

NEWS & RELEASE

本件に関する問い合わせ先
 (株)ザイマックス不動産総合研究所
 TEL:03-3596-1477 FAX:03-3596-1478
 info-rei@xymax.co.jp

支払賃料インデックスを公開

～企業が支払うオフィス賃借料の時間的な変化、オフィス不動産の安定性を示す～

ザイマックス不動産総合研究所は、東京23区のオフィスビルのテナント契約データをもとに、「支払賃料インデックス」を開発した。今後、ホームページで3ヶ月ごとに公表する。

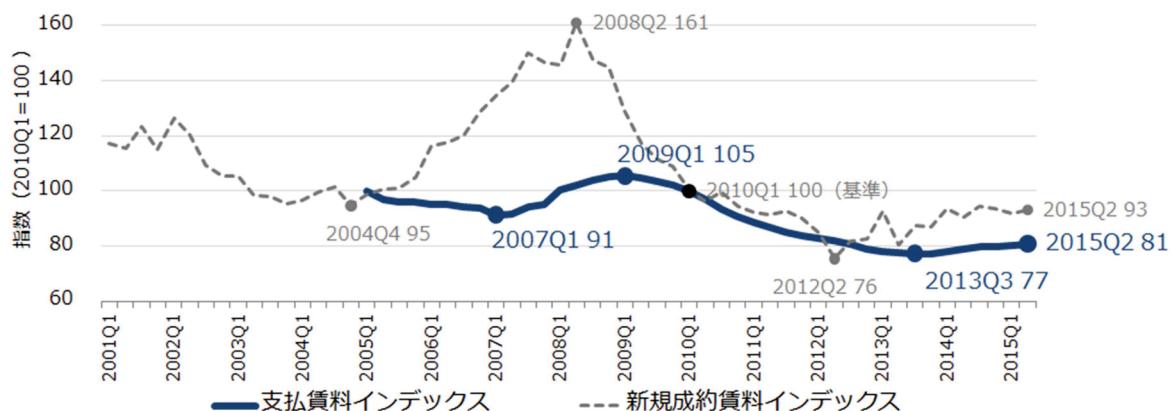
これまで、オフィス賃貸マーケットの動向を示す「新規賃料」に関する指標は多く発表されてきたが、企業のオフィス賃借料およびオフィスビルの収益性を示す「支払賃料※」に関する指標はなかった。

※…支払賃料は、新しく成約・入居したテナントの賃料である新規賃料だけでなく、以前から入居し続けるテナントの賃料である「継続賃料」を含んでいる。このうち、継続賃料はビルオーナーとテナントとの継続的な関係をベースに決定されるため、賃貸マーケットの需給状況で決まる新規賃料とは異なるメカニズムを持つものと考えられる。

今回開発した「支払賃料インデックス（図表1）」は、以下のような特徴を持ち、企業が支払うオフィス賃借料の時間的変化を示している。

1. 新規賃料と継続賃料の両方をサンプルに含んでいる。
2. オフィスビル単位ではなく、テナント単位で集計した賃料を用いている。
3. 統計的手法（ヘドニック法）を用いることで、サンプルの入れ替え、オフィスビルの経年劣化、テナントのオフィス選好の変化に対応している。

図表1 支払賃料インデックス（2005年第1四半期～2015年第2四半期）



本指標は、不動産所有者、投資家にとって、オフィスビルの不動産収入の実態を把握し、適切な意思決定する上で有用なツールとなる。これまで定量的に示すことが難しかった収益の安定性を理解し、説明する際にも役立つと考えられる。また、オフィスを賃借する企業にとって、継続使用している区画も含めた賃借料の時間的な変化を理解し、戦略的な経営判断を行うためのベンチマークとなることが期待される。

※次ページ以降に、使用したデータ、分析と考察、指標の概要、現時点までのインデックスの数値を掲載。

1. 使用したデータ

本指標の調査対象は、東京 23 区に所在するザイマックスが運営管理業務を行うオフィスビルである。ザイマックスでは、業務を受託したオフィスビルにおけるテナントの賃貸借契約を契約書、覚書単位でデータベース化しており、本指標ではこれを利用し、テナント単位で賃料単価を集計した。このテナント単位の賃料単価データに、物件属性としてオフィスビルの立地・規模・性能を対応させ、1サンプルとしている。

