

米国ダイレクト・レンディング市場における BDC (Business Development Company) の動向について

金融機構局 大久保友博、海道裕太郎、山本健太、鷲見和昭

Bank of Japan Review

2026年4月

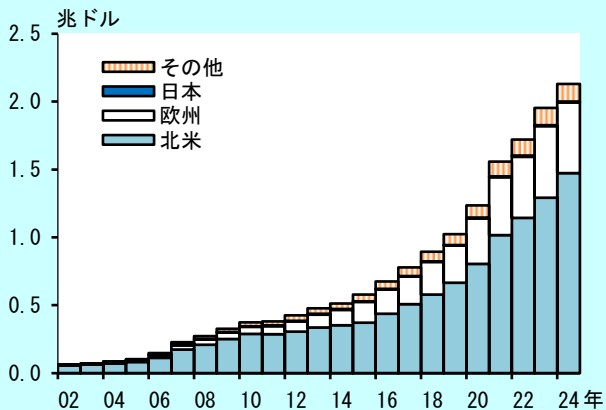
近年、ノンバンク部門による金融仲介のうち、主として非上場企業に貸付を行うプライベートクレジットに対する注目が集まっており、中でも、中堅・中小企業に貸出を行うダイレクト・レンディングが、BDC と呼ばれる形態を中心に拡大している。BDC は、米国特有の投資法人であり、四半期ごとの情報開示が義務付けられるなど相対的に透明性が高いとされる一方で、個人投資家からも資金調達を行う点で、他のダイレクト・レンディングファンド (PD ファンド) とは異なる負債構造を持つ。本稿では、主に BDC の動向に焦点を当てながらダイレクト・レンディング市場の動向やリスク特性についての事実整理を行った。邦銀や国内機関投資家が、投融资を通じて BDC や PD ファンドと連関性を高めているもとの、プライベートクレジット市場を巡る環境が、わが国金融システムへ影響を及ぼす可能性もあると考えられ、引き続き、今後の動向を注視する必要がある。

はじめに

近年、ノンバンク部門による金融仲介のうち、ファンドが主として非上場企業に貸付を行うプライベートクレジットに対する注目が集まっている¹。プライベートクレジットは米国を中心として市場規模を拡大しており (図表 1)、一般的には、長期資産運用にかかるリスク許容度が高いとされる機関投資家から調達した資金を用いた与信である。借り手からみれば、融資実行に至るまで

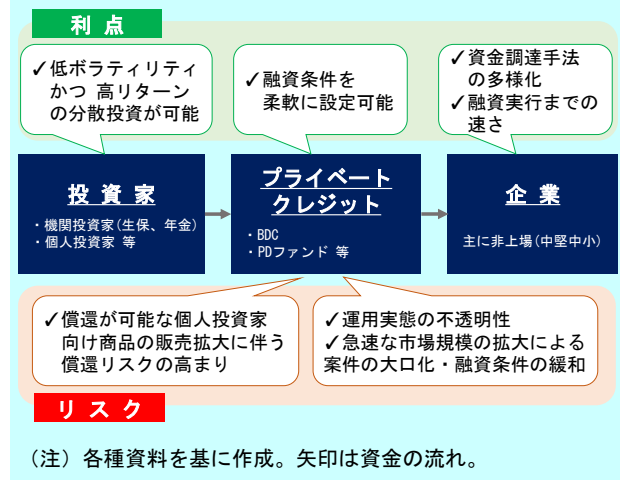
のプロセスが短いことや、銀行規制のもとでは対応が難しいような大きい融資枠や長期の融資期間の設定も柔軟に対応可能であることなどが利点とされる²。一方で、融資実態に係る不透明性や、近年の急速な市場拡大と銀行部門との連関性の高まり、あるいは一部企業への与信にあたっての融資条件の緩和、償還が可能な個人投資家向け販売商品の増加などがリスクとして指摘されることがある (図表 2)³。

【図表 1】 プライベートクレジットの市場規模



(注) 主な投資地域に基づき分類。「北米」は BDC を含む (以下同様)。直近は 2024/12 月。
(出所) Preqin、S&P Global Market Intelligence

