



訴訟ファイナンス ～「正義」と資本市場をつなぐファイナンス

かもめリサーチ&コンサルティング株式会社

木須 貴司

E-Mail: takashi.kisu@kamomeresearch.com



＜エグゼクティブサマリー＞

本稿は、訴訟ファイナンス（Third-Party Litigation Financing, TPLF）を資産クラスとして整理し、そのリスク・リターン特性と評価の枠組みを検討しています。要点は以下の通りです。

- 訴訟ファイナンスとは、法的請求権を資本市場に接続する仕組みです。訴訟の当事者ではない第三者が原告や法律事務所に[ノンリコース](#)で資金を提供し、勝訴・和解によって得られる回収金の一部を対価として受け取ります。敗訴時には資金提供者が投資額を失うため、リターンの源泉は金融市場の価格変動ではなく、法的紛争の帰結そのものにあります。
- この資産クラスは、[コモンロー](#)諸国の法制度の変化とともに発展してきました。第三者による訴訟関与を制限してきた訴訟援助（Maintenance）、訴訟成果分配型の訴訟援助（Champerty）等の[コモンロー](#)上の法理が近年緩和されてきたことが、米国等における市場成長の背景にあります。一方で規制の枠組みはなお発展途上であり、開示義務や消費者保護規制は法域・州ごとに大きく異なります。
- 投資意義は、既存資産と異なるリターンドライバーにあります。訴訟・仲裁の帰結は株式・債券等の価格変動と関連しにくく、プライベートエクイティやプライベートデットに集中しがちな既存のオルタナティブ投資とも異なる収益源泉を提供します。他方、利用者にとっての高コスト、和解判断への影響、利益相反、情報の非対称性、流動性の低さと時価評価の主観性という課題を伴います。
- シミュレーション分析からは、次の三点が確認されました。第一に、個別案件のリターンは勝訴・和解・敗訴の三項的な非連続分布に従うため、案件分散が決定的に重要です。試算では、投資案件数が10件以下の場合にはファンド全体が損失に終わる確率が一定程度残る一方、50件以上への分散で損失確率は大きく低下します。第二に、ただしこの分散効果は案件間の独立性に依存します。案件間の相関が高い場合、案件数を増やしても損失確率の低下は限定的であり、伝統資産との低相関のみならず、ファンド内部の「内部相関」の管理が問われます。第三に、勝訴確率が50%を下回る前提では、非流動性や評価の不確実性に見合う十分なリスクプレミアムを得ているとはいえず、また投資期間の長期化はIRRを大きく毀損します。
- ファンドのデューデリジェンスでは、過去リターンや勝率の確認だけでは不十分です。案件選別能力、勝訴後の回収可能性（執行リスク）、法域・セクター・請求類型にわたる実質的な分散、流



動性設計、時価評価・レポーティング体制（実現済みと未実現の区別を含む）、利益相反管理を総合的に評価する必要があります。

- 日本の投資家にとっては、海外法域を前提とした特殊なオルタナティブ投資として理解することが現実的です。訴訟ファイナンスは、集団訴訟、[ディスカバリー](#)、[懲罰的損害賠償](#)等を含む米国型の訴訟制度の中で発展してきた資産クラスであり、法制度の異なる日本で同様の市場が大規模に形成されると考えるよりも、その制度的前提を踏まえて評価すべきものです。

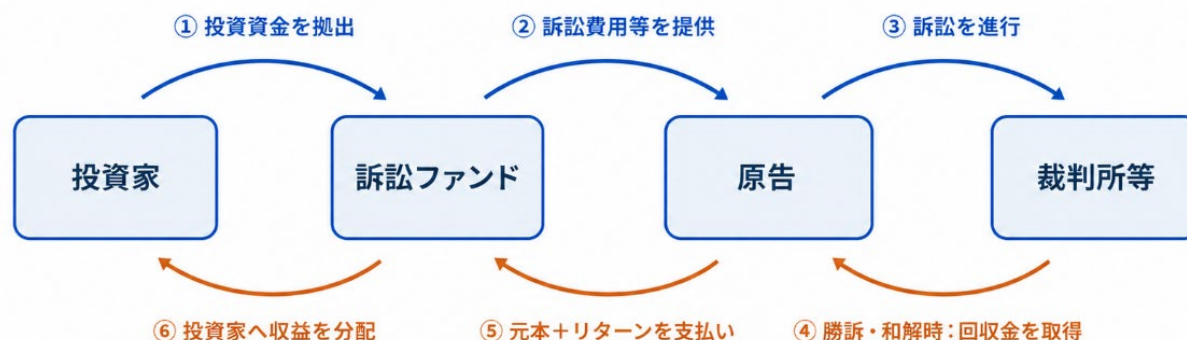
訴訟ファイナンスとは

訴訟ファイナンスとは、訴訟の当事者ではない第三者が、原告や法律事務所などに資金を提供し、その見返りとして、訴訟や和解によって得られる将来の回収金の一部を受け取る仕組みです。英語では、専門的には Third-Party Litigation Financing（TPLF）あるいは Litigation Funding、Litigation Finance などと呼ばれます。

米国政府説明責任局（GAO: Government Accountability Office）の報告書『Third-Party Litigation Financing: Market Characteristics, Data, and Trends』（以下、GAO 報告書）では、訴訟当事者ではない資金提供者が、訴訟当事者または法律事務所に対して[ハンリクス](#)の資金を提供し、訴訟から生じる潜在的な回収金に対する権利を得る仕組みとして説明されています。基本的な資金の流れは、図表 1 の通りです。



<図表 1: 訴訟ファイナンスの概要>



出所 : GAO(2022)“Third-Party Litigation Financing: Market Characteristics, Data, and Trends”よりかもめリサーチ&コンサルティング作成

