

## 第7回

# 新規賃料と継続賃料の両方を含む 新しいオフィス賃料指数

～ ザイマックス支払賃料インデックスの紹介 ～



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)



大西 順一郎

株式会社ザイマックス不動産総合研究所  
マネジャー

### 1.はじめに

#### 一なぜ支払賃料が重要なのか？

不動産ビジネスに関わるものにとって、不動産が生み出す収益の変動は重大な関心事であろう。一般的に、空室率は数パーセントであり、入居部分が大半であることから、不動産収益のほとんどは、入居するテナントが実際に支払う賃料が占めていると言える。これらの賃料の動きは、キャピタル・マーケットにおける不動産価格やキャップレートと同様に、スペース・マーケットの状況を知る重要な指標として認識されている。

しかし、ひとくちに「賃料」といっても、世間一般および不動産プレイヤーの間においても、やや曖昧に使われ

ていたり、混同があったりするようだ。

不動産収益の大半を占める、企業が実際にオフィスビルに支払う賃料（支払賃料、Paying Rent）は、今まで空室部分に新たに入居したテナントが支払う「新規賃料」と、従来より継続して入居しているテナントが支払う「継続賃料」の二つから構成される。

現在、世の中で発表されている賃料指数は、新規賃料を対象としたものがほとんどである。新規賃料指数

は、オフィス賃貸マーケットの状況を知る上で適切な指標といえるが、オフィスビルの収益という観点から見ると、新たに成約した区画というオフィスビル全体の一部をとらえているにすぎず、収益の大部分である既に入居した区画の賃料（継続賃料）が含まれていないため、十分な指標とはいえない。

不動産の収益性について把握・分析する際は、新規賃料の動きだけを見ていてはミスリードしてしまうおそれ

図表1 賃料についての整理

支払賃料 Paying Rent	新規成約賃料	新たに成約した区画の賃料（収益が発生している）
	継続賃料	継続的に入居中の区画の賃料（収益が発生している）
募集賃料		募集中の区画の賃料（未だ収益が発生していない）

がある。そのため、新規賃料と継続賃料の両方を含めた全てのテナントを対象とした賃料、すなわち、支払賃料に関する指標が必要になる。

## 2. 支払賃料インデックスの特徴

そこで、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統計的に処理し、「支払賃料インデックス」を開発することとした。本指標の特徴は以下の3つである。

### 特徴1：新規賃料と継続賃料の両方をサンプルに含んでいる

前項で挙げたように、不動産の収

益性を把握する上では、空室部分に新たに入居したテナントの賃料である新規賃料だけでなく、収益の大部分を占める入居中のテナントの継続賃料を含んだ支払賃料を対象とする必要がある。

### 特徴2：オフィスビル単位ではなくテナント単位

支払賃料をベースとした指数としては、日本銀行「企業向けサービス価格指数（事務所賃貸）」、不動産証券化協会「ARES JAPAN Property Index (Rent)」があるが、いずれもオフィスビル単位で集計された賃料を用いている。テナント単位での指標は、データの継続的な収集が難しいこともあり、われわれの知る限り見られない。

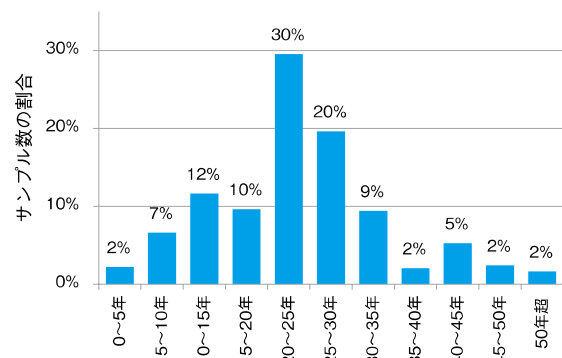
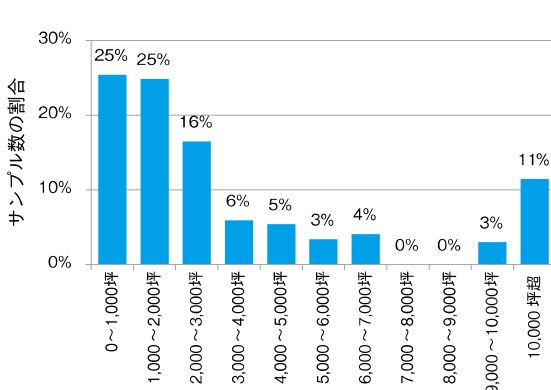
ザイマックスは、不動産マネジメント業務を行うオフィスビルにおけるテナントの賃貸借契約を契約書、覚書単位でデータベース化している。本指標ではこれをテナント単位に集計したものを支払賃料としている。このテナント単位の支払賃料データに、物件属性としてオフィスビルの立地・規模・性能に関するデータを対応させ、1サンプルとしている。

