を高めれば高めるほど、そのエリアで「より高いクオリティ」を求めている層に響きます。そうした方々は、単なる賃料の安さではなく、提供されるサービスの質を極めて重視されているからです。つまり、「場所」×「どのような企画で開発するか」の掛け合わせこそが、付加価値を最大化させる要素だと考えております。

通常、東京の住宅地の賃料は急激には上がりづらいものですが、例えば「公園が近いから、スポーツウェルビーイングをコンセプトにしたレジデンスにする」といった明確な企画を打ち出すと、周辺相場より20~30%ほど高い賃料設定でも、納得して入居いただける。そのようなポジティブな循環が生まれています。

●DAIBOUCHOU

なるほど。そのエリアのニーズに合致した企画さえあれば、相場より2割高い賃料でも受け入れられる土壌があるということですね。

■コロンビア・ワークス 水山

もちろんベースとして、都心ならではの「交通利便性」や「好立地」という条件があることが大前提です。その盤石な基礎の上に、我々ならではの付加価値を積み上げることで、他にはない競争力を生み出しています。

●DAIBOUCHOU

よく分かりました。ありがとうございます。

○アナリスト 中西

一方で、一般的な認識としては、都心の不動産にはかなりの過熱感があるようにも見受けられます。一部では高値掴みによる在庫を抱え、値下げに転じるケースも聞き及びますが、やはり水山さんのお話にある通り、同じエリア内でも「付加価値の有無」によって明暗が分かれているということでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

わたしの口から申し上げてよいのかわかりませんが、特に分譲マンションの二次流通市場で、その影響が顕著に出ていると感じます。

例えば、港区三田などの大規模分譲マンションでは、デベロッパーの供給当初は坪単価1,500万円程度でした。それが現在の流通価格では2,500万~3,000万円という水準になっています。では、この1年強で物件そのものに何の変化があったかと言えば、実態としては何も変わっていません。

こうした「転売益」を期待した価格の跳ね上がりについては、過熱感があると言わざるを得ない側面もあります。もちろん、当初の1,500万円という価格設定が安すぎたという事実はありますが、1年で利用価値が2倍にまで膨らむかと言えば、そこには調整局面が入るのが自然な流れでしょう。

ただ、繰り返しになりますが、我々が重視している「賃料」という指標で見れば、年率20%程度の

上昇は着実についてきています。これは投資目的ではなく、「住むため」「働くため」という実需に基づいた利用価値の向上です。資産価値が1年で倍になるような急激な動きは落ち着くかもしれませんが、実需に裏打ちされた利用価値が着実に推移しているのが、足元の確かな状況だと認識しています。

補足：分譲マンションの賃貸利回りについては、2%を切る水準で取引される事例もあり、過熱感はありません。当社は一棟マンションを機関投資家向けに販売しており、実態の賃料と販売価格は相場から外れない利回りをベースに価格が形成されております。

○アナリスト 中西

非常によく分かります。少し視点が変わりますが、物件価格や賃料の上昇に伴い、銀行融資のLTV（ローン・トゥ・バリュー：物件価格に対する融資比率）の「バリュー」自体も上がっているのでしょうか。例えば「物件価格の7割まで融資する」という銀行の場合、評価額が上がれば、それに応じて融資額も伸びている状態ですか。

■コロンビア・ワークス 水山

感覚としては、LTVの設定自体が下がっているという印象はありません。それよりも、銀行側の「評価の出し方」が変化していると感じます。

これまでは土地や建物の「積算価格」が重視されてきましたが、現在はより「収益還元」、つまり「今後どれだけの賃料収入（NOI）が見込めるか」という点を厳格かつ前向きに評価するようになっています。この収益性に基づいた評価額の上昇に対し、LTV 70%~80%という融資姿勢は変わらず維持されているという手応えです。

○アナリスト 中西

なるほど。ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

不動産の利回りはかなり低下していますが、それでも買い手が絶えないということは、売却先である機関投資家の需要は引き続き強いと見てよいのでしょうか。彼らが何を判断材料にしているのか、株主の皆様にも分かるように教えていただけますか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。投資家の方々が物件を購入される際、最も重視されているのは「その物件の賃料を将来にわたって引き上げられるか」という見通しです。これまでのトラックレコードに照らし合わせ、「今後5年、10年と賃料を上げていける余地がある」と判断できれば、たとえ目下の利回りが多少低くても、積極的に購入の意思決定をされています。