「ファイナンス」と呼ばれていますが、通常の融資とは大きく異なります。最大の特徴は、資金提供が原則として[ノンリコース](#)で行われる点です。すなわち、訴訟が成功しなかった場合、資金を受け取った原告や法律事務所は、原則として資金提供者に返済する必要がありません。一方、訴訟が成功し、判決や和解によって金銭的な回収が実現した場合には、契約に基づき、資金提供額に加えて一定のリターンが[訴訟ファンド](#)に支払われます。この点は、訴訟の結果にかかわらず元本と利息の返済義務が発生する伝統的な融資との重要な違いです。

訴訟ファイナンスは、大きく商業型とコンシューマー型に分けられます。商業型の訴訟ファイナンスは、主として企業や法律事務所を対象とするものであり、契約違反、知的財産、競争法・独占禁止法関連、詐欺、資産回収、集団訴訟など、比較的大型の商事紛争に用いられます。資金用途は、弁護士費用、専門家費用、訴訟関連費用に限られず、企業の一般的な事業資金や法律事務所の運転資金に広がることもあります。GAO 報告書によれば、商業型では数百万ドル規模の資金提供が一般的



であり、単一案件に対するファイナンスだけでなく、複数案件を束ねたポートフォリオ型のファイナンスも用いられています。

一方、コンシューマー型の訴訟ファイナンスは、個人の原告を対象とするものです。典型例は、人身傷害訴訟の原告が、訴訟継続中の生活費、家賃、医療費などを賄うために比較的小口の資金提供を受けるケースです。GAO 報告書では、コンシューマー型の資金提供額は一般に 1,000 ドルから 10,000 ドル程度とされており、商業型と比べて著しく小さい規模にとどまります。本稿では、機関投資家の投資対象になり得る資産クラスという観点から、主として商業型の訴訟ファイナンスを念頭に置いて議論します。

[訴訟ファンド](#)の投資家層も多様です。訴訟ファンドは多くの場合、訴訟ファイナンスを専門とする民間金融機関であり、大学基金、年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、ファミリーオフィス、ヘッジファンド、富裕層などから投資資金を調達しています。また、一部には上場している大規模な訴訟ファンドも存在します。つまり、訴訟ファイナンスは、単なる個別訴訟の資金繰り手段にとどまらず、投資家資金を背景とした一つの投資市場として形成されつつあります。

ただし、訴訟ファイナンスは、誰にでも広く資金を提供する仕組みではありません。訴訟ファンドは、資金提供の可否を判断する際に、訴訟の法的メリット、証拠の強さ、原告側の弁護団の質、被告側の支払能力、勝訴後の回収可能性などを審査します。GAO 報告書でも、商業型訴訟ファンドは、案件のメリット、法務チーム、被告側の支払能力などを重視しているとされています。正式な資金提供依頼のうち、実際に契約に至る割合はごく一部にとどまります。これは、訴訟ファンドが勝訴・和解時にのみリターンを得られるため、案件選別がファンドの成否を左右する決定的な要因となるからです。

訴訟ファイナンスは、融資、保険、プライベートエクイティなどと似た側面を持ちながらも、それらとは異なる金融手法です。融資と異なり、原則として敗訴時の返済義務はありません。保険と異なり、既に発生した損失を補填するのではなく、将来の法的請求権から生じる回収可能性に資本を提供します。プライベートエクイティと異なり、企業価値の成長ではなく、個別の法的紛争の解決結果がリターンの源泉となります。

したがって、訴訟ファイナンスを単に「訴訟に資金を提供する仕組み」と見るだけでは不十分です。より正確には、訴訟や仲裁における法的請求権を、資本市場に接続する仕組みと捉えるべきです。原告にとっては、資金制約を緩和し、正当な請求を追求するための手段となり得ます。司法へのアクセスを広げ



るという点では、一定の社会的意義があると考えられます。同時に投資家にとっては、金融市場の価格変動とは異なるリターン源泉にアクセスする手段となり得ます。

なお、市場規模については、複数の調査機関の推計はばらついているものの、グローバルで概ね 200 億ドル前後の運用資産があるとの見方が示されています。主要な独立系ファunderとしては、上場している Burford Capital（米・英）および Omni Bridgeway（豪）のほか、Harbour Litigation Funding や Parabellum Capital などの専業運用会社が知られています。

訴訟ファイナンスと法制度上の背景

訴訟ファイナンスは、主として米国、英国、カナダ、オーストラリアなどの[コモンロー](#)諸国で発展してきた仕組みです。GAO 報告書でも、米国以外の比較対象として英国、カナダ、オーストラリアを取り上げていますが、その理由の一つとして、これらの国が米国と一定程度類似した法制度を有していることを挙げています。

この点は、訴訟ファイナンスを理解するうえで重要です。なぜなら、訴訟ファイナンスは、歴史的には、第三者が他人の訴訟にどこまで関与してよいのかという法制度上の論点と深く関係してきたからです。

コモンロー諸国では、伝統的には、第三者が他人の訴訟に関与することに対して慎重な考え方がありました。背景には、外部の第三者が訴訟に資金や利害を持つことで、本来であれば起こされなかった訴訟が助長されたり、訴訟当事者の判断が第三者の経済的利益によって歪められたりするのではないかと、という懸念がありました。そのため、訴訟援助（Maintenance）、訴訟成果分配型の訴訟援助（Champerty）、濫訴助長（Barratry）といった法理によって、第三者による訴訟関与が一定程度制限されてきました。米国における訴訟ファイナンスは、こうしたコモンロー上の法理によって歴史的に制約を受けてきたと考えられています。

訴訟援助（Maintenance）とは、訴訟の当事者ではない第三者が、他人の訴訟を支援することを指します。たとえば、訴訟の結果について直接の利害関係を持たない第三者が、原告や被告の訴訟遂行を支援するような行為です。もっとも、第三者による支援が常に問題となるわけではありません。問題とされてきたのは、支援によって不要な訴訟を助長したり、訴訟当事者の判断に不当な影響を与えたりする可能性がある場合です。