【図表 2】 プライベートクレジットを巡る
主な利点およびリスク



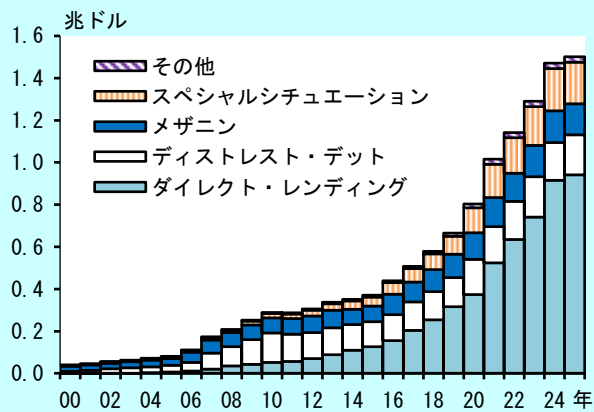
本稿では、プライベートクレジットのうちダイレクト・レンディングについて、特にその中でも、

BDC (Business Development Company : 事業開発会社) という投資法人を通じた与信に焦点を当て、ダイレクト・レンディング市場の動向やリスク特性を整理する⁴。この点、BDCはダイレクト・レンディング市場を構成する一要素であり、必ずしも全体像を捕捉している訳ではない点には留意が必要である。

ダイレクト・レンディングの概要

プライベートクレジットの具体的な内容は戦略別に相応に異なっており、主な投資戦略別にみると、近年の増加は、非上場先を中心とする中堅・中小企業に対してファンドが貸出を行うダイレクト・レンディングという戦略に牽引されてきた(図表3)⁵。米国のダイレクト・レンディング市場の特徴点としては、借り手企業をみるとPE傘下企業(スポンサー付き)の割合が高くなっていること、与信の使途としては、LBOやM&A向けの資金ニーズが多いこと、投融資の大半が変動金利で実施されていることなどが挙げられる。

【図表3】投資戦略別に見たプライベートクレジットの総資産額内訳



(注) 集計対象は北米地域。直近は2025/3月。
(出所) Preqin, S&P Global Market Intelligence

市場拡大の背景としては、グローバル金融危機後に銀行に対する金融規制が強化される中、米国を中心に、銀行以外の主体によって、企業への金融仲介が補完されてきたことに加えて⁶、近年では金利上昇や米地銀破綻の影響を受けて、銀行などの伝統的な金融機関の貸出態度が慎重化するもとで、借り手企業からは、融資条件を柔軟に設定できること等が選好されてきた点が挙げられる。米国における既往の金利上昇を背景として、変動金利貸であることや借り手企業のリスクを反映

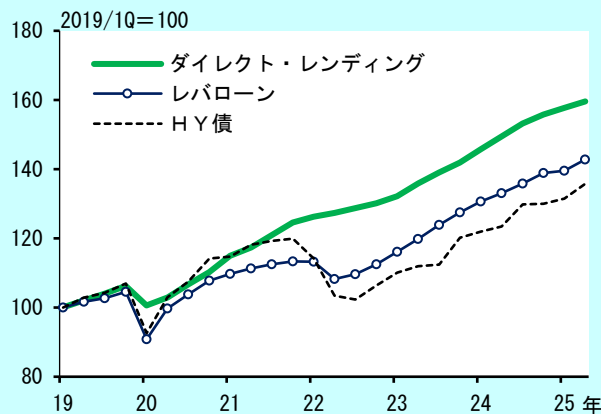
したスプレッドの厚みから、これまで高いパフォーマンスを維持してきた(図表4、5)⁷。

【図表4】ダイレクト・レンディングの特徴

	ダイレクト・レンディング	銀行貸出	HY債
形態	相対ローン	相対ローン、シンジケートローン	社債
金利	変動金利	変動金利・固定金利	固定金利
流動性	低	中	高
融資期間	5~10年程度	1~7年程度	1~10年程度
コベナンツ	強い制約	緩い制約	緩い制約
担保	あり	あり	なし
市場規模	約0.9兆ドル	約3.3兆ドル	約1.7兆ドル

