

第5回 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～

**中山 善夫**

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
常務取締役
(ARES マスター M0600051)

**渡部 円**

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネジャー

はじめに

オフィスマーケットは新規賃料で語られることが多く、その動向を示す指標も多い。しかし、新規賃料はボラティリティが大きく、よってそこから不動産の安定性を示すことは理論的に難しい。さらに、新規賃料は、空室となっている区画、つまり物件の一部のみ適用されるものであるが、オフィスビルの収益の大半は継続して入居しているテナントが支払う賃料(継続賃料)によって構成されるため、世の中で用いられる多くの指標はオフィスビルのもたらす収益性とその動きを正しく表すことができていないといえる。本稿では新規賃料と継続賃料を明確に区別した上でそれぞれの違いを

確認するとともに、既存契約における契約更新などのデータを用いて契約更新や賃料改定の実態を確認し、不動産の安定性をもたらす構造的な要因について解説していく。

1. 新規賃料と継続賃料

新規賃料と継続賃料は明確に区別される場面は少ないが、比較するとそれぞれ全く別のものであることがわかる。新規賃料は空室区画に“新規に”入居するテナントに設定される賃料であり、基本的には、マーケット賃料水準をベースに、個別物件の特性を反映して決まっていく。テナントの物件選びにおいては、他の物件と比較検討をするため、成約条件である賃料水準は契約時点におけるマー

ケット水準を反映したものとなる。

一方で、継続賃料は、既に不動産の賃貸借がスタートし、特定の当事者間で継続している状態の賃料を指す。オフィステナントの標準的な契約期間は2年間であるが、契約期間経過後も更新されることが多く、ザイマックス総研の調査では、東京23区のオフィステナントの平均入居期間は10年である(2014年5月26日News & Release参照)。すなわち、テナントは何回か契約更新し、入居を継続することが一般的であると言える。契約更新のタイミングで今後2年間の契約条件の見直しが検討されることとなるが、実態としては、更新時期が到来しても賃料が改定されることが少ない。また、改定がある場合でも、新規賃料のようにマーケット水準での賃

料改定は少なく、既存の賃料額、およびその決定過程等の個別事情の影響を受けた上でオーナーとテナントの合意のもとに決まる。その結果として、値上げ／値下げ幅は新規賃料の変動より小さく、比較的安定して推移することとなる。

2. 調査および分析の概要

新規賃料と継続賃料にはその決定の過程や決まる水準に違いがあることは業界内ではある程度認識されているものの、両者を明確に区別してその動きを追った指標はなく、特に、継続契約の賃料変化やその基となる契約更新・更改（賃料・面積等の賃貸条件の変更等）などについてまとめられた論文や分析は少ない。

そこで、弊社では既に発表した「新規成約賃料インデックス」などの指標に加え、現在「継続賃料インデックス」を開発中であるが、その前段として、今回、オフィスビルの契約データを用いて、契約の継続（更

新・更改）状況や退去状況についての基礎的な調査を行うとともに、それらの分析結果を用いてオフィスビルの安定性を数値的に表すことを試みた。具体的には、賃料が変化し得る様々な場面において、賃料が変化せず、据置される確率を用いた計算を行っている。

今回利用したデータの概要は【図表1】のとおりであり、各四半期末にテナントが入居中であった区画の翌一年間における変化に着目した分析である。これは、新規契約の水準等の影響を受けない、既存契約の動きに絞った分析となっている。なお、本調査分析においては区画の大小および物件スペックについては考慮していない。

もう少し詳しく見てみよう。テナントの入れ替えや契約更新・更改などのイベントが発生せず、年間を通して同じテナントが同じ契約条件で入居を継続していれば当然ながら賃料は変化しない。また、イベントが発生した場合であっても、賃料条件が従前従

後の契約で同一であれば賃料は変化しない。そこで、設定期間ごとにおける区画の一年間の動きから、「賃料が変化するイベントがそもそも起きない確率」と「イベントは発生するが賃料は変化しない（据置される）確率」をそれぞれ求めた上で、それを足した確率を「一年間で賃料が変化しない確率」として表してみることにした。さらに、この確率を四半期ごとに集計し、時系列に見ることで既存テナントから得る賃料変化の「度合い」を表すことができ、その変動が少なければ少ないほど、既存テナントにおける賃料収入は安定しているといえる。