訴訟成果分配型の訴訟援助（Champerty）は、訴訟援助の一類型であり、第三者が他人の訴訟を支援し、その見返りとして勝訴や和解による回収金の一部を受け取ることを予定するものを指します。訴訟ファイナンスは訴訟の成果に応じて資金提供者がリターンを得る仕組みであるため、歴史的に Champerty との関係が問題となりやすい領域でした。なお、Maintenance や Champerty を継続的・反復的に行うことは濫訴助長（Barratry）と呼ばれ、コモンロー上、独立の法理として扱われてきました。GAO 報告書によれば、米国では近年、多くの州でこうした制約が緩和されてきました。このことが、訴訟ファイナンスの受容拡大や市場成長に寄与した可能性があると考えられています。

しかし、一方で訴訟ファイナンスに関連する規制は、現時点では一枚岩ではありません。GAO 報告書は、米国において TPLF 業界そのものを直接規制する連邦法は存在しないと整理しています。ただし、[訴訟ファンド](#)の活動は、連邦証券法や消費者金融規制など、より一般的な法規制の対象となる可能性があります。たとえば、上場している訴訟ファンドであれば、証券取引法上の開示義務を負う場合があります。また、特定の資金提供スキームが「投資契約」その他の証券に該当する可能性もあり得ます。消費者向けの訴訟ファイナンスについては、州法によって金利・手数料の上限、登録義務、契約内容の開示などが定められている例もあります。

開示についても、米国では全国一律のルールが確立しているわけではありません。GAO 報告書は、米国連邦訴訟において、訴訟ファイナンス契約を裁判所や相手方当事者に開示する全国的な義務は存在しないとしています。一方で、個別の裁判所や特定の場面では、資金提供契約の開示が求められることがあります。たとえば、カリフォルニア州の連邦地方裁判所では、裁判官向け指示書において、共同争点管理陳述書（Joint Case Management Statement）において、事件の結果により影響を受け得る非当事者の利害関係者を開示することが求められています。特に、クラスアクション、集団訴訟、代表訴訟の場合には、請求または反訴の遂行に資金を提供している者または法人を開示対象に含めるとされています。また、ニュージャージー地区連邦地方裁判所では、第三者が訴訟費用や弁護士費用を[ノンリコース](#)で提供し、訴訟結果に連動する経済的利益を得る場合、資金提供者の身元、訴訟・和解判断に対する承認権の有無、資金提供者の経済的利益の概要を開示する必要があります。州法レベルでは、ウィスコンシン州やウェストバージニア州において、訴訟の結果に連動して資金提供者が補償を受ける契約の開示を求める制度が導入されています。また、メイン州、ネブラスカ州、ウェストバージニア州などでは、消費者向け訴訟ファイナンスについて、資金提供額、手数料、返済総額、キャンセル権、資金提供者が訴訟判断に関与しないことなどを契約書上明示することが求められています。



このように、訴訟ファイナンスは、コモンロー諸国で発展してきた一方で、その法的な位置づけはなお発展途上にあります。米国では州ごとに訴訟援助や成果分配に対する考え方が異なり、消費者向け訴訟ファイナンスの規制も州法に大きく依存します。英国、カナダ、オーストラリアでも、規制や開示のあり方は国ごとに異なり、GAO 報告書も、これらの国における規制は、特定の資金提供者や特定の資金提供類型に限定されている場合、または TPLF に特化しない一般法制の適用にとどまる場合があると整理しています。

なお、日本のような大陸法系の国で訴訟ファイナンスを考える場合には、このような制度的背景の違いに注意が必要です。米国型の訴訟ファイナンスは、コモンロー、集団訴訟、[ディスカバリー](#)、和解実務、損害賠償制度、弁護士報酬慣行などを含む訴訟制度全体の中で発展してきました。したがって、日本においても法的請求権が経済的価値を持つ場面はありますが、米国や英国で発展してきた訴訟ファイナンスの市場構造を、そのまま日本に当てはめることは適切ではありません。

特に日本では、損害賠償は基本的に実損填補を中心に設計されており、米国型の[懲罰的損害賠償](#)が制度として整備されているわけではありません。そのため、訴訟による潜在的な投資回収額が、訴訟ファンドの投資採算に見合う規模まで膨らみにくい面があります。もちろん、国際仲裁、知的財産、独占禁止法、M&A 関連紛争など、高額化し得る領域は存在します。しかし、訴訟ファイナンスを大規模な投資市場として捉える場合には、コモンロー諸国、とりわけ米国の訴訟制度を前提に発展してきた資産クラスであることを踏まえて評価する必要があります。

訴訟ファイナンスの投資意義と課題

訴訟ファイナンスの投資意義としては、以下の 3 点が考えられます。

1. リターン源泉の分散

訴訟ファイナンスのリターンは、訴訟・仲裁・和解の結果、勝訴後の回収可能性、案件解決までの期間などに依存します。つまり、金融市場そのものではなく、法的請求権の実現可能性をリターン源泉とする点に特徴があります。したがって、株式、債券、商品などの価格変動と相関しにくいと考えられます。また、訴訟は、市場が上昇局面にあっても下落局面にあっても発生し、その結果は基本的にはマクロ経済要因に依存しません。

2. 司法サービスへのアクセス補完



訴訟ファイナンスには、司法アクセスを補完するという社会的意義があります。GAO 報告書は、資金力に乏しい原告が十分な資金を持つ被告に対して訴訟を提起・継続する際に、訴訟ファイナンスが役立ち得ると指摘しています。たとえば、大企業に対して契約違反を主張する中小企業が、訴訟費用を十分に負担できない場合、訴訟ファイナンスによって訴訟遂行が可能になることがあります。また、複雑な訴訟において、経験豊富な弁護士や専門家証人を活用するための資金を確保できる点も利点とされています。

3. 訴訟請求権を利用した資金調達

原告にとっては、将来の請求権を現在の資金に転換できる点も重要です。訴訟や仲裁は、解決までに長い時間を要することがあります。その間、企業であれば事業資金が拘束され、個人であれば生活費や医療費の負担が問題となる場合があります。訴訟ファイナンスは、将来得られる可能性のある回収金を前倒して資金化する手段となり得ます。また、資金提供が[ノンリコース](#)であるため、原告は訴訟が不成功に終わった場合の資金負担を[訴訟ファンド](#)に移転することができます。