(注) 「市場規模」はダイレクト・レンディングが北米地域、銀行貸出(非金融民間企業向け、レバローンを含む)とHY債が米国の値。2024/12月時点の値。

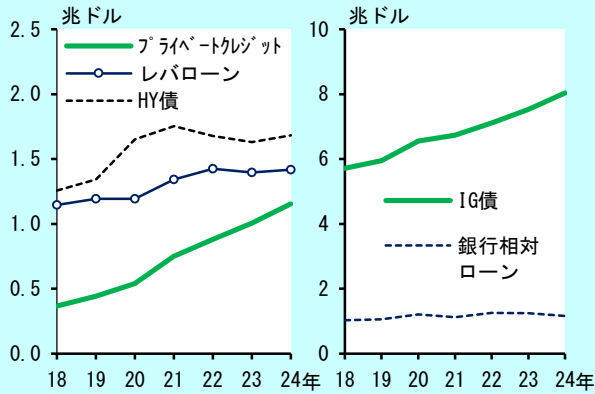
【図表5】ダイレクト・レンディングのパフォーマンス



(注) 集計対象は米国。配当を勘案したトータルリターン。直近は2025/2Q。
(出所) Preqin, S&P Dow Jones Indices LLC

資金調達手段としてのダイレクト・レンディングの位置づけをみるため、米国の企業債務市場の内訳を確認すると、社債が過半を占めているなか、ダイレクト・レンディングを中心とするプライベートクレジットの市場規模はレバレッジドローン(レバローン)やハイイールド(HY)債に近づきつつある(図表6)。ダイレクト・レンディングから資金を調達している企業は、売上が1千万ドルから10億ドルの中堅企業であり、一般的には、レバローンの借り手と一定程度重複しているとされる。一方で、HY債の発行体よりは規模が小さい企業とされている。もともと、近年は、ダイレクト・レンディングによる大規模融資も行われるようになり、規模で見ると、HY債の発行体に近づいているとの指摘もみられる。

【図表 6】米国の企業債務市場の規模



(注)「銀行相対ローン」は非金融民間企業向け(除く住宅ローン)が対象。「プライベートクレジット」は北米地域が対象。PD ファンドのドライパウダーを除く。
(出所) Fed、Preqin、S&P Global Market Intelligence

(形態別にみた特徴点)

ダイレクト・レンディングの貸し手は、BDC とプライベートデット (PD: Private Debt) ファンドに大別される。BDC は、プライベートクレジット関連の投融資等を行う米国に特有の投資法人であり、借り手企業の規模や信用リスクという意味では PD ファンドと大きな差異はないとされるものの、PD ファンド対比で見ると、四半期ごとの情報開示が義務付けられているほか、レバレッジ比率にも上限があるなど、一定程度、透明性の高さや投資家にとってのリスク抑制が確保されるように設計されている(図表 7、8) 8。

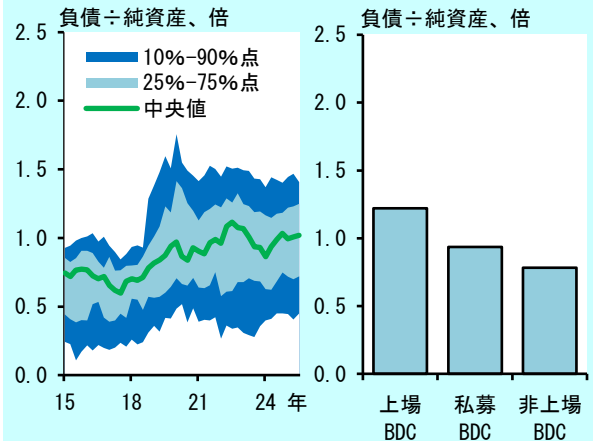
【図表 7】ダイレクト・レンディング・ファンドの特徴

	BDC			PDファンド
	公募		私募BDC	
	上場BDC	非上場BDC		
概要	中堅・中小企業に対して貸出や債券投資を行う 税制優遇が認められている			中堅・中小企業 に対して貸出を行う
投資家層	小口の個人投資家を含む 幅広い投資家層		機関投資家や個人富裕層	
存続期間	無期限		5~7年程度	
中途解約/ 換金の容易さ	中途解約不可・ 市場売却による即時 の換金が可能	四半期/月次 での償還が可能 (一般的な上限:5%)	基本的に中途解約は不可	
情報開示	米SECへの書類提出が求められる (Form N-2、Form 10-Q等)		米SECへの書類提出 が求められる (Form 10-Q等)	なし
レバレッジ	レバレッジ(負債÷純資産)を 2倍以内に収めることが求められる			制限はないものの 基本的に低め

また、PD ファンドは主に機関投資家から資金調達を行う一方、BDC は個人投資家を含むより幅広い投資家から資金を調達するといった違いも存在する。個人投資家向けに公募されている BDC としては、常時、株式市場での売却が可能な上場 BDC のほか、近年、途中償還が可能な非上場 BDC の設定が大きく増えている(図表 9)。

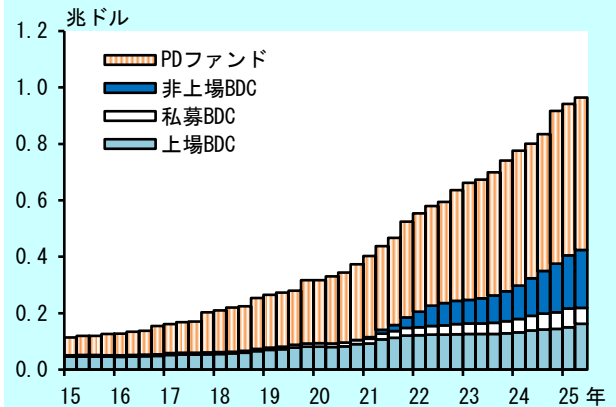
【図表 8】BDC のレバレッジ

<分布> <比較>



(注) 左図の直近は 2025/9 月。右図は、形態別にみた 2025/9 月時点の中央値。
(出所) S&P Global Market Intelligence