●DAIBOUCHOU

なるほど。目先の物件価格そのものよりも、将来得られる賃料の「上昇率」と「安定性」というトレンドを重視して投資判断がなされているということですね。

■コロンビア・ワークス 水山

その通りです。ですから、冒頭でお話しした「二極化」の話に戻るのですが、将来の賃料上昇が見込みにくい物件については、すでに頭打ち感が出ています。一方で、現在は坪単価1万7,000円~1万8,000円程度の賃料であっても、今後5年ほどで2万円台を超えていくだろうと期待できる物件については、利回りが低くても非常に旺盛な需要があります。

●DAIBOUCHOU

非常によく分かりました。ただ、投資家として気になるのは、今後「在庫を値下げして売らざるを得ない局面」が来ないかという点です。貴社の棚卸資産における評価損のリスクについては、どのようにお考えでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

もちろん、市場環境に絶対はありませんが、我々は常々あらゆるシナリオを試算しております。普段からお伝えしている通り、私どもは非常に「保守的」な経営を旨とする会社です。棚卸資産の評価についてもかなり厳格に見積もっており、事業計画上の想定利回りを、現在の市場での実勢売却利回りよりも「高く（＝価格を低く）」設定しています。したがって、現在のマーケット環境において評価損を計上しなければならないような局面は、今のところ全く見通していません。

●DAIBOUCHOU

安心いたしました。ありがとうございます。

○アナリスト 中西

先ほどのお話で、「賃料の上昇」が不動産投資の重要な前提になっているとのことでした。一方で、日本の賃料体系には一定の硬直性があり、物件価格のように一気に跳ね上がることは難しいという側面もあります。そうした中で、今後の賃料の見通しについてどのようにお考えでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。そこはまさに「マクロ経済をどう捉えるか」という点に直結します。インフレ局面にあるマーケットにおいて、最も重要なポイントは「賃金」の動向だと考えております。先日、ようやく実質賃金がプラスに転じたとの発表がありました。これは我々がマクロ指標として最も注目していた数値の一つです。

さらに、私どもが手がける都心の高付加価値物件においては、入居者層の属性から「株価」の動向も極めて重要です。資産効果を背景に、より質の高い住まいやオフィスを求める層が厚くなっているからです。

経済が冷え込むような事態が起きず、マーケットが正常に機能している限り、都心の賃料は今後もしばらくは底堅く、上昇基調で推移していくのではないかと認識しております。

○アナリスト 中西

なるほど。ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

これまでのデータを見れば、賃料が上昇してきたのは事実です。しかし、今後もその傾向が続くことを前提に業績を楽観視しすぎるのは、投資家としてリスクがあるようにも感じます。その点についてはいかがでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

本当におっしゃる通りだと思います。相場環境だけに依存するのは危険です。そこで重要になるもう一つのエッセンスが、我々デベロッパーとしての「サービス力」です。つまり、「正しい場所で、いかに最適なサービスを提供できるか」という点に尽きます。

これまでは東京都心の開発を例にお話ししてきましたが、例えば我々が手がけているホテル事業でも同じことが言えます。ある地域に豊かな観光資源があり、インバウンドの流入も非常に多いにもかかわらず、そのニーズを十分に吸収できる宿泊施設が不足しているケースがあります。

そうした場所を特定し、お客様の期待を超える付加価値を持ったホテルを開発・提供できれば、周

辺相場に左右されない独自の競争力を生むことができます。マーケット全体の底上げに期待するだけでなく、個別のプロジェクトにおいて「いかに高いサービス力を発揮して価値を創出するか」を最重視していくことが、持続的な成長の鍵であると考えております。

●DAIBOUCHOU

なるほど。ありがとうございます。

○アナリスト 中西

御社が取り扱っているアセットとは少し異なるかもしれませんが、ファミリー向けマンションの市場について伺わせてください。現在、都心は購入も賃借も高騰しており、ファミリー層が郊外へ流出している状況が見受けられます。こうした動きが、都心のレジデンス市場に与える影響についてはどのようにお考えでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