このように見ると、訴訟ファイナンスは、投資家にとっては低相関のリターン源泉、原告にとっては資金制約を緩和する手段、社会全体にとっては司法アクセスを補完する仕組みとしての意義を持ちます。特にアセットオーナーの観点からは、既存のオルタナティブ投資がプライベートエクイティ、プライベートデット、不動産、インフラなどに集中しがちな中で、法的請求権というまったく異なるリターンドライバーを持つ点は注目に値します。

しかし、訴訟ファイナンスには次のような重要な課題もあります。

1. 高コスト

利用者にとってのコストが高い点は訴訟ファイナンスの問題の一つです。GAO 報告書でも、消費者向け訴訟ファイナンスの例として、資金提供額に対して高い料率が課されるケースが紹介されています。ファンド側から見れば、敗訴時に資金を回収できないリスクを負うため、高いリターンを求めることには一定の合理性があります。しかし、原告側から見ると、訴訟や和解によって得られた回収金の相当部分が資金提供者への返済に充てられ、最終的な手取り額が大きく減少する可能性があります。

2. 裁判自体への影響



訴訟ファイナンスが和解判断等に影響を与える可能性があります。訴訟ファイナンスを利用する原告が、資金提供者への返済額を確保しようとして、合理的な和解提案を拒否する可能性があります。また、被告側から見れば、資金提供を受けた原告が訴訟を長期化させることで、訴訟対応コストが増加する可能性もあります。加えて、資金提供契約の開示をめぐる争いが追加的なコストを生むこともあり得ます。

3. 利益相反・ガバナンス上の問題

訴訟ファイナンスでは、原告、弁護士、訴訟ファンド、投資家という複数の関係者が関与します。それぞれの利害は必ずしも一致しません。たとえば、原告は早期和解を望む一方で、ファンドはより高い回収額を期待して訴訟継続を望む可能性があります。また、弁護士が依頼者である原告の利益よりも、資金提供者の利益を優先するような状況が生じれば、弁護士倫理上の問題にもつながります。

4. 情報の非対称性

情報の非対称性と透明性の低さも課題です。現時点で、訴訟ファンドに関するまとまった情報源が限られています。このような情報制約は、投資家にとって、ファンド間比較、リターンの持続性評価、リスク管理体制の検証を難しくします。

5. 流動性・時価評価

訴訟ファイナンスは、一般に流動性の低いプライベート資産です。上場株式や債券のような日次価格は存在せず、二次流通市場も限定的です。未解決案件の評価は、勝訴・和解の見込み、想定回収額、解決までの期間、相手方の支払能力などに依存しますが、これらはいずれも不確実性が高く、評価には主観的な要素が入りやすいと言えます。特に、実現済みリターンと未実現評価を区別して把握することは、投資家にとって重要です。

以上を踏まえると、訴訟ファイナンスは、単に「低相関で高リターンが期待できる新しいオルタナティブ投資」として評価すべきではありません。むしろ、法的請求権という特殊なリターン源泉を、どのような案件選別能力、ポートフォリオ分散、法務専門性、評価プロセス、流動性設計、ガバナンス体制のもとで投資可能な形にしているかが問われる資産クラスです。



訴訟ファイナンスのリスク・リターンの分布の特徴¹

個別案件ベースでみると、訴訟ファイナンスは、成功すれば高いリターンが期待できる一方、失敗すれば元本の大半、場合によっては全額を失う可能性があります。たとえば、訴訟が成功し、判決や和解によって十分な回収が実現すれば、投資額に対して複数倍の回収が得られることがあります。一方、敗訴した場合や、勝訴しても実際の回収が困難な場合には、[ノンリコース](#)であるため、資金提供者は投資資金を回収できません。

このため、個別案件のリターン分布は、連続的というよりも、非連続的な形状を持つと考えられます。最も単純化すれば、「勝訴」と「敗訴」の二つの結果に分かれる二項的な分布として捉えることができます。ただし、実際には、訴訟は判決まで進むとは限らず、途中で和解するケースも少なくありません。そのため、より実態に近づけるためには、「勝訴」「和解」「敗訴」という三つのシナリオを想定する方が自然です。本稿では、説明を簡単にするため、「和解」を、勝訴時の想定回収額を下回るものの、ゼロを上回る部分回収シナリオとして位置づけ、三項分布としてシミュレーションします。

このようなリターン分布を持つ資産クラスでは、個別案件の選別が極めて重要であると同時に、案件分散も重要になります。単一案件に投資する場合、その投資成果は個別訴訟の成否に大きく依存します。仮に十分に精査した案件であっても、裁判所や仲裁廷の判断、相手方の抗弁、証拠の評価、和解交渉の展開などには不確実性が残ります。そのため、単一案件や少数案件に集中した場合、ファンド全体のリターンは大きく振れやすくなります。

図表 2 は、上記の基準ケースの前提のもとで、投資案件数を 5 件から 100 件まで変化させた場合の、ファンド全体の損失確率と期待 IRR をシミュレーションしたものです。

この前提のもとでは、投資案件数が 10 件以下にとどまる場合、ファンド全体として損失に終わる確率が一定程度残ることが確認できます。これは、個別案件のリターンが非連続的であるため、少数案件では敗訴や低回収シナリオの影響を十分に吸収できないためです。逆に、投資案件数が 50 件以上に

¹ 本章のシミュレーションでは、以下の前提を共通の基準ケースとして採用しています。案件数は 20 件、各案件への投資比率は等配分とし、勝訴確率 60%・和解確率 20%・敗訴確率 20%、勝訴時の回収倍率（MOIC）は 2.5 倍、和解時は 0.7 倍、敗訴時はゼロと仮定します。投資期間は 5 年を基準とします。各図表では、この基準ケースからの感応度分析として案件数、案件間の相関水準、勝訴確率、投資期間をそれぞれ変動させています