直近2015年第3四半期におけるサンプル集団の概要を図表2で示す。サンプル数は4,233テナント（179棟）、延床面積の平均は5,252坪、築年数の平均は24.02年であった。延床面積、築年数のヒストグラムをみると（図表3）、大規模物件から中小規模物件まで、新築・築浅から築古まで幅

図表2 サンプルの概要

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	4,233	17,598	7,049	6,100	62,093	
延床面積	坪	4,233	5,252	8,512	306	31,052	
都心3区ダミー	(0,1)	4,233	0.53	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	4,233	11.37	6.56	4.00	34.00	
基準階面積	坪	4,233	261	329	30	1,810	
最寄駅からの徒歩分数	分	4,233	3.48	2.09	0.00	10.00	
築年数	年	4,233	24.02	10.21	1.25	54.75	
OAフロアダミー	(0,1)	4,233	0.71	0.46	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)	4,233	0.82	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)	4,233	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)	4,233	0.22	0.41	0.00	1.00	延床面積が5,000坪以上の場合：1、それ以外の場合：0

図表3 延床面積、築年数の分布



広く分布していることがわかる。

### 特徴3:ヘドニック法による統計的処理

サンプルの性質上、テナントの入退去および不動産マネジメント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、少しず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、大規模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る。

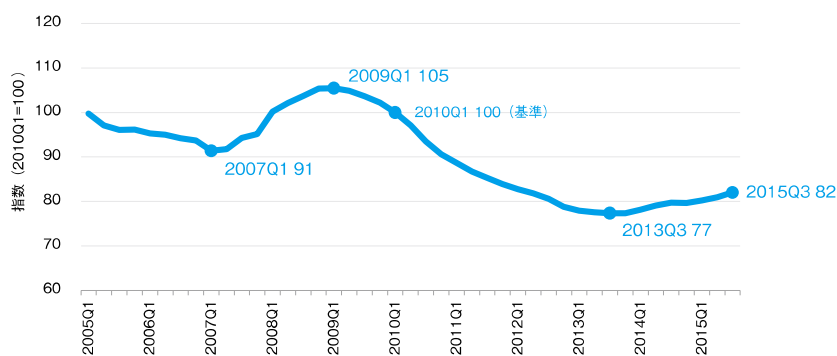
また、同一のテナントについて継続的にデータが収集できている場合においても、賃料水準の時間変化を観察する上では、オフィスビルの経年劣化による賃料変化分を取り除く必要がある。

そこで、本指標では、これらサンプルの入れ替わり、オフィスビルの経年劣化の賃料への影響を取り除き、時間的な変化のみを抽出するための手法として、ヘドニック法を採用した(図表4)。ヘドニック法は、統計学における回帰分析のテクニックを応用し、商品やサービスの価格と品質・属性との対応関係を明確化する手法で、性能変化が激しいパソコンなどの消費者物価指数の作成手法としても用いられている。なお、本指標は、以前紹介した新規成約賃料インデックスと同様の手法・モデルを用いている(新規成約賃料インデックスについては、不動産証券化ジャーナルvol.21, 2014年10月発行を参照)。