2-(1) 賃料が変化するイベント

まず年ごとに、賃料が変化するイベントの発生確率について見てみたい。各四半期末にテナントが入居していた区画の翌一年間の動きを見ると、全調査対象期間を通して平均約1割の区画においてテナントは退去し、残り9割においてテナントは入居

図表1 調査概要

調査対象	ザイマックスグループが運営する、東京23区に所在するオフィスビルの事務所区画のうち、データ期間中にテナントが入居していた（有効なテナント契約が存在していた）もの ※ 281棟、3065区画
調査対象期間	2008年12月末～2014年12月末
調査方法	①上記期間のうち、2008年12月末から2013年12月末までの各四半期末時点を開始点として、テナントが入居していた区画のその翌一年間（12ヶ月間）における契約の変化を調査・集計。 ②対象期間ごとに区画に入居しているテナントにおける変化（退去、テナント入替、契約更新等）をカウントし、その件数割合や賃料が変化した割合を算出。 ③これら割合を用い、一年の間における「賃料の変化しない確率」を計算。 ④また、契約更新や更改などがあったものについては従前従後の賃料を比較し、賃料が上昇した割合から下落した割合を引き、「継続賃料DI」とし、「新規成約賃料DI」と比較した。
備考	各グラフの横軸は調査期間の終点（始点となる各四半期末の一年後）を表している

出所 ザイマックス不動産総合研究所

継続中である【図表2】（※グラフの横軸の年月は終点を示している）。次に、入居を継続している区画の内訳を見ると、一年のうちに契約更新・更改等のイベントが発生したものが約5割で、残りのうち約4割は一年間、更新等のタイミングを迎えることなく契約が継続中であった。（多くの賃貸借契約が2年契約であることを考えると、この割合は妥当である）。このことから、少なくとも毎年約4割の区画においては賃料が変化するイベント自体がそもそも起きないことがわかる。

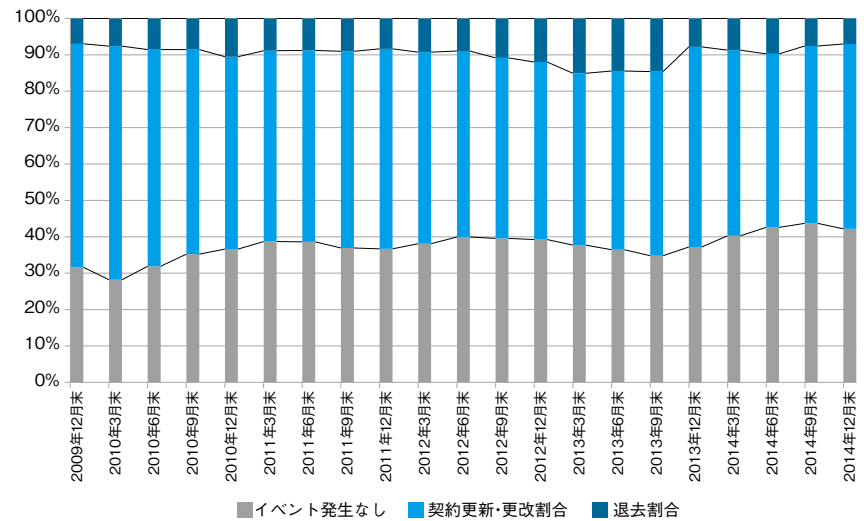
2-(2) イベント発生時における賃料変化の有無

テナント退去後のテナント入替や、既存テナントの契約更新・更改はいずれも賃料の変化をもたらす得るイベントである。それでは、そのイベントが発生した場合において、賃料は実際にどの程度変更され、どの程度据置されているのだろうか。