【図表 9】形態別にみたダイレクト・レンディングの総資産



(注) 対象は北米地域。直近は 2025/6 月。
(出所) Preqin、S&P Global Market Intelligence

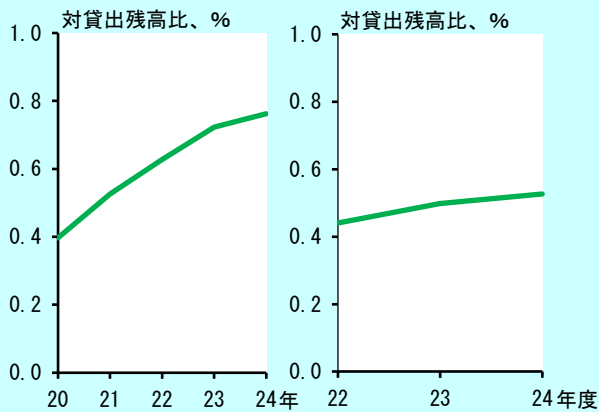
ダイレクト・レンディングの保有資産は一般的に流動性が低く、オープンエンド型ファンドのように市場で資産売却を容易に行えないもとの、非上場 BDC では、投資家による途中償還を認めつつも、流動性リスクを低減するために一定の制限が付されている。もっとも、長期の資金運用にかかるリスク許容度が高いとみられる機関投資家や大学基金に加えて、そうした投資家とはリスク許容度が異なる個人投資家などが流入してきていることには留意が必要である。

ダイレクト・レンディングのリスク特性

(ダイレクト・レンディングの信用リスク)

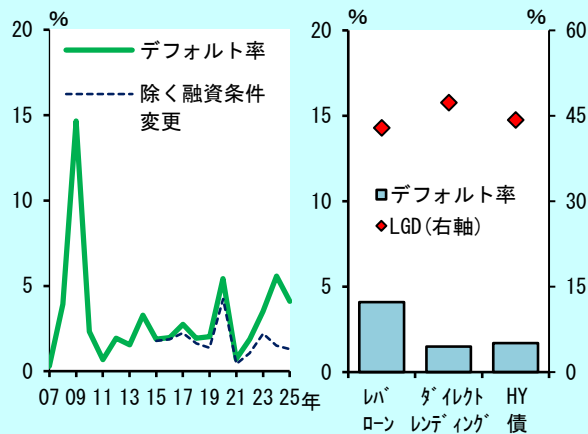
邦銀や米銀についてみると、現時点では、ダイレクト・レンディング向け貸出が貸出に占める割合は低く、デフォルト率も抑制されているとみられる(図表 10、11)⁹。この点、プライベートクレジットは総じてデータ制約が大きく、デフォルト率に関する実態把握には一定の限度がある点には留意が必要である。

【図表 10】ダイレクト・レンディング向け貸出
＜米銀＞ ＜邦銀＞



(注) コミットメントラインを含む。邦銀は3メガ行による米州向け貸出(分母は国内銀行の民間向け貸出残高)。米銀は図表 17 のプライベートクレジット向け貸出が対象。
(出所) Fed、日本銀行

【図表 11】レバレッジローンの動向
＜デフォルト率＞ ＜LGD＞

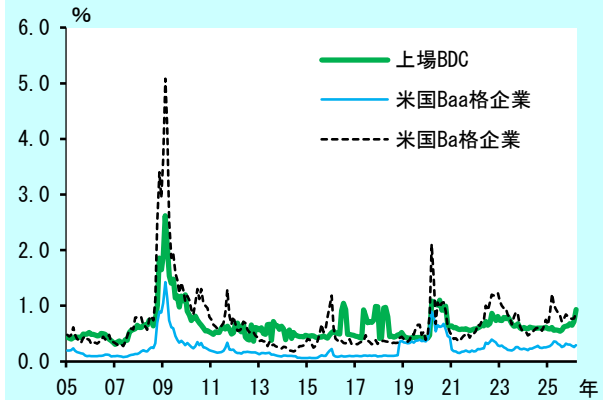


(注) 金額ベース。右図は2025年の値。
(出所) KBRA DLD

なお、上場 BDC の予想デフォルト確率 (EDF : Expected Default Frequency) をみると、引き続き Ba 格 (BB 格に相当) の企業と同程度の水準で推移している(図表 12)。もっとも、上場 BDC の EDF の