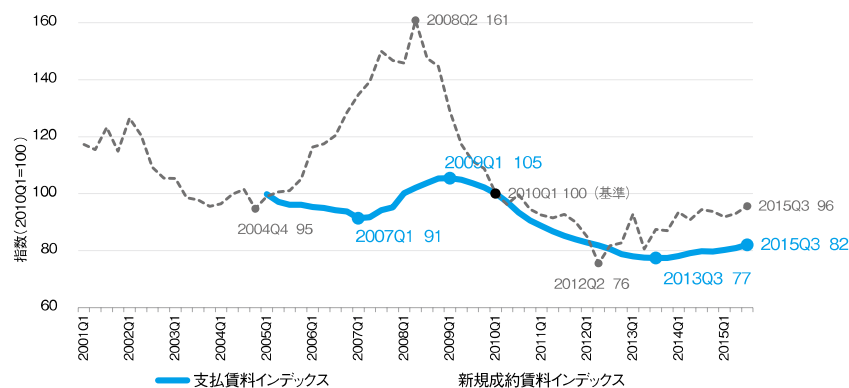
図表4 支払賃料インデックスのモデル

$$\begin{aligned} \log(\text{支払賃料}) = & \beta_0 + \beta_1 \log(\text{延床面積}) + \beta_2 (\text{地上階数}) && \dots \text{規模} \\ & + \beta_3 \log(\text{基準階面積}) + \beta_4 (\text{大規模ダミー}) \\ & + \beta_5 (\text{築年数}) + \beta_6 (\text{リニューアルダミー}) && \dots \text{新しさ} \\ & + \beta_7 (\text{OAフロアダミー}) + \beta_8 (\text{個別空調ダミー}) && \dots \text{性能・設備} \\ & + \beta_9 (\text{機械警備ダミー}) \\ & + \beta_{10} (\text{徒歩分数}) + \beta_{11} (\text{都心3区ダミー}) && \dots \text{立地} \\ & + \sum \beta_{12k} (\text{成約時期ダミー} < \text{5四半期} >)_k && \dots \text{成約時期} \\ & + \sum \beta_{13j} (\text{大規模ダミー、都心3区ダミー、成約時期ダミーのクロス項}) \\ & + \mu && \dots \text{誤差} \end{aligned}$$

図表5 支払賃料インデックス(東京23区)



図表6 新規賃料と支払賃料の比較



### 3. 支払賃料インデックスの結果

このようにして算出した支払賃料インデックスの結果を示したものが図表5である。2010年第1四半期を100とすると、ピークは105(2009年第1四半期)、ボトムは77(2013年第3四半期)と循環的に推移しており、直近

の2015年第3四半期は82となった。支払賃料は、2009以降長らく下落傾向にあったが、現在は下げ止まり緩やかに上昇しつつあることがわかる。

ここで、新規成約賃料インデックスと支払賃料インデックスを並べて表示することで、支払賃料とマーケットとの関係を観察する(図表6)。

共通点として、ともに7、8年程度で上昇と下落を繰り返し、循環的に推

移している様子が観察される。

次に、新規賃料と支払賃料のピークとボトムを比較する。新規賃料は2008年第2四半期にピークを迎えるのに対し、支払賃料のピークは2009年第1四半期と、約1年の遅れがみられる。同様に、ボトムに関しても、新規賃料は2012年第2四半期に対して、支払賃料は2013年第3四半期と、約1年半遅れている。

ピークとボトムの水準の違い、すなわち変動幅を見ると、新規賃料は161から76と大きく変動しているのに対し、支払賃料は105から77と変動幅が狭い。

以上をまとめると、支払賃料の推移の特徴として、オフィス賃貸マーケットの動向を示す新規賃料に比べて、1年から1年半程度遅行し、変動幅が狭く安定的であることが浮かび上がる。

#### 4. 考察

それでは、なぜ支払賃料は、新規賃料に比べ遅行し、変動幅が狭く安定的なのだろうか。その理由を賃料決定に際してのメカニズムに着目して考察したい。

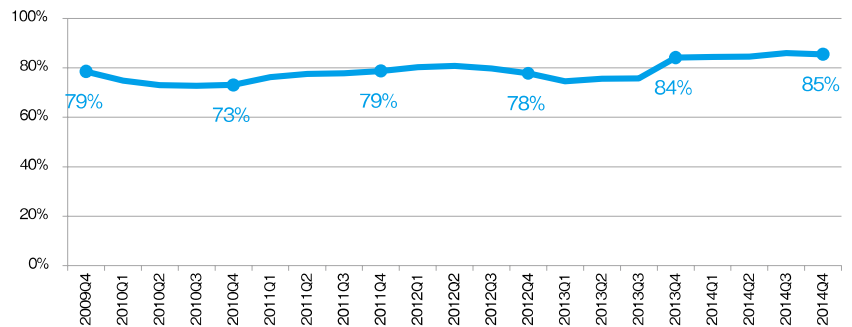
まず、本指標の基となっているテナント契約データを用いて、「1年間のうちに賃料が変化しなかった確率」を計算する。

ここでいう、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7の①：31.6%）、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：