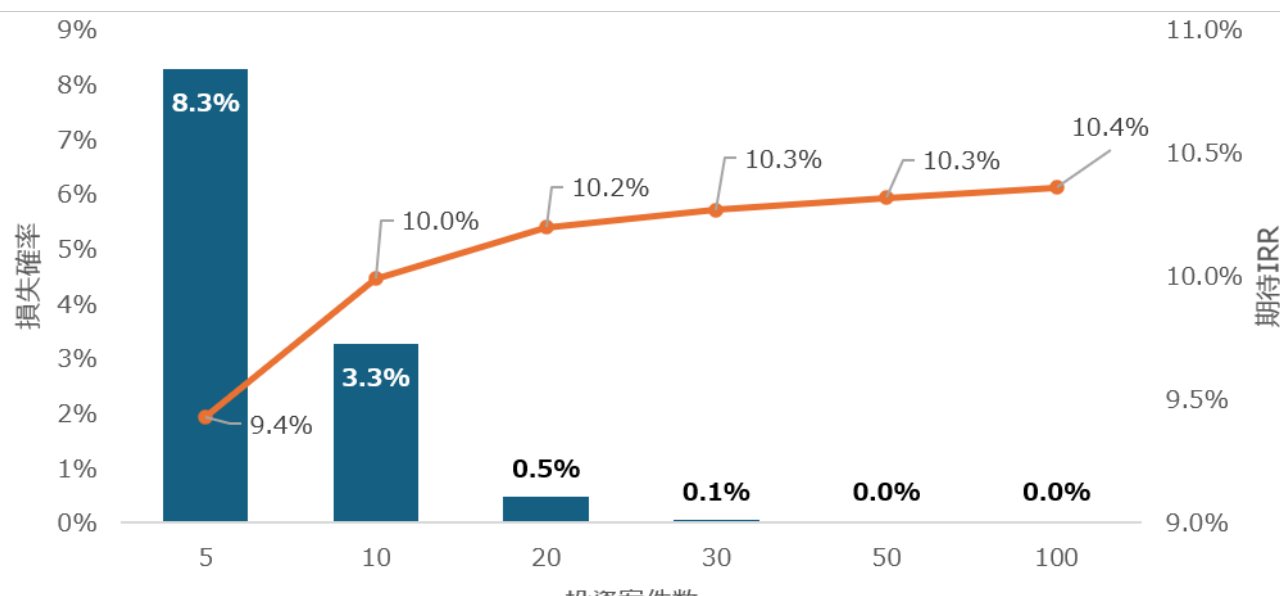


分散されている場合には、個別案件の成否がポートフォリオ全体に与える影響が平準化され、損失確率を大きく低下させることが可能になります。また、シミュレーションの IRR の平均値（図表 2 では期待 IRR）も案件数が分散されている方がより向上すると考えられます。ただし、期待 IRR の向上効果は、案件数が 20 件以上では、限定的です。

なお、ここまでのシミュレーションでは、それぞれの投資案件が互いに独立していることを前提としています。言い換えれば、ある案件の勝敗や回収結果が、他の案件の結果に影響を与えないという強い仮定を置いています。この仮定の下では、投資案件数を増やすことで、個別案件の失敗がポートフォリオ全体に与える影響を平準化しやすくなります。

しかし、実際の訴訟ファイナンスでは、案件同士が完全に独立しているとは限りません。たとえば、同じ法域、同じ判例、同じ請求類型、同じ産業セクター、同じ規制環境に依存する案件が多い場合、複

<図表 2：投資案件数と損失確率・期待 IRR(想定投資期間 5 年)>



注：シミュレーション回数は 10,000 回。勝訴/和解/敗訴の場合の MOIC は 2.5/0.7/0 と仮定

出所：各種資料よりかもめリサーチ & コンサルティング作成よりかもめリサーチ & コンサルティング作成

数の案件が同時に不利な影響を受ける可能性があります。後述のシミュレーションが示す通り、案件間の相関が高い場合には、見かけ上は多数の案件に分散されていても、実質的なリスク低減効果は限定的となります。この点は、訴訟ファイナンスを評価するうえで重要です。訴訟ファイナンスは、伝統的資産



との相関が低い点が強調されることが多い一方で、ファンド内部における案件間の相関、すなわち「内部相関」の論点はしばしば見落とされがちです。

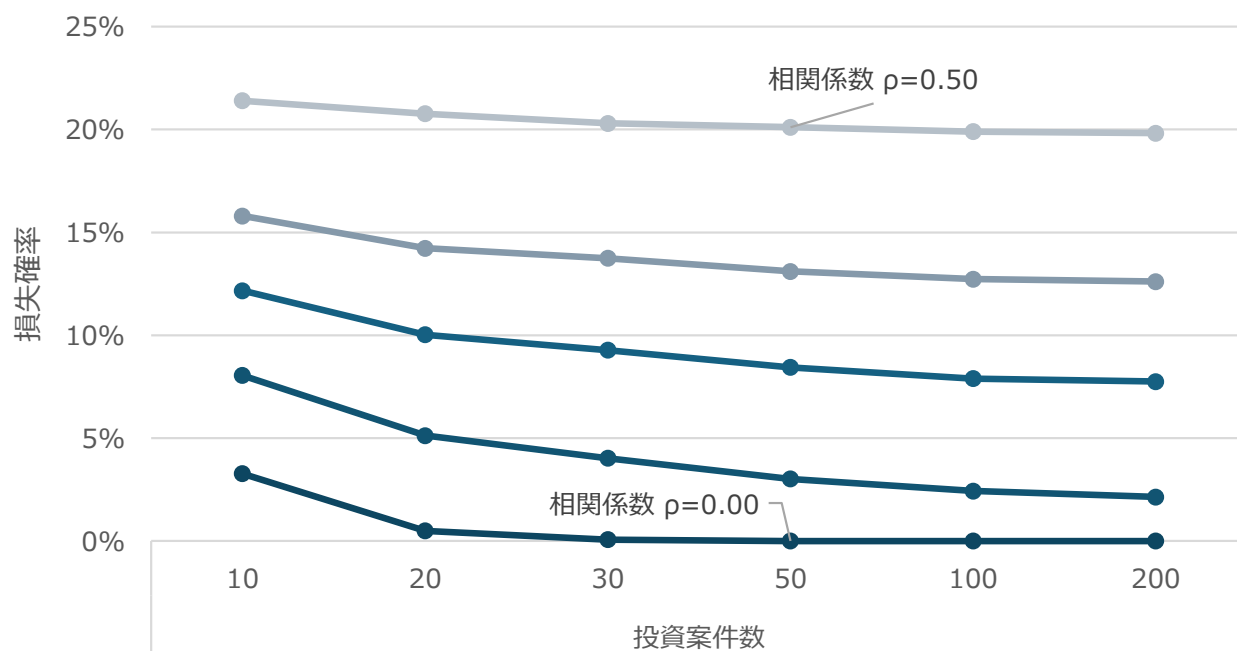
また、図表 2 のシミュレーションでは、各案件への投資比率を等配分としています。しかし、実際の投資ファンドでは、案件ごとの投資金額が大きく異なることがあります。特定の大型案件に大きく配分している場合、その案件の成否がファンド全体のリターンに大きな影響を与えることになります。たとえば、業界最大手の一つである Burford Capital によるアルゼンチンの国有石油会社 YPF を巡る案件のように、特定案件へのエクスポージャーがファンド全体または企業価値に大きな影響を与える事例も知られています。したがって、訴訟ファイナンスの分散を評価する際には、案件数だけでなく、案件ごとの投資配分、最大案件比率、特定テーマへの集中度を確認する必要があります。