●テナント入替

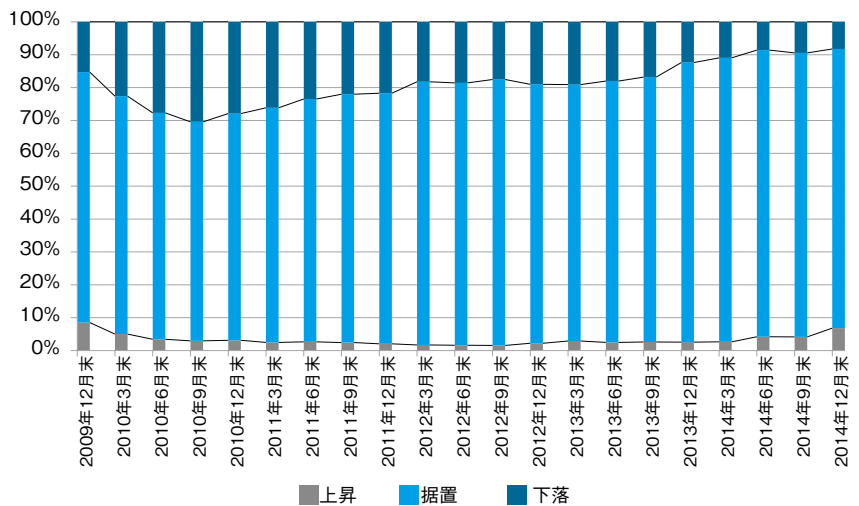
一年の中でテナントの退去があった区画（全体の1割）のうち、平均2割弱（全体の約1.5%から2%）の区画は翌一年のうちのいずれかのタイミングにおいてテナントの入れ替えが発生している。テナント入替の際における賃料変化について見てみると、入替のあった区画のうち、調査対象期間において平均2割の区画で新規テナントの賃料は前テナントより高く、7割において低いという結果が得られた。また、賃料が同じだった割合は残り1割程度となっている。その理由として

図表2 イベント発生状況



出所 ザイマックス不動産総合研究所

図表3 契約更新・更改時における賃料改定状況



出所 ザイマックス不動産総合研究所

は、以前のテナントと新規テナントは全く別人であり、新規賃料は前テナントの賃料条件とは全く無関係に切り離され、契約時点におけるマーケット賃料水準に近いもので決まるためである。テナント入替が発生した際にはボラティリティの高い新規賃料の影響を受けるとはいえ、そもそも空室部分は全体の一部であることから、不動産全体の収益で考えると、テナント入替によるインパクトは、比較的小さいと考

えられる。

●契約更新・更改

各四半期末から一年間で契約の更新および更改（賃料・面積等の賃貸条件の変更等）が発生した区画において、賃料が変化した割合を集計したものが【図表3】である。不動産マーケットの状況などにより、多少のアップダウンはあるが、全調査期間の平均は「上昇」が約3%、「下落」

が約20%弱であるほか、「据置」が約80%以上となっており、既存契約の更新・更改といった場面では多くの場合、賃料が変更されないことがわかる。

2-(3) 賃料が変化しない確率

上記で示したように、テナントが入居している区画について、その翌年の動きを追うと、テナントの入れ替えや契約更新・更改等、賃料が変更され得る様々なイベントが発生する。賃料が変化しない確率とは、これらのタイミングにおいて賃料が変更されなかった確率、およびそもそもイベントが発生しない確率の和として表すことができる。

例えば、2008年12月末からの翌一年間のデータを見てみると【図表4】のようになる。この中で、賃料が変化しないのはイベントが発生しなかったケース(①)と、テナント入替、あるいは契約更新・更改はあったが賃料は据置だったケース(②×③、④×⑤)になる。これら3つの発生確率の合計は「賃料が変化しない確率」と認識できる。

賃料が変化しない確率=イベントが発生しない確率+(テナント入替が発生する確率×賃料が据置される確率)+(契約更新・更改が発生する確率×賃料が据置される確率)