図表7 1年間のうちに賃料が変化しなかった確率（2009年第4四半期）

	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%

図表8 賃料が変化しなかった確率の推移（2009年第4四半期～2014年第4四半期）



2.0%×5.7%=0.1%）、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④×⑤：61.4%×76.2%=46.8%）が該当する。賃料が変化しない確率はこれらの合計で計算され、例えば2009年第4四半期では、78.5%となった。

次に、賃料が変化しない確率を四半期ごとに計算したものが図表8である。オフィス賃貸マーケットが好調だった時期も、不調だった時期も変わらず80%前後で推移している。

以上から、支払賃料は、変更の頻度が低く、マーケットの影響を受けづらい性質を持つことが、実際の契約データから確認された。

契約更新にあたり、テナントとオーナーは、移転、賃料変更、現状維持それぞれの場合に得られるメリットとデメリットを整理した上で意思決定を行うこととなるであろう。

テナントは、移転により立地改善、オフィス賃借コスト削減など事業効率向上のメリットが得られる可能性があ

る。一方で移転費用や原状回復コストの発生、オフィス市況によっては希望通りの立地やビルスペック、賃借面積が確保できなかったり、賃借コストが上昇したりするリスクなどデメリットも存在すると考えられる。これに対し、オーナーは、テナント入れ替えによる増収が期待できる一方で、リーシングコストなどの支出、ダウンタイムやフリーレントなど無収入期間が発生するリスクがある。

もし移転せず現状を維持すれば、上で挙げた移転によるコストやリスクは発生せず、これまでの契約期間に培われたテナント・オーナー相互の信頼関係がリセットされることもない。この場合は、次の契約更新までの収支やお互いの動向は移転の場合と比べ予測しやすく、リスクを回避したい状況においては好ましい判断と言える。

このように、支払賃料は、オフィス賃貸マーケットという外部環境からの変更の圧力だけでなく、テナントと



オーナー双方の内部事情を背景とした現状維持の圧力を受けた結果、決定される。この複雑な力学が、新規賃料に比べ遅行し、変動幅が狭いという支払賃料の粘着性の背景にあると考えられる。

## 5. 支払賃料インデックスから得られる示唆

今回、ザイマックス総研で開発した「支払賃料インデックス」は、不動産を取り巻く様々なプレーヤーにとって有益であり、示唆を与えるものになると考える(図表9)。

### 示唆①: 不動産収益の安定性を示す

不動産所有者や投資家にとって、経験と感覚だけでなくデータに基づいた意思決定は欠かせない。また、彼らに対して助言など専門的サービスを提供する企業にとっても、根拠として客観的な指標を示すことが日々の業務において求められている。

本稿の分析により、新規賃料はピークからボトムにかけて50%以上変動したが、支払賃料の変動幅は30%程度にとどまり、不動産から得られる収益が安定的であることが定量的に示された。また、支払賃料が新規賃料に比べ1年から1年半程度遅れて推移することも、不動産のパフォーマンスの先行きを知る上で有用なヒントとなる。

このように、オフィス賃貸市場を把握する際は「新規成約賃料インデックス」、不動産のパフォーマンスを評価する際は「支払賃料インデックス」と使い分けるなど、本指標を用い

ることで、よりの確な意思決定につながると考える。

### 示唆②: 企業の賃借料のベンチマークとなる

オフィスを賃借している企業にとって、オフィス賃借料はファシリティコストの大部分を占める重要な費用であり、現在支払っている賃借料を把握し評価することは、企業戦略を考える上で重要である。

新規賃料に基づく指標では、これから新たにオフィスを賃借する場合の賃借料の動きは把握できても、継続して使用しているオフィスの賃借料の動きを評価するには適切ではない。

支払賃料インデックスは、継続使用している区画も含めたオフィス賃借料の時間的変化を示しており、オフィスを賃借する企業にとって適切な経営判断を行うためのベンチマークとして活用できるであろう。

### 示唆③: テナントマネジメントの重要性を示す

本稿での分析および考察で示したように、支払賃料の粘着性は、不動産の収益がオフィス賃貸市場の浮き沈みのみに左右にされるのではなく、テナントとオーナーの持続的な関係性からも影響を受けていることを示した。このことは、不動産マネジメントにおける「テナントマネジ

メント」の重要性を示唆している。

テナントマネジメントの質如何で、オフィス賃貸市場がダウントレンドに入った際の値崩れや退去を防ぐことができるか否か、またアップトレンドを迅速かつ円滑に収益増につなげることができるか否かが変わってくるであろう。