図表 3 は、案件間の相関構造がガウシアン・コピュラに従うと仮定し、相関係数 ρ を 0（独立）、0.1、0.3、0.5 と変化させて、投資案件数の増加が損失確率をどの程度低減させるかをシミュレーションしたものです。ガウシアン・コピュラとは、各案件の勝敗や回収結果が、共通のリスク要因によってどの程度同時に動きやすいかを表現するためのモデルです。

シミュレーション結果からは、案件間の相関が低い場合には、案件数を増やすことで損失確率を大きく低下させることが確認できます。一方、案件間の相関が高い場合には、案件数を増やしても損失確率の低下は限定的です。



<図表 3: 案件間相関ごとの損失確率(想定投資期間 5 年)>



注：シミュレーション回数は 10,000 回。勝訴/和解/敗訴の場合の MOIC は 2.5/0.7/0 と仮定

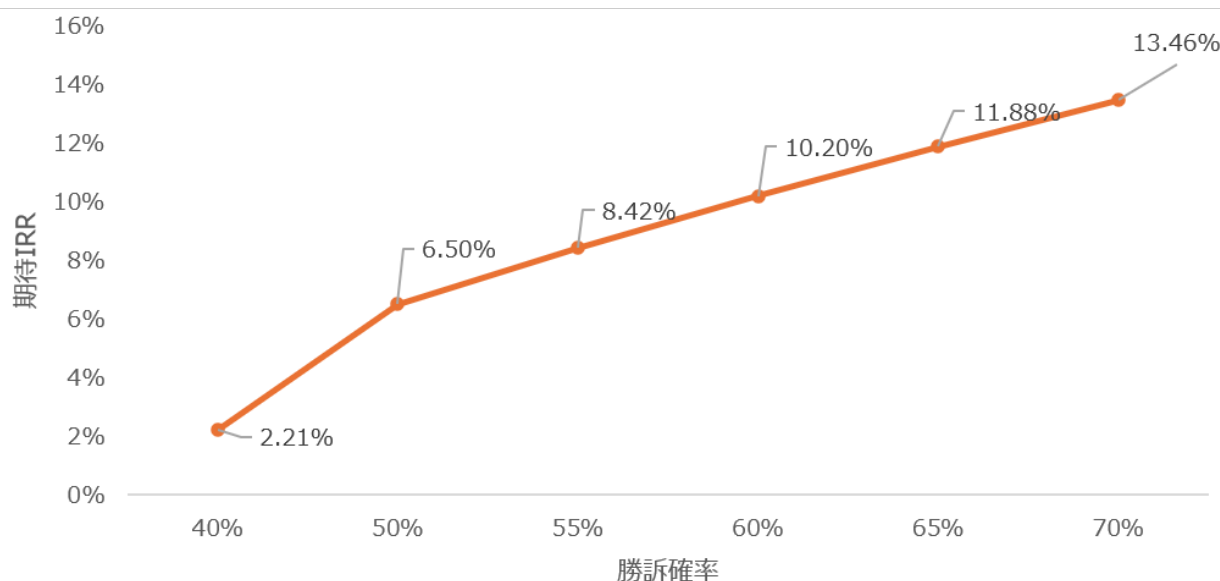
出所：各種資料よりかもめリサーチ&コンサルティング作成よりかもめリサーチ&コンサルティング作成

このように訴訟ファイナンスのリスクを考えるうえでは、投資案件の分散と投資案件間の内部相関が重要であることがわかりました。一方で、投資パフォーマンスを考えるうえでは、重要となるのは、案件の成功確率です。訴訟ファイナンスでは、通常の融資のように、あらかじめ定められた利息収入が継続的に発生するわけではありません。リターンが多くは、訴訟や仲裁が成功し、判決・和解等を通じて実際に回収が実現した場合に発生します。そのため、勝訴確率、あるいは広くいえば「十分な回収が実現する確率」が、投資成果を左右する最も重要な要素の一つとなります。

図表 4 は、和解確率 20%を固定したまま、勝訴確率を 40%から 70%の範囲で変化させたときの期待 IRR（グロス、投資期間 5 年ベース）を示したものです。本シミュレーションの前提では、勝訴確率が一定水準を下回る場合、期待 IRR は大きく低下します。特に、勝訴確率が 50%を下回る場合には、訴訟ファイナンスが有する非流動性、評価の難しさ、案件選別に伴う不確実性を踏まえると、十分なリスクプレミアムを得ているとは言いにくい結果となります。