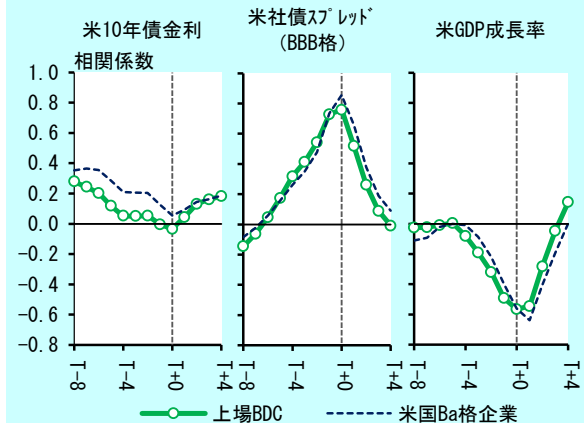
動きとマクロの金融経済変数との関係性から示唆されるように、ダイレクト・レンディングの動向は、GDP 成長率の鈍化や金利上昇といった経済環境の変化によって一定の影響を受ける可能性があるほか(図表 13)、ダイレクト・レンディング特有の留意すべき点が幾つか存在する。例えば、シニア担保付ローンが多くを占めるにも関わらず、デフォルト時の損失率 (LGD : Loss Given Default) が相対的に高い傾向がある点が指摘されている。これは、借り手企業が流動性の低い無形資産 (ソフトウェア、特許権等) を有していることが多く、価値評価が相対的に難しい点を反映しているとされる。

【図表 12】BDC と米国 Ba 格企業の EDF



(注) 各グループの1年先予想デフォルト確率 (1-year EDF) の平均値。「米国 Baa (Ba) 格企業」は Moody's 社の定義に基づく。直近は 2026/3/31 日。
(出所) Moody's

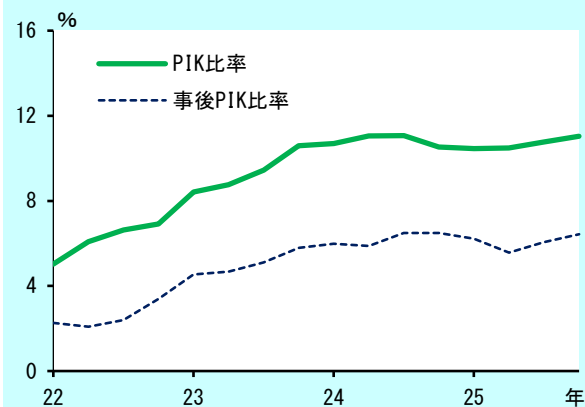
【図表 13】上場 BDC の EDF と
マクロ金融経済変数との時差相関



(注) EDF の水準とマクロ金融経済変数の水準 (GDP は成長率) の相関係数を算出。相関係数の観測期間は、2006/1 月～2023/10 月 (GDP は 2006/1Q～2023/2Q)。マクロ金融経済変数について四半期ごとのラグを取っている。
(出所) FRED、Moody's、日本銀行

加えて、一部の融資先では、融資条件を緩和した PIK 貸出（Payment in Kind：借入利息の支払いを満期まで繰り延べし、一括返済する貸出）が増えているなど、デフォルトの顕在化が先送りされているとの指摘もみられる（図表 14）。PIK 貸出自体は、短期的な利払い負担の緩和を目的としており、必ずしもデフォルトに繋がる訳ではないが、足もとでは、“bad PIK”と呼ばれる、予期しない経営難などに伴い、既存ローンの期間中に PIK 条項が追加されたタイプが増えつつある点が注目されている。