直近の 2015 年第 2 四半期のサンプル数は 4,374 テナント（187 棟）、延床面積の平均は 5,111 坪、築年数の平均は 23.63 年であった（データの大まかな特徴、分布を「4. 指標の概要」に掲載）。

※なお、以下のような、一般的なオフィスビル像、オフィス仕様とは異なるサンプルは取り除いている。

- ・倉庫や店舗といった事務所とは異なる用途の区画
- ・地下階や 1 階の区画
- ・延床 300 坪未満、基準階面積 30 坪未満のオフィスビル
- ・上記のほか、外れ値と考えられるサンプル

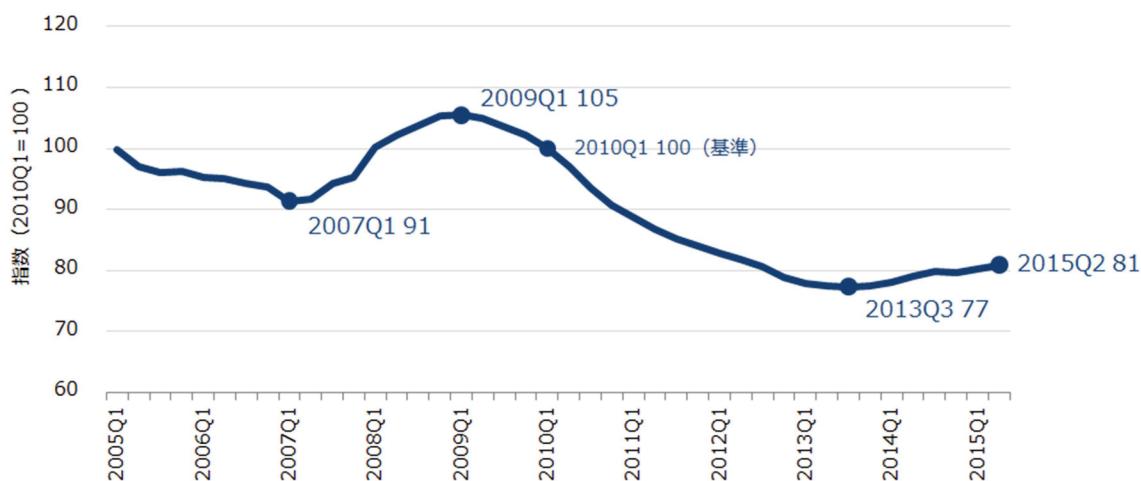
2. 支払賃料インデックスの算出

サンプルの性質上、テナントの入退去および運営管理業務の開始終了などにより、サンプルは常に一定ではなく、少しづつ入れ替わっていく。そのため、賃料の単純平均をとるだけでは、巨大で築浅なオフィスビルがサンプルに入ると賃料水準が上昇し、サンプルから外れると下がることになり、賃料水準の時間的な変化だけを抽出して観察することが難しい。

そこで、本指標では、賃料への影響を取り除くための手法として、消費者物価指数（性能変化が激しいパソコンなど）でも用いられているヘドニック法を採用した。

このようにして算出した支払賃料インデックスを示したものが図表 2 である。2009 年 1 四半期にピーク、2013 年第 3 四半期にボトムと循環的に推移していることがわかる。なお、直近 2015 年第 2 四半期は 81 であり、ボトムからゆるやかに上昇しつつある傾向が読み取れる。

図表 2 支払賃料インデックス（2005 年第 1 四半期～2015 年第 2 四半期）



※当リース記載の内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではありません。

当社の事前の了承なく、複製、引用、転送、配布、転載等を行わないようお願いします。Copyright©XYMAX corporation. All rights reserved