<図表 4: 案件ごとの相関ごとの損失確率(想定投資期間 5 年)>



注：シミュレーション回数は 10,000 回。勝訴/和解/敗訴の場合の MOIC は 2.5/0.7/0 と仮定

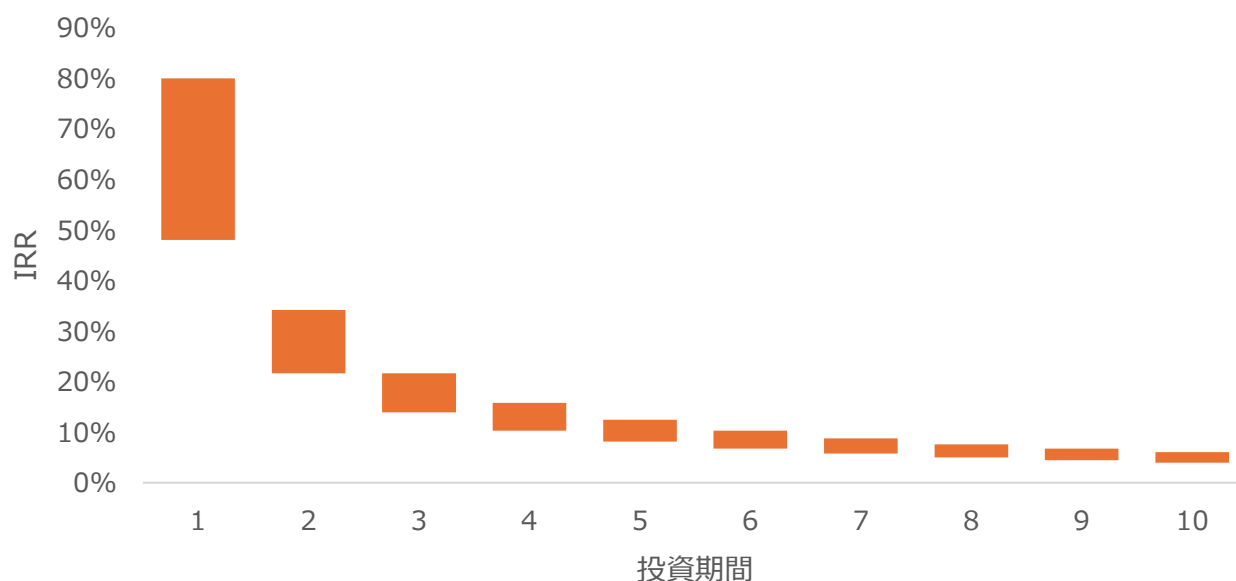
出所：各種資料よりかもめリサーチ&コンサルティング作成よりかもめリサーチ&コンサルティング作成

もっとも、実際の投資判断では、勝訴確率だけを見ればよいわけではありません。勝訴時の回収倍率、和解時の回収水準、敗訴時の損失率、勝訴後の執行可能性、ファンドの手数料控除後のネットリターンなども、最終的な投資成果に大きく影響します。したがって、勝訴確率は重要な出発点ではあるものの、投資評価においては、回収額と回収可能性を含めた期待値全体を確認する必要があります。

加えて、IRR でパフォーマンスを評価する場合には、投資期間のコントロールも極めて重要です。たとえば、同じ投資倍率を実現したとしても、3 年で回収する場合と 7 年で回収する場合では、IRR は大きく異なります。訴訟や仲裁は、和解によって早期に解決することあれば、控訴や追加手続により長期化することもあります。案件の解決時期を正確に予測することは容易ではありません。図表 5 は、投資期間を 1 年から 10 年まで変化させたときの IRR の分布（25%タイルから 75%タイル）をシミュレーションしたもので、投資期間が長期化するほど IRR の水準が低下し、分布のばらつきも縮小することがわかります。訴訟ファイナンスでは、「どれだけ高い回収倍率が見込めるか」だけでなく、「どの程度の期間で回収できるか」も重要な要素となるのです。



<図表 5: 平均投資期間ごとの IRR 分布（25%タイル-75%タイル）>



注：シミュレーション回数は 10,000 回。勝訴/和解/敗訴の場合の MOIC は 2.5/0.7/0 と仮定。内部相関は 0、勝訴確率は 60%、和解確率は 20%、敗訴確率は 20%

出所：各種資料よりかもめリサーチ&コンサルティング作成よりかもめリサーチ&コンサルティング作成

訴訟ファンドをどうデューデリジェンスすべきか

訴訟ファイナンスに投資する場合、一般的には、訴訟ファンドに運用を委託することになります。訴訟ファイナンスは、個別案件の法的評価、訴訟手続、和解交渉、勝訴後の回収可能性など、通常の金融商品とは異なる専門性を要するためです。では、委託する訴訟ファンドをどのような観点から評価すべきでしょうか。

訴訟ファイナンスのリターンは、勝訴・和解・敗訴という非連続的な結果に依存します。また、勝訴したとしても、相手方から実際に回収できなければ、投資成果には結びつきません。さらに、訴訟や仲裁の長期化により、投資倍率では一定の成果が見えていても、IRR ベースではパフォーマンスが大きく低下する可能性があります。したがって、委託ファンドを評価する際には、以下の点を総合的に確認する必要があります。