【図表4】の数値を用いると以下のようになる。

$$31.6\% + (2.0\% \times 5.7\%) + (61.4\% \times 76.2\%) = 78.5\%$$

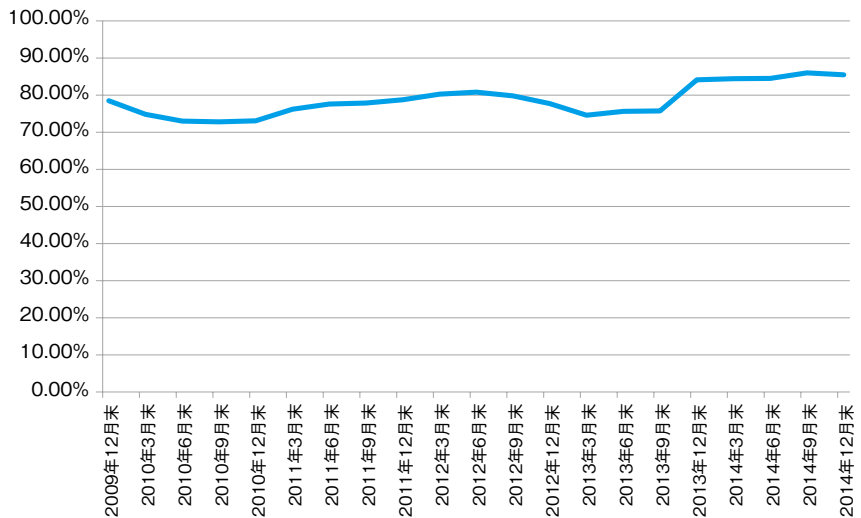
つまり、2008年12月末にテナントが

図表4 イベントと賃料が変化する割合

	合計	うち、		
		上昇	据置	下落
イベントが発生しなかった割合	31.6% ①	-		
テナント退去(空室のまま)	5.0%	-		
テナント入替あり	2.0% ②	20.0%	5.7% ③	74.3%
契約更新・更改	61.4% ④	8.5%	76.2% ⑤	15.3%

出所 ザイマックス不動産総合研究所

図表5 賃料が変化しない確率(対象:一年間)



出所 ザイマックス不動産総合研究所

入居していた区画について、翌一年中に賃料が変化しない確率は78.5%である。

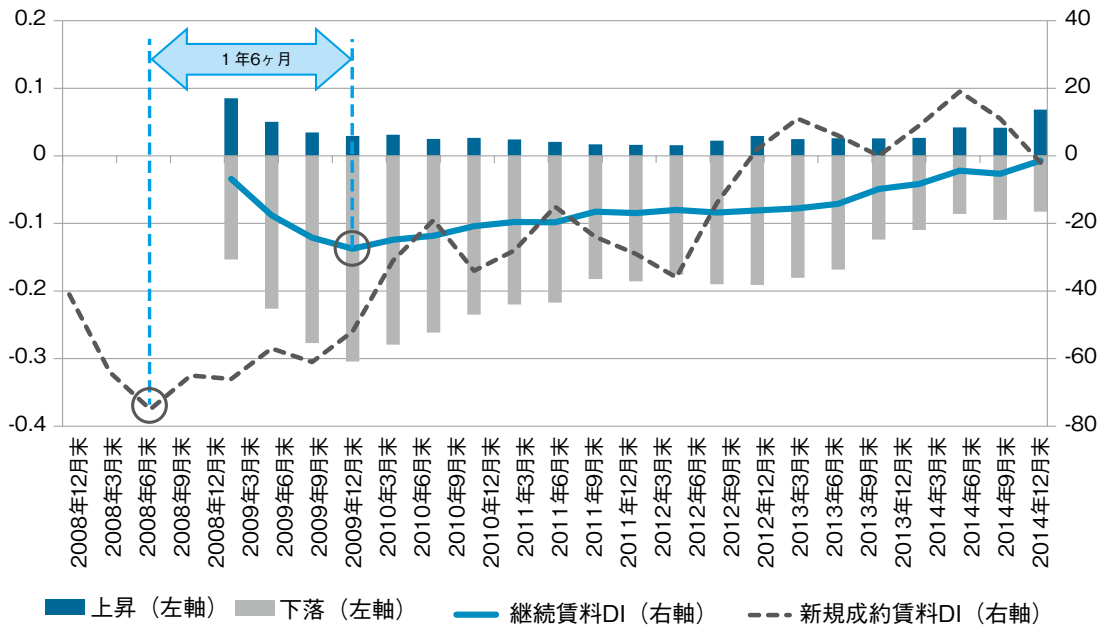
これを各期間ごとに計算したものが【図表5】であるが、全調査対象期間を通して約7割から8割前後の確率で賃料は変化していない。これまではオフィス市況は新規賃料などの関連指標を中心に表され、そのため賃料はマーケットに合わせて大きく変動するものと見られてきた。確かに主要テナントが抜けた後、ダウンタイムが長期にわたり、また次のテナントが

決まっても大幅に賃料を下げたり、長期のフリーレントをつけざるを得ず、収益性が大きく落ちる物件もある。しかし、実際にはダウントレンド時であっても多くの賃貸区画においてテナントは契約を継続しており、また賃料も大きく変化しないということがこのデータから確認できる。