おっしゃる通り、4人や5人のご家族で都心に住もうとすると、かなりのコスト負担になるのは事実です。ただ、共働きのご夫婦などが都心で働かれる場合の「受け皿」として、都内でもまだ開発余力が残っている郊外エリア、東京都内の住宅街や、神奈川県内などの「都心まで電車で20～30分圏内」の住宅街が、今改めて見直されつつあると感じています。

○アナリスト 中西

なるほど、ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

そうすると、今後はそうした都心周辺部も含めて、ターゲットを絞った「テーマ型開発」を広げていくという理解でよろしいでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

はい、そうしたエリアも視野には入れております。ただ、現在の局面における我々の戦略としては、どちらかと言えば、より「高付加価値」を徹底的に追求できる案件に投資の重点を置いています。

●DAIBOUCHOU

よく分かりました。ありがとうございます。

○アナリスト 中西

金利について伺いたいと思います。一般的に「金利上昇は不動産セクターにとってネガティブ」と捉えられがちですが、実際にはどのような影響があるとお考えでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

はい、直接的には大きく分けて2つの影響が及ぶと考えております。

1つ目は、「販売面」への影響です。市場金利が上がれば投資家が求める利回りも上昇するため、逆相関の関係にある物件価格には下落圧力がかけられます。これが利益率の低下を招く要因となります。

2つ目は、「コスト面」への影響です。我々は借入を起こして不動産開発を行っておりますので、金利が上がれば直接的に支払利息というコストが増加します。

これらが金利上昇による主なマイナス局面です。しかし、冒頭からお話ししている通り、現在のマーケットでは「賃料の上昇」がこれらコスト増を上回るペースで進んでいます。年利換算で見て

も、賃料の伸びが金利上昇分を十分に吸収できているため、今のところ事業計画への深刻な影響はなく、むしろ見通し通りにコントロールできている状況です。

○アナリスト 中西

なるほど。事業計画にもあらかじめコスト増の要因は織り込まれているとのことですが、金利上昇の想定はどの程度で見積もられているのでしょうか。確か、年間で100ベース（1.0%）程度の上昇を想定されていると伺った記憶がありますが。

■コロンビア・ワークス 水山

そうですね、政策金利の引き上げを年2回程度と想定し、おおよそ50～100ベース（0.5%～1.0%）前後の上昇幅を織り込んだ上で計画を策定しております。

○アナリスト 中西

よく分かりました。ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

今年は年2回の利上げがコンセンサスとなっていますが、業績への影響についてはすでに織り込み済みであり、大きな問題はないという認識でよろしいでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

はい。私どもの事業計画においては、その点もあらかじめ保守的に見積もっておりますので、現在の想定範囲内であれば特段の支障はないと考えております。

○アナリスト 中西

その「保守的」という部分について深掘りさせてください。今期の計画を拝見すると、十分なバッファを持たせているように見受けられます。一方で、すでに数字が固まっている部分もあり、「これは単なるバッファ以上の確度があるのではないか」とも感じるのですが、そのあたりを一般の投資家の方にも分かるようにご説明いただけますでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。私たちが「金利上昇を織り込んでいる」と言うとき、単に支払利息が増えることだけを指しているわけではありません。

そもそも、中央銀行が金利を引き上げるのは、マーケットがインフレ環境にあるからです。金利が0.5%（50ベース）上がるような局面では、同時に建築コストや人件費といった諸経費も上昇圧力を受けます。私たちの事業計画における「バッファ」とは、こうした「金利上昇に伴う諸コストの増大」までを含めて、あらかじめ保守的に見積もっている数値を指しています。

もちろん、足元のプロジェクトについては各協力会社様とあらかじめ契約を締結して進めておりますので、コストが際限なく膨らむような事態は想定しにくいのが実態です。しかし、万が一さらにインフレが加速し、追加のコスト上昇が発生したとしても十分に耐えられるだけの余裕を計画に持たせている、ということになります。