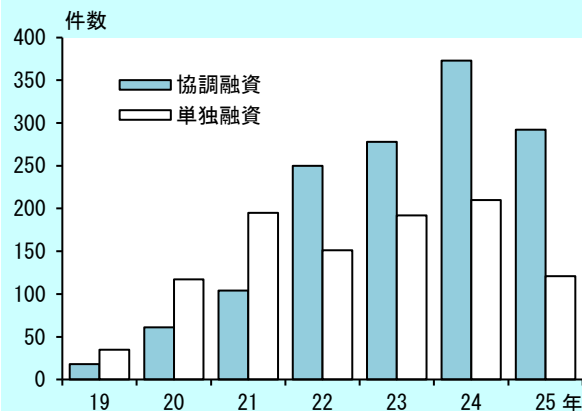
【図表 14】PIK 比率と事後 PIK 比率



(注) 件数ベース。
(出所) Lincoln International

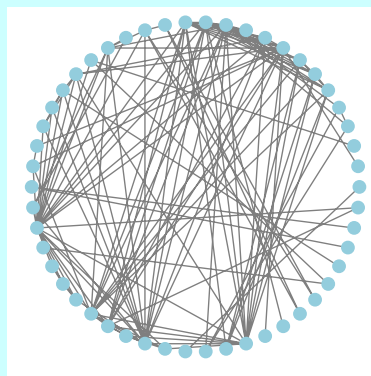
ファンド間の共通エクスポージャーのリスクも指摘されている。これまでレバローンで資金調達を行っていた企業がダイレクト・レンディングにシフトすることで、一案件当たりの借入金額の大口化が進んでいるほか¹⁰、与信額の分散化の観点から協調融資が増えており、こうした動きが上場・非上場 BDC 間でもみられる（図表 15、16）¹¹。共通エクスポージャーの増加は、特定の与信先や特定のファンドへストレスが生じた場合に、そのストレスが広範囲に拡大し得ることを示唆する¹²。

【図表 15】複数 BDC による協調融資

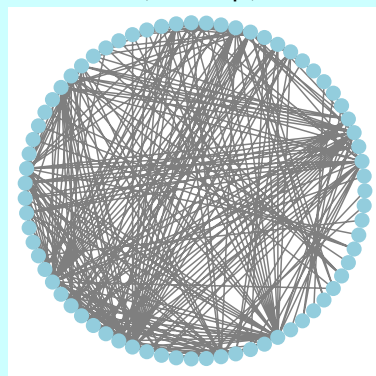


(注) 取引データを基に作成。
(出所) KBRA DLD

【図表 16】BDC 間の新規融資における重複
<2022 年>



<2024 年>



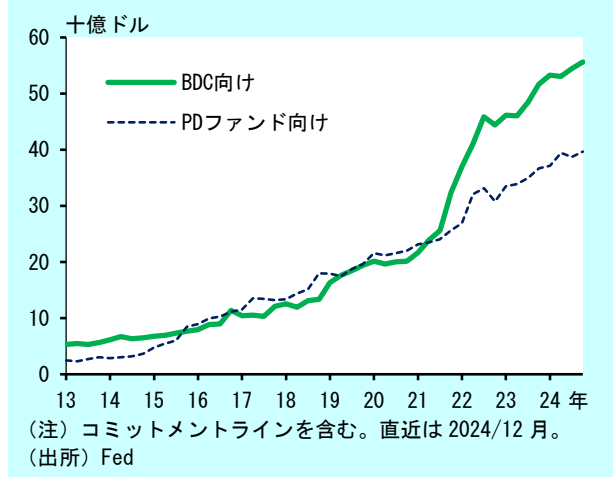
(注) 取引データを基に作成。当該年の新規融資案件において、5 件以上の重複があったケースを表示している。
(出所) KBRA DLD

（貸出を通じた銀行部門とダイレクト・レンディングの相互連関性）

NBFI に係る金融安定上の論点の一つである、銀行部門と NBFI の相互連関性という観点からは、米銀によるプライベートクレジット向け貸出の増加が注目されている¹³。実際、PD ファンド向け

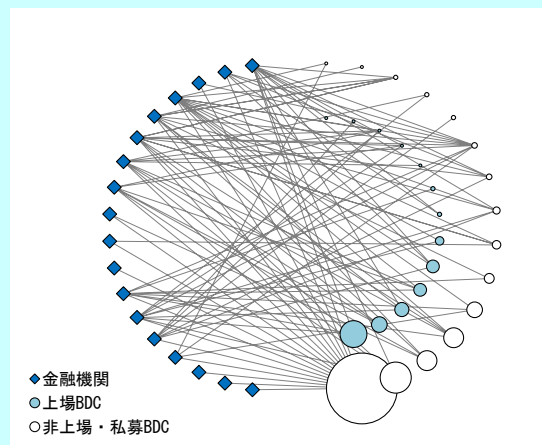
や BDC 向けのコミットメントラインの設定額は 2022 年以降にかけて大きく増加しており、相互関連性が高まっていることが示唆される (図表 17)。BDC のコミットメントラインについて過去の引出状況をみると、借り手企業の流動性資金への需要が高まったコロナ禍や米国の金利上昇局面で引出額が増加したほか、多くの先で上限の引き上げが行われたことが指摘されている。なお、2025 年に実施された Fed のストレステストにおける探索的分析でも、グローバルな景気後退に伴う、PD ファンドや BDC の融資先企業の信用力悪化や過去のショック時にみられたようなコミットメントラインの引出拡大を通じた銀行部門への波及効果が検証されている¹⁴。