2-(4) 賃料変化のトレンド

ここまで、賃料が変化しないという観点からオフィスビル収益の安定性について見てきたが、ここでさらに賃料が変化する場合におけるそのトレンド

図表6 継続賃料DI



出所 ザイマックス不動産総合研究所

ドという点からも安定性を確認したい。

【図表6】は契約更新・更改時の賃料「上昇」「下落」をDIで表した「継続賃料DI」と、弊社にて毎四半期公表している「新規成約賃料DI」と比較したものである。これを見ると、契約継続時の賃料変動も「値下げ」が減少傾向にあるなど、タイムラグはあるものの、マーケットの影響は受ける。しかし、新規成約賃料のものと比較するとボラティリティは小さいことがわかる。

「継続賃料DI」の契約更改のデータは同一区画において前年からの1年間のうちに生じた変動であるのに対し、「新規成約賃料DI」は同一物件における半年前からの変動であることから単純比較は難しいが、トレンドの反転期に着目すると、新規成約賃料と既存契約の継続賃料とでは約1年6ヶ月程度のずれがあることもこのグラフからわかる。賃料の値上げは専らオーナー側からの働きかけをきっかけ

とするものであるが、一方的に決められるものではなく、テナント企業との交渉が必要となる。また、値上げ要求そのものが場合によってはテナントの退去につながるというリスクをも孕むものである。そのため、契約更改時における「値上げ」の実施率は非常に低水準で推移してきた。一方で値下げは通常テナント側から要求するものであり、オーナー側はマーケット後退期には退去を阻止したいという心理が働き、受け容れられやすく、「値下げ」の実施率は高くなる可能性がある。

3. 継続契約に 影響を与える各種要因

マーケットの良し悪しを判断する際には募集賃料や成約賃料などの賃料条件などのほか、空室率も指標として用いられる。しかし一般的に用いられるこれらの指標は既存物件だけ

でなく新築物件も多く含まれ、かつその影響が大きい。一方で、今回行った既存物件における既存契約の継続状況という点で見た際には、9割が入居を継続しているという実態が確認できた。弊社で実施した前述の「オフィステナント平均入居期間」調査においても、テナントの平均入居期間（テナントの半分が退去するまでの期間）は10.0年との結果が出たが、これも同様に、テナントの多くは契約を更新しながら長期間入居を継続することを示している。

多くのテナントが移転をせず、契約を継続していくこと、またその際には賃料が変化することは少ないことが上記のデータで確認されたが、それはなぜなのだろうか。マーケットの影響、あるいはテナントやオーナーの個別事情など、既存契約の継続や賃料決定の際に影響を及ぼす要素や退去／継続入居を判断する際に働く力学について整理してみたい。

3-(1) 既存契約に影響を及ぼすもの: 不動産マーケット

まずは不動産マーケットの状況と既存契約との関連について見てみる。不動産マーケットの良し悪しは成約賃料や募集賃料などの賃料条件のほか、空室率で表現されるのが一般的である。これらの指標と既存契約との関連を考えると、たとえばマーケット後退期には空室在庫が多く、移転先候補も多いため、潜在的に移転ニーズがあるテナントは退去する可能性が高くなると想像でき、マーケット上昇期には空室率が低下=空室在庫が減少し、優良な移転先が見つかりづらいので、退去する割合は減るとの予想が立つ。

しかし、実際は既に見たように、一年という期間の中で退去する区画の割合はほぼ1割前後で横ばいであり、さほどマーケットの影響を受けているようには見えない。

テナントは通常、コスト削減（現行賃料の削減）や人員増加／減少による賃借面積の拡張／縮小希望など、テナント自身が抱える事業上の問題や戦略をきっかけとして移転を検討し始めるものではないか。たとえば足下で見られる景気の回復局面などにおいては、事業環境が好調である（または、そう予想される）ので、優良物件の在庫が多いうちに移転を決断するといったこともあったが、多くの場合、マーケットの良し悪しを直接的な起因とした移転は少ないと思われる。

また逆に、オーナーから見ると、マーケット賃料と現行賃料とにプラスの乖離がある場合、テナントが入れ替わることで収益アップをはかることがで

きるが、普通借家契約の性質上、オーナー都合によるテナント入替は容易にできず、テナントが希望すれば契約を継続せざるを得ないこととなり、必ずしもマーケットの良し悪しに合わせて柔軟に対応できるものではない。これらのことから、既存契約の動きは不動産マーケットに追随するも、不動産慣習、個別商談経緯等により新規賃料ほどボラティリティが低い。