○アナリスト 中西

これはあくまで私の素朴な印象なのですが、CEOもCFOの水山さんもオリックスのご出身ですよ。お話を伺っていると、まるで銀行の融資審査をされているかのような慎重さを感じます。融資のプロは「絶対に貸し倒れを許さない」という厳しい視点をお持ちですが、ご自身の事業に対しても、同じようにガチガチにチェックを入れながら進めておられるような印象を受けました。余計な邪推でしたら失礼いたしました。

■コロンビア・ワークス 水山

いえいえ、とんでもありません。確におっしゃる通り、私たちの根底には金融出身者としての厳格なリスク管理の視点があるかもしれません。そのためか、社内の営業担当者からは「もう少しアクセルを踏ませてほしい」と思われている節もありますが。

○アナリスト 中西

ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

現在の市況は非常に追い風だと思いますが、その中での御社の具体的な「勝ち筋」について教えてくださいいただけますでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。私たちがこれまで積み上げてきた実績の根幹にある最大の強みは、一貫して磨き続けてきた「企画力」です。そして、その企画力への信頼があるからこそ、多くのパートナー企業様から希少な土地情報や投資機会を優先的にいただける。この好循環こそが私たちの基盤です。

これまでの「勝ち筋」は、この企画力をいかに事業数値に落とし込むかという点にありました。具体的には、自社のバランスシートで資産を保有し、開発から売却まで最大限の利益を取り込む「アセットヘビー」なモデルでノウハウを蓄積してきました。

そして、これからの「新たな勝ち筋」は、積み上げたノウハウを武器に「資産効率をどこまで高められるか」というフェーズに移行します。決算説明資料等でもお示ししている通り、開発型ファンドの活用などがその鍵となります。自社のバランスシートから切り離れた形で、より多くの開発案件を確保・推進していくことが、さらなる成長のポイントになると考えております。

●DAIBOUCHOU

なるほど。これからはアセットマネジメントや開発型SPCなどを活用し、バランスシートを軽く保ちながら、開発や運営の案件数を増やしていくことが成長の牽引役になるというイメージでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

おっしゃる通りです。もちろん、すべてをアセットライトに振り切ってしまうと、中長期的な経営の安定性を損なう恐れもありますので、一定の自社開発（自己勘定投資）は継続してまいります。とはいえ、ご指摘いただいた通り、AM事業や開発型SPCを戦略的に組み合わせることで、資産効率を引き上げながら、よりダイレクトに利益（P/L）へ反映させていく。これは、今の私たちにとって十分に実現可能な、非常に期待値の高い領域であると確信しております。

●DAIBOUCHOU

ありがとうございます。

○アナリスト 中西

関連して伺わせてください。これからの不動産業界は、業界全体が一斉に右肩上がりというフェーズから、企業ごとの選別が進むフェーズへ移行するのは明らかだと考えています。そうした厳しい環境下で、コロンビア・ワークスとして成長の「前提条件」をどのように捉えていらっしゃいますか。

■コロンビア・ワークス 水山

そうですね。私たちが中長期的な事業計画を策定する上での大きな前提は、現在のインフレ環境が

この先もしばらくは継続していく、という予測に基づいています。このインフレ局面においても、着実に価値を生み出し「勝ち続けられる資産」をいかに築いていくか。これが我々の成長の絶対条件になると考えております。

○アナリスト 中西

なるほど。そうした意味では、御社は単に不動産を開発するだけでなく、市場環境に合わせて最適な要素を掛け合わせ、新しい「アセットクラスをクリエイト」されているように見受けられます。時代に即した価値を自ら作り出していく、というイメージでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

まさにおっしゃる通りです。事業環境が刻一刻と変化する中で、適時適切に最適なプロダクトを提供し続けることが重要です。

「2年後のマーケットはどうなっているのか」を予測し、形にする。言うは易く行うは難し、ではありませんが、現在は「緩やかなインフレが継続する」という前提を軸に、変化に柔軟に対応できる計画を推進しております。

#### 【事業モデルと成長戦略について】

▲フィスコ 秋山

ありがとうございました。ここまでのお話を整理すると、都心不動産市場は全面追い風ではなく選別が進む局面にある一方で、御社は都心立地の選別、賃料成長、バリューアップ、出口設計で強みを発揮している、という理解かと思えます。ここからは、それを支える事業モデルと成長戦略を伺います。