【図表 17】米銀によるプライベートクレジット向け貸出



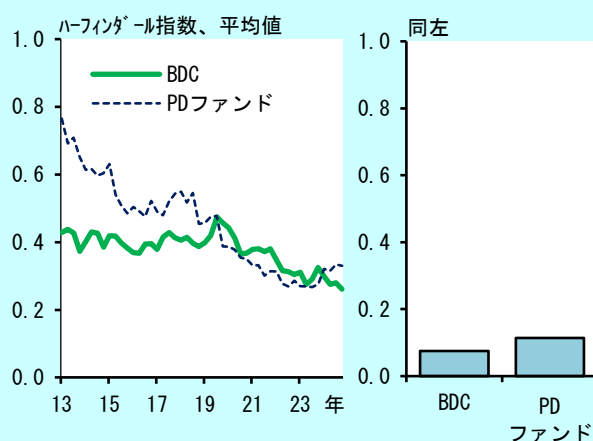
複数の銀行による特定の PD ファンドや BDC への貸出という銀行間の共通エクスポージャーに係る論点も存在する。開示資料 (Form 10-Q) をもとに BDC 向け貸出のネットワーク図を描くと、邦銀を含む金融機関が、資産規模が大きい BDC を中心に、複数の先に対してコミットメントラインを設定している様子が窺われる (図表 18)¹⁵。このことは、特定の BDC にかかるストレスが複数の金融機関に波及し易い構造になっていることを示唆している。もっとも、米銀による BDC および PD ファンド向け貸出の集中度をみると、いずれも緩やかな低下傾向にあるほか、邦銀については、集中度が米銀に比べて相応に低くなっている (図表 19)。

【図表 18】BDC 向け貸出のネットワーク図



(注) 円の大きさは、BDC の AUM を示している。対象は主要 BDC および米欧日の金融機関。2025/6 月時点。
(出所) SEC

【図表 19】BDC・PD ファンド向け貸出の集中度



(注) 左図の直近は 2024/12 月、右図は 2025/3 月時点 (対象は 3 メガ行)。BDC および PD ファンド向けの貸出先別シェアに基づく集中度 (個別行の平均値) を示している。
(出所) Fed、日本銀行

おわりに

本稿では、近年、急速に規模を拡大している米国プライベートクレジット市場のうち BDC を中心としたダイレクト・レンディングの動向を整理した。金融安定上の留意点や論点を改めてまとめると、以下の 3 つが挙げられる。

第一に、ダイレクト・レンディングへの銀行部門のエクスポージャーは、米国や本邦ともに限定されているほか、足もと、少なくとも確認可能なデータからは、信用リスクの大きな顕在化はみられていない。もっとも、銀行間の共通エクスポ

ジャーの存在に加えて、協調融資による BDC 間の共通エクスポージャーの増加がみられており、こうした点は、特定の主体へのストレスが、金融システム全体に波及し易くなっている可能性を示唆している。

第二に、ダイレクト・レンディング市場において指摘されてきた運用実態の透明度の低さについては、四半期ごとの情報開示が義務付けられている BDC の拡大は透明性向上に一部寄与している可能性がある。

第三に、運用実態の透明度の高まりと軌を一にした幅広い投資家層の流入は、プライベートファンドの負債面の構造を変容させている可能性がある。特に、近年は、投資家による分散投資のニーズから、非上場 BDC を中心に、ダイレクト・レンディング市場において、個人投資家から資金調

達を行っているファンドの割合が高まってきており、解約制限を勘案すると解約集中リスクは大きくないとみられるものの、ストレス期における耐性がどの程度のものになるのか注意してみいく必要がある。

日本銀行では、金融システムレポートにおいて、プライベートファンドを含むノンバンク部門の規模の変化やその背景を定期的に評価しているほか、様々な国際的な取り組みを通じて、ノンバンク部門の管理・モニタリングを巡る課題に対応してきている¹⁶。今後も、こうした取り組みを進めつつ、ノンバンク部門を巡る近年の変化が、金融システムに内在するリスクにどのような変化をもたらしているのか、知見を深めていく必要がある。

¹ 最近では、企業以外に消費者や実物資産向け等、様々な資金需要に応える形で規模を拡大させている点が指摘されている。

² 例えば、以下の先行研究では、銀行貸出と比べて、ダイレクト・レンディングの融資期間が相対的に長い点等を指摘している。

Haque, S., S. Mayer, and I. Stefanescu, "Private Debt versus Bank Debt in Corporate Borrowing," *Proceedings of the EUROFIDAI-ESSEC Paris December Finance Meeting 2024*, May 2024.