3-(2) 既存契約に影響を及ぼすもの: テナント／オーナー個別事情

それでは、既存の契約を解約して移転を検討するテナントにはどのような事情が生じているのだろうか。テナントは移転により、コスト削減や業務効率の向上、ニーズに見合った賃借面積の拡大・縮小、立地改善などのメリットを得たいと願う。その一方で、移転コストや原状回復などのコストがかかるデメリットや、あるいはアップグレード時は逆に賃料アップするリスクもある。テナント側の移転を検討する動機は様々であるが、これらの事由も考慮すると、現契約の延長で望む効果（値下げによるコスト削減や拡張による賃借面積の拡大）を得られるのであればそれは有力な選択肢の1つとなるであろう。

また、オーナーサイドとしてはテナントの入れ替えによる収益アップのチャンスがあるものの、現実には、リーシングコストがかかるほか、すぐにテナントが決まらない場合のダウンタイム、フリーレントを付与した場合の収益ロスといった様々なリスクもある。弊社調査によると、平均的なダウンタイム（契約の終了から次の契約開始までの期

間）はおおよそ3ヶ月から6ヶ月。またフリーレントもマーケットの回復に伴って減少傾向にあるとは言え、半数以上の新規契約において2ヶ月以上付与されている。これらを合計すると半年以上も賃料のロスが発生することとなり、オーナーにとっては大きな損失となるだろう。最終的に退去移転するかどうかの判断を行うまでにはテナントとオーナーとの交渉があり、その中には物件の競争力やマーケットの状態（周辺相場等）といった要素とテナントが移転を望む事情とのバランスなどで決まっていくこととなる。

たとえばテナントが賃料コストの削減を望んでいる場合、値下げ希望が受け入れられればコストをかけて移転する必要はなくなる。それに対し、オーナーはマーケット賃料とのかい離度合いや自物件の競争力を考慮した上で応じるか否かを決定していくことになるだろう。前述したダウンタイムやフリーレントなど、収益ロスといったリスクを低く見積もることができれば、値下げ要望には応じず、退去を受け入れでも構わないかもしれない。

テナントが賃借面積の問題を抱える場合、館内に空室があれば拡張もでき、縮小もできるが、ない場合はより大きな区画に移転するか、他で借り増しせざるを得ない。その場合、マーケットの状況により入居中の物件、あるいは周辺の優良物件の空室在庫、および現行賃料と比較したマーケット賃料がその決定に影響を及ぼすだろう。

また移転を検討しはじめたテナントにとって、オフィスの立地やビルそのものに不満がある場合は現在の物件で

は解決できないため移転するほかないものの、マーケットの状況（空室在庫や賃料相場）により、不満足を許容できる範囲も違って来るであろう。

まとめ

本稿では、新規賃料と並ぶ、もう1つの重要な概念である継続賃料について考察した。空室部分については、新規賃料が適切であり、不動産

マーケットの動きを示すといえるが、ビル全体の収益を考える場合には、継続賃料が適切であり、その動きやメカニズムを正しく理解する必要がある。上記でみたように、移転・退去はテナント、オーナーの双方にデメリットをもたらす側面も有していることから、入居中の物件そのものに存在する大きな不満・不都合を解決できない事情がない限り、契約は更新される方向に力学が働くといえる。

賃料が変化しない確率は約8割であり、しかもマーケットの変動がダイレクトに反映されるわけでもない。また、オフィスの契約期間は通常2年間であるが、2年で退去するのではなく、平均的入居期間は10年である。不動産、特にオフィスビルは、長期の安定的な投資に向いているといわれるが、その理由の1つとして、本稿で考察した安定的な収益性があるのではないかと思っている。

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、MAI、MRICS、CCIM。不動産証券化マスター養成講座「102不動産投資の実務」及び「201不動産投資分析」の科目責任者。ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。

わたなべ まどか

2002年株式会社ザイマックス入社。オフィスビルの会計管理業務に従事した後、情報システム部にてグループ内運営管理物件の基幹システム開発やデータベース管理業務に従事。2013年より株式会社ザイマックス不動産マーケティング研究所（現株式会社ザイマックス不動産総合研究所）にて調査・研究業務に従事。主にオフィスビルにおける契約・会計関連データを利用した指標開発業務を担当。京都大学法学部卒業。