○アナリスト 中西

「相場より20~30%高い賃料を実現できる」というプレミアムの創出について、もう少し踏み込んで伺わせてください。開発の起点でテーマを設定し、ものづくりに入っていくわけですが、リーシングに至るまでのプロセスで、どのようにその高い賃料を現実のものにされているのでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。まず、我々が土地の情報をいただく際、一般的な「マーケット相場」はもちろん確認しますが、それ以上に重視しているのは「そのエリアにどのような属性の人が住み、どのような店舗があり、何が求められているのか」という事業ストーリーです。

周辺店舗の売上データまで徹底的にリサーチし、「ここにこういうサービスを投入すれば、付加価値が最大化するのではないか」という仮説を立てます。そのサービスを具現化した際、賃料をどこまで引き上げられるかを緻密に計算し、テーマ型開発として作り込んでいくのです。

従来の開発は「ここにマンションを建てれば相場賃料はこの程度」という逆算になりがちですが、我々はターゲットを極めてタイトに絞り込み、その層に響く適切なプロモーションを打つ。この「絞り込み」と「特化」こそが、他のデベロッパーにはない強みだと自負しております。

○アナリスト 中西

なるほど。そうすると、仲介業者さん側も「コロンビア・ワークスに土地を買ってもらうには、詳細なマーケティングデータもセットで持ち込まなければならない」と身構えてしまうのではありませんか？

■コロンビア・ワークス 水山

いえ、そんな厳しい条件を出したら、誰も情報を紹介してくれなくなってしまいます。実はむしろ逆なのです。

我々ありがたいことに、仲介業者様からの情報捕捉率が非常に高いのですが、その理由は「我々が勝手に調べて、最適解を出すから」です。大手デベロッパー様ですと、住宅、商業、オフィスと部署が分かれていることが多く、土地一つに対しても判断が分かれることがあります。しかし、仲介業者様からすれば「この土地を買うか買わないか、早くはっきりしてほしい」というのが本音です。

我々にご相談いただければ、あらゆるアセットの可能性を社内で即座に検討し、その土地のバリューを最大化するアンサーをご提案します。「コロンビア・ワークスなら、この難しい土地をどうにかしてくれるはずだ」という期待感から、半ば“丸投げ”のような形でも真っ先に情報をいただける。この「相談しやすさ」が、結果として情報の質と量につながっています。

○アナリスト 中西

「まずはコロンビアさんに相談しよう」という、マーケットにおける独自のポジションを確立されているわけですね。ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

直近の業績を拝見しますと、従業員数や販管費の増加率に比べて、売上高の伸びが非常に高い傾向にあります。これほどまでに少数精鋭で、効率的な事業運営を実現できている背景を教えてくださいませんか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。その理由は、私たちが「オーダーメイドの開発」に特化している点にあります。

先ほどお話しした通り、私たちの開発プロセスは、土地の選定からエリアマーケティング、入居者属性の緻密な分析まで、非常に深い工程を経ます。実は、プロジェクトの規模が小さくても大きくても、この「事業を組み立てるプロセス」にかかる工数はそれほど変わりません。

そこで私たちが目指しているのは、「1プロジェクトあたりの投資単価を上げていく」ことです。大人数を揃えて数多くの案件をこなすのではなく、独創的な企画を生み出せる「ハイタレントな人材」が、1人で大きな規模の案件を動かしていく。こうした組織形態へのシフトが着実に実績として現れているのが、現在の状況です。

●DAIBOUCHOU

なるほど。企業規模の拡大とともに、1案件あたりの単価が上がったことで、効率化ができるようになったということですね。よく分かりました。ありがとうございます。

○アナリスト 中西

次に、アセットマネジメント（以下、AM）事業について伺います。AUM（運用資産残高）が急拡大していると伺っておりますが、外部の投資家からの評価がこれほどまでに高まった要因は何でしょうか。また、今後のAM事業の成長ストーリーについても併せて教えてください。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。2025年にAM子会社が本格的に営業を開始し、おかげさまで初年度から500億円弱のAUMを積み上げることができました。

この急成長の要因は、我々が元々「不動産開発」という川上の事業を本業としている点にあります。収益用不動産を一から開発し、外部のファンドへ売却してきた実績があるため、我々は物件のオリジネーターとして、その物件が将来どのように賃料を伸ばしていけるかという成長ストーリーを最も熟知しています。この点が投資家の方々から非常に高い信頼をいただいているポイントです。