³ 詳細については、以下を参照。

Cai, F., and S. Haque, "Private Credit: Characteristics and Risks," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, February 2024.

⁴ BDC は、1940 年の投資会社法によって要件が定められ、資産の 70%以上を米国の中堅・中小企業等に投資することが求められている。

⁵ ダイレクト・レンディング以外の戦略としては、①劣後ローンの提供（メザニン）や②破綻懸念先への融資（ディストレスト・デット）、③企業経営の特殊な局面（M&A など）を捉えて融資を行う戦略（スペシャルシチュエーション）などが存在する。主に融資を行うプライベートデット・ファンド（PD ファンド）の動向については、例えば、以下を参照。

黒田航一・長谷部光・伊藤智・池田大輔、「プライベートデット・ファンドの実態と金利上昇下の動向」、日銀レビュー、2024-J-3、2024 年 4 月。

竹村啓太・岩村由子・沓脱誠、「プライベートファンドを巡る最近の動向—PE・PD ファンドの拡大と近年の特徴点—」、日銀レビュー、2025-J-9、2025 年 9 月。

⁶ 例えば、以下を参照。

Avalos, F., S. Doerr, and G. Pinter, "The Global Drivers of Private Credit," *BIS Quarterly Review*, March 2025.

⁷ レバローンや HY 債は時価評価に基づく一方、ダイレクト・レンディングは、基本的には BDC を中心とする公正価値評価に基づくため、比較に際しては、多少の幅を持つ

てみる必要がある。

⁸ 例えば、以下の文献では、米国の金融機関の貸出明細データを用いて、PD ファンドと BDC のデフォルト率には大きな差異がみられない点を指摘している。

Berrospeide, J., F. Cai, S. Lewis-Hayre, and F. Zikes, "Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications," *FEDS Notes*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, May 2025.

⁹ こうした背景の一つとして、ダイレクト・レンディングでは、融資先と密接な関係を持ちつつコバナンツを細かく設定することで、融資先の信用悪化を早期に把握し、経営改善の取り組み等の働きかけを行っている点が指摘されている。なお、海外 PE ファンドの投資先企業の債務返済能力について、LBO の際に活用されることが多いレバローンのデフォルト率は、返済条件の変更などを含めると幾分上昇している。

¹⁰ 案件が大口化するなか、レバローンをはじめとする銀行貸出との競争やファンド間での競争激化に伴い、借り手に対する制限条項を緩めたコバナンツ・ライトの割合が上昇している。ただし、レバローンでは同割合が 9 割以上であるのに対して、ダイレクト・レンディングでは、相対的に金額規模が大きい案件でも 3 割程度に止まっており、相対的に厳格なリスク管理が行われているとみられる。

¹¹ ネットワーク図におけるエッジ（頂点と頂点を結ぶ辺）の数は、2022 年：137 本、2023 年：202 本、2024 年：310 本、2025 年：238 本と急増している。

¹² もっとも、Fed のストレステストにおける探索的分析によれば、NBFI 全体で 1 ノッチの格下げやコミットメントラインの全額引出を想定しても、銀行の CET1 比率の低下幅は▲1.6%pt 程度と比較的軽微な見込みとなっている。

¹³ こうした貸出を通じた直接的なチャネルのほかに、米欧金融機関を中心に、資本コストの削減を目的とした合成リスク移転（Synthetic Risk Transfer：保有するローン債権の信用リスクを、年金基金やヘッジファンドなどの投資家に移転させる取引）が増加しており、PD ファンドが買い手となっているケース等は、間接的に銀行と PD ファンドの関連性を高めているとの指摘もみられる。このほか、銀

行にとって、PE・PDファンドに投資を行っている機関投資家や借り手企業等を含めた場合に、エクスポージャーやレバレッジの把握が複雑化している点が指摘されている。詳細は、前述の Cai and Haque (2024) を参照。

¹⁴ 前述の通り、コロナ危機時において、融資先企業の業況悪化に伴うコミットメントラインの引出しに応じるために、ファンドが銀行のクレジットラインからの追加的な引出しを行ったこと等が想定されている。

¹⁵ 開示資料には、主な金融機関のみが示されている場合があるなど、必ずしも網羅的ではない点には留意が必要である。

¹⁶ 例えば、本邦金融機関の海外プライベートファンド向けエクスポージャーに関しては、金融システムレポート

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融システム調査課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。