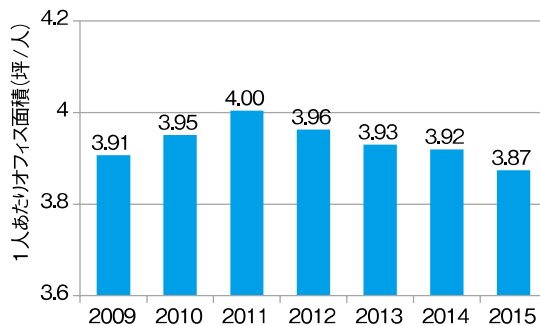
具体的には、賃料改定および移転のきっかけとなる契約更新タイミングをテナントごとに把握することはもちろん、テナントの事業特性や経営状況、事業戦略の把握など、良質なコミュニケーションを取るための関係性の構築が欠かせない。テナント企業の人数と賃借面積、賃料のバランスなど執務状況をウォッチし、テナントがオフィスに求めるニーズを探ることも効果的だ。

ザイマックス総研の調べでは、1人あたりのオフィス面積は現在3.87坪であり、今後のワークスタイルの変革に従いオフィスのあり方も変化、多様化することが予想される(図表10)。企

図表9 支払賃料インデックスから得られる示唆

区分	主な対象者
①不動産収益の安定性を示す	不動産所有者、投資家
②賃借料のベンチマークとなる	オフィスを賃借する企業
③テナントマネジメントの重要性を示す	不動産所有者、投資家 不動産マネジメント企業

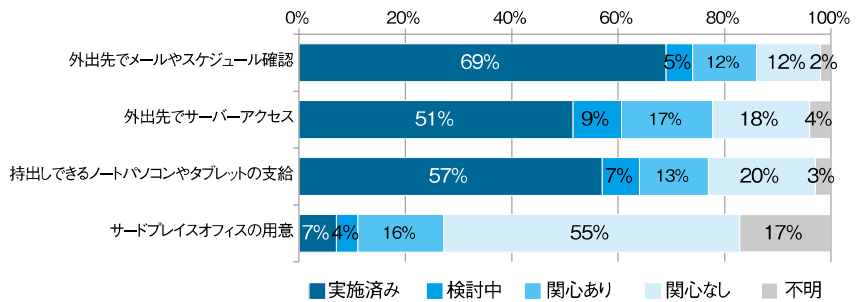
図表10 1人あたりオフィス面積の推移(2009～2015年)



業のニーズ、ワークスタイルに合わせて適切なソリューションを柔軟に提供できる提案力と実行力が不動産マネジメントに求められる(図表11)。特に、耐震性能、防災対策・BCP、法改正対応、環境性能の向上への取り組みは、テナント企業の安心と信頼を確保する上で重要になってくると考えられる。テナントの満足および不満に直結する日常対応のスピードも重視したい。

このように、支払賃料インデックスは、不動産マネジメントに携わるプレーヤーおよび不動産所有者・投資家に対して、「テナントマネジメント」が不動産収益に影響を与える重要な要素であると再確認するきっかけを示している。

図表 11 テナントのモバイルワーク実施状況 (テナントアンケート調査 2015 より)



## 6. さいごに

本稿では、この度、ザイマックス総研が開発した「支払賃料インデックス」について詳しく説明を行った。本インデックスは、テナント単位で、しかも統計的な処理をした精度の高いインデックスであり、今までに類を見ないものである。既に定期的に発表している「空室率」「新規成約賃料インデックス」「成約賃料DI」「フリーレ

ント付与率・平均フリーレント月数」などととも、オフィスのスペース・マーケットの動きを示す重要な指標となるであろう。

これらの指標が、不動産所有者・投資家、オフィスを賃借する企業、不動産事業に関わるプレーヤーにとって有益なものとなり意思決定の参考になれば幸いである。

※出所が明記されていない図表は、すべて株式会社ザイマックス不動産総合研究所による。  
※端数処理のためパーセンテージの合計が100%にならない場合がある。

### 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。2012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。

### おおにし じゅんいちろう

2002年株式会社ザイマックス入社、オフィスのプロパティマネジメント業務に従事。2009年よりマーケティング部(現(株)ザイマックス不動産総合研究所)でオフィス市場分析、京都大学との共同研究、不動産所有者向け情報誌・セミナーの企画運営などを担当。2012年より現職。不動産市場分析・管理・環境における調査研究・指標開発を担当。東京工業大学工学部土木工学科卒業。