注：オリジネーター：不動産の証券化において、証券化の対象となる不動産、不動産信託受益権、不動産担保債権などを証券の発行に当たるSPC等に譲渡する者。原資産保有者、資産譲渡人ともいわれる。

また、より運用の精度を高めるため、早い段階でグループ内に賃貸管理会社を設立しました。AM事業の拡大に伴い、管理戸数もこの1年でほぼ倍増しています。「この物件なら、ここまで賃料を引き上げられる」という予測を、自社の管理実績に基づく確かな根拠を持って示せることが、受託増につながっています。

○アナリスト 中西

なるほど。尖ったテーマになるほど、御社でないと仕事ができないですね。よく分かりました。ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

成長要因として挙げられていた、開発型SPCを活用した開発スキームについて伺います。2025年から本格化されたかと思いますが、これにより、これまでは財務的制約で難しかった規模の案件なども手がけられるようになり、成長が加速するのでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

おっしゃる通りです。先ほど申し上げた通り、開発型SPCを活用することで、例えばホテルアセットのように投資額が大規模化する案件においても、我々の強みを発揮できるようになります。自社のアセットマネジメント事業と開発力をコラボレーションさせることで、AUMの大幅な拡大も見込めると考えております。

●DAIBOUCHOU

なるほど。リスク分散にもつながるといことですね。よく分かりました。ありがとうございます。

○アナリスト 中西

財務戦略と資本政策について伺わせてください。先日、公募増資による資金調達を実施されました。希薄化率は10%程度とのことですが、それを上回る企業価値向上のロードマップをどのようにお描きでしょうか。また、現在は市場全体の影響もありますが、目標に掲げられている「PBR 2倍超の安定的維持」に向けたエクイティストーリーについても教えてください。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。私は上場直後から「確かな投資機会さえあれば、お預かりした資産をより有効に活用し、リターンとしてお戻しする」と公言してまいりました。昨年末のタイミングで、まさに「これならば株主様の資産を最大化できる」と確信できるパイプラインが見えてきたため、増資に踏み切らせていただきました。

我々はいかねてより営業利益成長率20%以上を掲げてきましたが、今回の増資資金を投入することで、25%~30%程度の利益成長が十分に狙える投資案件を確保できています。この「希薄化を補って余りある高成長」を実現できる確信こそが、今回の決断の根拠です。

今後の資金調達については、企業である以上、将来的に魅力的な投資機会に恵まれれば選択肢から排除はしません。しかし現時点では、まずは前回の増資でお約束した「30%程度の利益成長」を確実に遂行することが最優先であると考えております。

プライム市場への上場を見据える上でも、安易に株式数を増やすのではなく、1株あたりの価値をしっかりと高め、株価を押し上げていこうと思います。

○アナリスト 中西

長期的なビジョンについても伺わせてください。「テーマ型不動産での市場シェア1%獲得」、そして「運用資産（総資産+AM事業のAUM）2兆円」という高い目標を掲げておられます。この壮大な目標に到達するまでのストーリーをどのようにお描きでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。これまではコロナ禍の影響もあり、アセットタイプとしては比較的レジデンスの比重が高くなっていました。しかし、本来我々が真価を発揮するのは、ホテルやオフィス、さらには検診センターといった特殊な用途まで手がけるマルチアセットの企画開発です。今後はこうした多様なアセットへの分散を強めることで、必然的に一案件あたりの投資規模も大きくなってまいります。そこで、自社のバランスシートだけでなく、AM事業を通じた外部資金との協業が極めて重要な鍵となります。AM事業と一体となって大型案件へ投資していくことで、AUMの拡大を加速させ、効率的に目標を達成したいと考えております。

○アナリスト 中西

なるほど。自社のバランスシートを使う場合とAM事業で取り組む場合とで、案件のサイズを使い分けるイメージでしょうか。貴社はこれまで1案件20億円程度の規模を中心に手がけられてきましたが、より大型の案件についてはファンドを活用していく、といった戦略ですか。