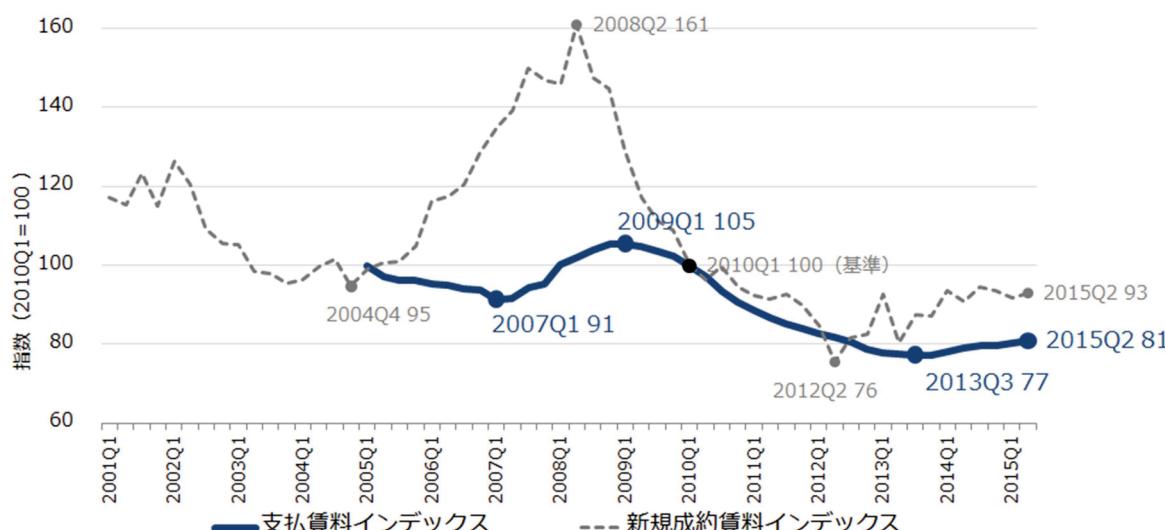
新規賃料の指標である新規成約賃料インデックス（※）と並べたものが図表3である。ともに7、8年程度で循環していることがわかる。

※新規成約賃料インデックスについては、2014.9.19付リリース「ザイマックス新規成約賃料インデックスを発表」を参照

直近のピークを比較すると、新規賃料が2008年第2四半期、新規と継続を含んだ支払賃料が2009年第1四半期と、約1年のラグがある。同じくボトムを比較すると、新規賃料が2012年第2四半期、支払賃料が2013年第3四半期と、約1年半のラグがある。また、ピークからボトムまでの変動を比較すると、新規賃料が161から76なのにに対し、支払賃料は105から77と変動幅が狭い。

以上から、支払賃料は、新規賃料と比べて遅れて変化し、変動幅が狭く、安定的に推移する性質を持つことがわかる。

図表3 支払賃料と新規成約の比較



3. 考察

前項で指摘した「新規賃料と比べ遅れて変化し、変動幅が狭く安定的」という支払賃料の持つ性質の背景について以下で考察する。

テナント契約データを基に、入居中のテナントについて「1年間のうちに賃料が変化しなかった確率」を算出したところ、78.5%となった（2009年第4四半期時点）。なお、賃料が変化しないケースとは、契約更新のタイミングが無かった場合（図表4の①）、新しいテナントに入れ替わったが賃料水準が変わらなかった場合（同②×③）、契約更新のタイミングだったが賃料を据え置いた場合（同④×⑤）が該当する。

※当リリース記載の内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではありません。

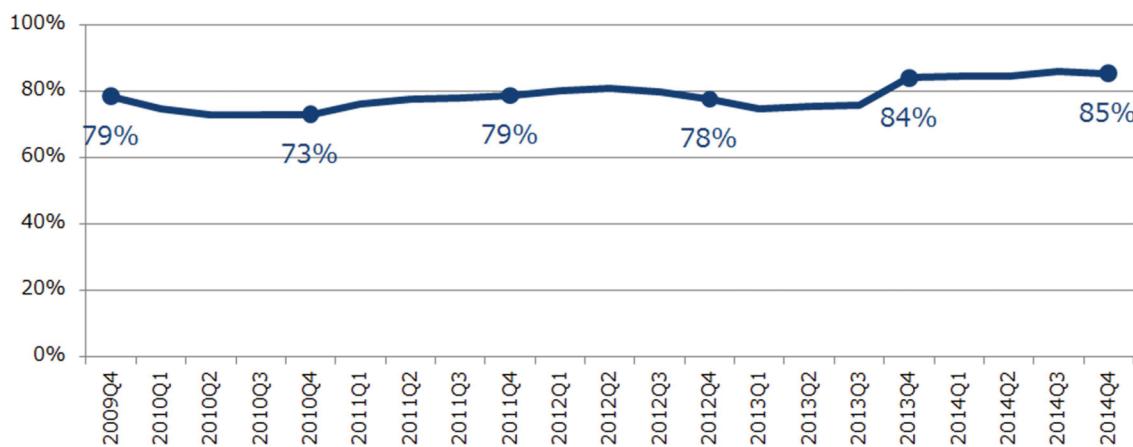
当社の事前の了承なく、複製、引用、転送、配布、転載等を行わないようお願いします。Copyright©XYMAX corporation. All rights reserved

図表4 賃料が変更するイベントが発生する確率と賃料が変化する確率

	合計			
		うち上昇	うち据置	うち下落
イベントが発生しない	31.6%①	-	-	-
テナント退去（空室のまま）	5.0%	-	-	-
テナント入替	2.0%②	20.0%	5.7%③	74.3%
契約更新	61.4%④	8.5%	76.2%⑤	15.3%

「1年間のうちに賃料が変化しなかった確率」を四半期ごとに算出したものが図表5である。対象期間にマーケット好調だった時期と不調だった時期がともに含まれるにも関わらず、8割程度で変化していないことからも、支払賃料はマーケットの影響を受けづらい性質を持つことが確認できる。

図表5 1年間のうちに賃料が変化しなかった確率



テナントは、自身の事業上の問題や戦略を背景に賃貸借契約の解約や変更を検討する。移転により、コスト削減や業務効率の向上、立地改善などのメリットを得ることができる一方で、引越しや原状回復のコスト、マーケットの状況によっては賃料上昇のリスクなどのデメリットもある。

オーナーにとってテナントの移転は、テナント入れ替えによる収益増加のチャンスである一方で、仲介手数料などの募集コスト、次のテナントが決まるまでのダウンタイム、契約開始から賃料が発生するまでのフリーレントによる収益ロスが発生するなど様々なリスクがある。

このように、テナントとオーナーがそれぞれの事情を抱えながら交渉に臨み、最終的に退去、値上げ、値下げ、据え置きなど継続賃料が決定されることになる。

以上から、継続賃料の決定に際しては、オフィス賃貸マーケットだけでなく、テナントとオーナー双方の事情や交渉が影響を与えていている。このことが、新規賃料と継続賃料を含む支払賃料が、新規賃料と比べ遅れて変化し、変動幅が狭く安定的であることの背景にある。

※本考察に関しては、2015年8月発行の不動産証券化ジャーナルvol.26「オフィス賃料変化のマイクロ構造～不動産（オフィスビル）収益の安定性を考察する～」(p61-67)にて詳述。

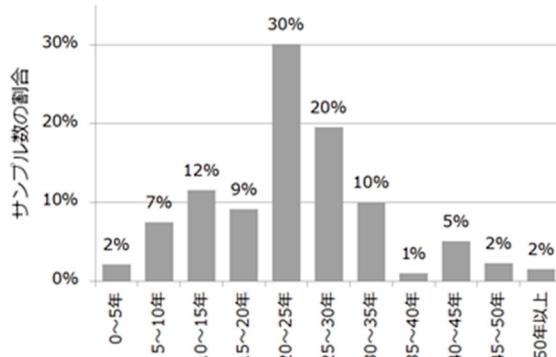
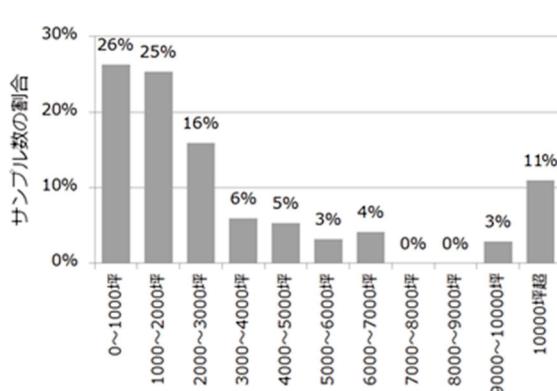
4. 支払賃料インデックスの概要