■コロンビア・ワークス 水山

そうですね。少なからず、そのような役割分担の要素はあります。

○アナリスト 中西

なるほど。ありがとうございます。

●DAIBOUCHOU

最後に、株主向けの施策について伺わせてください。御社の強みは「家賃を高める企画力」にありますが、実際の物件を目にしないうえに、その付加価値を実感しきれない株主の方も多いのではないのでしょうか。竣工物件の見学会などを開催いただければ、低コストで株主の理解を深める絶好の機会になるかと思いますが、いかがでしょうか。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございます。まさに私共も自社の企画力には自信を持っておりますので、株主の皆様にご覧いただける機会をぜひ提供したいと考えております。ただ、実は一つ嬉しい悩みがありまして、私共の物件は、オープンさせると非常にリーシングのスピードが速く、ありがたいことにすぐに満室になってしまうのです。そのため、見学会を開催できるタイミングを確保するのが物理的に難しいという課題がございます。DAIBOUCHOU様がおっしゃる通り、実物を見ていただくことが最大の訴求になると考えておりますので、今後の開発プロジェクトにおいて適切なタイミングを調整し、機会があればぜひ実施させていただきたいと思っております。

●DAIBOUCHOU

よく分かりました。ありがとうございます。今後の御社の成長に大いに注目していきたいと思っております。

■コロンビア・ワークス 水山

ありがとうございました。

## ■終わりの挨拶

### ▲フィスコ 秋山

水山、中西さん、DAIBOUCHOUさん、ありがとうございました。投資家目線の質問が中心で、非常に聴きごたえのある内容でした。

最後に、水山、中西さん、DAIBOUCHOUさんからご挨拶いただきたいと思います。それでは水山から、よろしく願いいたします。

### ■コロンビア・ワークス 水山

本日は、このような貴重な機会をいただきまして、誠にありがとうございました。

皆様からの鋭いご質問に対し、ついつい正直に話しすぎてしまったのではないかと少し自省しておりますが、自分の想いをこれほどストレートにお伝えできる機会はそう多くありません。本音で対話ができたこの時間に感謝しております。

コロンビア・ワークスという会社は、どのようなマーケット環境にあっても、独自の価値を形にするプロダクトアウトの姿勢を貫き通す組織でありたいと考えております。時代の変化を恐れず、常に新しい付加価値を創造し続ける姿を、ぜひ長く見守っていただければ幸いです。今後とも、よろしく願い申し上げます。本日は、どうもありがとうございました。

### ▲フィスコ 秋山

ありがとうございます。中西さん、本日の対談、いかがでしたでしょうか？

### ○アナリスト 中西

私は普段、大学でイノベーションについて講義をしていますが、イノベーションの本質とは、理論的にも「異質なものの掛け算」であると確立されています。

例えば、蒸気機関と馬車を掛け合わせることで機関車が生まれたように、異なる要素を組み合わせることで全く新しい価値が創造されるのです。今の時代、そうした既存の枠組みを超えた発想がなければ、あらゆる産業はシュリンクの道を辿ってしまいます。

保守的な不動産業界において、そうした柔軟な発想はなかなか見られませんでした。しかし、コロンビア・ワークス様はまさに、異なるテーマやニーズを掛け合わせることで、これまでになかった不動産の価値を具現化されています。今回お話を伺い、資料を拝見する中で、その姿勢を強く実感いたしました。御社の「掛け算」による挑戦が、今後どのような成長を描くのか。非常に大きな期待を持って、これからも注目していきたいと思います。

### ▲フィスコ 秋山

ありがとうございます。DAIBOUCHOUさん、本日の対談、いかがでしたでしょうか？

### ●DAIBOUCHOU

そうですね、非常に細かく質問に回答していただきまして、本当によかったと思います。

以前から存じ上げてはいましたが、やはり企画力と、それに伴う家賃の上昇が非常に顕著ですね。昨今のイラン情勢など、外部環境で心配な面はありますが、御社の場合は業績に対してもある程度のバッファを持たせておられるので、着地についても安心感が持てるなという印象を受けました。本日は、どうもありがとうございました。

### ▲フィスコ 秋山

これにて、本対談を終了いたします。皆様、本日はご視聴いただき誠にありがとうございました。

以上