名称	支払賃料インデックス
特徴	企業が支払っているオフィス賃借料面積単価の時系列変化 (新規に契約した区画と継続的に使用する区画を含む)
対象	東京 23 区に所在するオフィスビル
集計単位	テナント単位
集計期間	2005 年第 1 四半期から 2015 年第 2 四半期まで ※以後継続
発表頻度	四半期
発表までのラグ	40 日程度
データソース	ザイマックスが不動産マネジメント業務を受託するオフィスビルにおけるテナント賃貸借データ
サンプル数	4,347 テナント (187 棟) 2015 年第 2 四半期
指標作成手法	ヘドニック法
指標の特徴	<ul style="list-style-type: none"> ① 新規賃料と継続賃料の両方をサンプルに含んでいる。 ② オフィスビル単位ではなく、テナント単位で集計した賃料を用いている。 ③ 統計的手法（ヘドニック法）を用いることで、サンプルの入れ替え、オフィスビルの経年劣化、テナントのオフィス選好の変化に対応している。

使用したデータの基本統計量

内容	単位	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	最大値	備考
賃料単価	円/坪	4374	17,506	6,999	6,100	62,033	
延床面積	坪	4374	5,111	8,389	306	31,052	
都心3区ダミー	(0,1)	4374	0.54	0.50	0.00	1.00	都心3区（千代田区、中央区、港区）の場合：1、それ以外の場合：0
地上階数	階	4374	11.30	6.47	4.00	34.00	
基準面積	坪	4374	256	323	30	1,810	
最寄駅からの徒歩分数		4374	3.48	2.07	0.00	10.00	
築年数	年	4374	23.63	10.19	1.00	54.50	
OAフロアダミー	(0,1)	4374	0.71	0.45	0.00	1.00	OAフロア導入済みの場合：1、それ以外の場合：0
個別空調ダミー	(0,1)	4374	0.83	0.38	0.00	1.00	個別空調導入済みの場合：1、それ以外の場合：0
機械警備ダミー	(0,1)	4374	0.90	0.30	0.00	1.00	機械警備導入済みの場合：1、それ以外の場合：0
大規模ダミー	(0,1)	4374	0.21	0.41	0.00	1.00	延床面積が5000坪以上の場合：1、それ以外の場合：0

使用したデータの分布（延床面積、築年数）



※当リリース記載の内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではありません。

当社の事前の了承なく、複製、引用、転送、配布、転載等を行わないようお願いします。Copyright©XYMAX corporation. All rights reserved

5. 支払賃料インデックスの推移

時期	支払賃料 インデックス	(参考) 新規成約賃料 インデックス
2005Q1	100	99
2005Q2	97	101
2005Q3	96	101
2005Q4	96	105
2006Q1	95	116
2006Q2	95	118
2006Q3	94	120
2006Q4	94	129
2007Q1	91	135
2007Q2	92	139
2007Q3	94	150
2007Q4	95	147
2008Q1	100	146
2008Q2	102	161
2008Q3	104	148
2008Q4	105	145
2009Q1	105	129
2009Q2	105	117
2009Q3	104	111
2009Q4	102	109
2010Q1	100	100
2010Q2	97	96
2010Q3	93	100
2010Q4	91	94
2011Q1	89	93
2011Q2	87	91
2011Q3	85	93
2011Q4	84	90
2012Q1	83	85
2012Q2	82	76
2012Q3	81	82
2012Q4	79	83
2013Q1	78	93
2013Q2	78	81
2013Q3	77	87
2013Q4	77	87
2014Q1	78	94
2014Q2	79	91
2014Q3	80	94
2014Q4	80	94
2015Q1	80	92
2015Q2	81	93

以上