1. 案件選別能力

訴訟ファイナンスは、基本的に訴訟や和解が成功した場合にのみ高いリターンが期待できる投資です。そのため、法的請求の妥当性、証拠の強さ、相手方の抗弁可能性、弁護団の質、裁判所や仲裁廷の判断傾向、想定される和解可能性などを総合的に見極める能力が、ファンドマネージャーの中核的な付加価値となります。ここで重要なのは、単なる「勝率」ではありません。投資家が確認すべきなのは、ファンドがどのような基準で案件を受け付け、どの段階で案件を除外し、最終的にどのような投資委員会プロセスを経て資金提供を決定しているかです。正式な資金提供に至る案件が全体のうちどの程度なのか、外部弁護士や専門家の意見をどのように活用しているのか、過去に見送った案件の判断が妥当であったか、といった点も確認すべきです。近年では、過去の判例や裁判データを用いて、AI により勝訴確率や想定解決期間を推定する試みも見られます。こうした技術は、案件スクリーニングや類似事例の分析には有用です。しかし、訴訟ファイナンスでは、法的論点の強弱だけでなく、相手方の交渉姿勢、裁判所の判断傾向、証拠開示の進展、和解のタイミングなど、定量化しにくい要素も重要です。AI はあくまで分析支援の手段であり、最終的には法務・訴訟実務に精通した人材による判断が不可欠です。

2. 回収能力

訴訟に勝つことと、実際に資金を回収することは同じではありません。相手方に支払能力がない場合や、資産が所在する法域での執行が困難な場合には、勝訴しても十分な回収ができない可能性があります。特に国際仲裁やクロスボーダー紛争では、判決・仲裁判断の執行可能性、相手方資産の所在、回収手続の実効性が重要な論点となります。したがって、ファンドのデューデリジェンスでは、「勝てる案件か」だけでなく、「勝った後に回収できる案件か」をどのように評価しているかを確認する必要があります。

3. 案件・セクターの分散

訴訟ファンドの中には、知的財産、競争法・独占禁止法、商事紛争、国際仲裁、集団訴訟など、特定領域に専門性を絞ることで勝率を高めようとする戦略があります。専門性の深さは、案件選別能力を高めるうえで重要な競争力です。しかし、特定の法域、セクター、請求類型、判例、規制環境に過度に集中している場合には、制度変更や判例変更によって複数案件が同時に不利な影響を受ける可能性があります。



そのため、投資家は、単に案件数だけを見るのではなく、実質的な分散が確保されているかを確認すべきです。確認すべき項目としては、法域別の配分、請求類型別の配分、産業セクター別の配分、相手方の集中度、単一案件の上限比率、同一テーマや同一判例に依存する案件の比率などが挙げられます。訴訟ファイナンスは、伝統的資産との相関が低い点が強調されがちですが、ファンド内部の案件間相関、すなわち内部相関の管理も同じくらい重要です。

4. 流動性設計

訴訟ファイナンスは、基本的には流動性の低い資産クラスです。案件の解決時期を正確に予測することは難しく、和解により早期に回収できる場合もあれば、裁判や仲裁が長期化し、投資期間が想定を大きく上回る場合もあります。したがって、投資対象が非流動的であるにもかかわらず、ファンド側が短期の償還や過度に高い流動性を約束している場合には、構造的なミスマッチが生じ得ます。投資家は、ファンド期間、延長条項、償還制限、キャッシュフローの想定、未解決案件が残った場合の処理方法、[セカンダリー売却](#)の可能性などを確認すべきです。特に、オープンエンド型のファンドや一定の流動性を提供する商品設計の場合には、投資対象の実際の流動性と、投資家に約束している流動性の整合性を慎重に見る必要があります。

5. 時価評価・レポーティング体制

訴訟ファイナンスでは、未解決案件の市場価格が存在しないため、時価評価には主観的な判断が入りやすくなります。勝訴・和解の見込み、想定回収額、解決までの期間、相手方の支払能力などをどのように評価に反映しているかを確認する必要があります。また、実現済みリターンと未実現評価を明確に区別しているかも重要です。投資家としては、過去リターンを見る際に、それが実際に回収済みのリターンなのか、未解決案件の評価益を含むものなのかを確認する必要があります。さらに、評価方針、外部評価の有無、監査人の関与、案件別の進捗開示、損失認識の基準、評価変更のタイミングなども確認すべき項目です。

6. 利益相反とガバナンス管理

訴訟ファイナンスでは、原告、法律事務所、[訴訟ファンド](#)、投資家という複数の関係者が関与します。原告は早期和解を望む一方、ファンドはより高い回収額を求めて訴訟継続を望む可能性があります。また、法律事務所が依頼者である原告の利益よりも、資金提供者の意向を重視するような状況が生じれば、弁護士倫理上の問題にもつながります。



そのため、資金提供契約において、ファンドが訴訟戦略や和解判断にどの程度関与できるのか、最終的な意思決定権が誰にあるのか、原告・弁護士・ファンド間の利益相反をどのように管理しているのかを確認する必要があります。特に、[訴訟ファンド](#)が和解判断に対して事実上の拒否権を持っている場合や、弁護士の選任・交代に強い影響力を持つ場合には、慎重な評価が必要です。

7. 報酬体系とアラインメント

投資家の視点からは、ファンドの手数料体系とアラインメントの構造も評価対象となります。訴訟ファイナンス・ファンドの多くはプライベート・エクイティ型の報酬体系（管理報酬とキャリア）を採用していますが、そのキャリアの計算方式には、案件別に成功報酬を認識する方式（deal-by-deal carry）と、ファンド全体で投資家に元本と優先収益（ハードルレート）を返済した後にキャリアが発生する方式（全体プール型、European waterfall）があります。案件別方式は、運用者にとって早期解決案件のキャリアを速やかに実現できるため、和解タイミングの意思決定にバイアスを与える可能性があります。全体プール型は、投資家保護の観点では有利ですが、運用者側の初期キャッシュフローが薄くなるため、双方の合意可能性を含めた評価が必要です。あわせて、ハードルレート、キャッチアップ、クローバック条項、GP コミットメントの水準といったアラインメント指標も確認すべきです。

以上を踏まえると、訴訟ファンドのデューデリジェンスでは、過去の投資リターンや勝率だけを確認するのでは不十分です。案件選別能力、勝訴後の回収可能性、案件・セクター分散、内部相関、流動性設計、評価・レポーティング体制、利益相反管理、報酬体系とアラインメントを総合的に確認する必要がありますと考えられます。

まとめ

本稿では、訴訟ファイナンスを、法的請求権をリターン源泉とするオルタナティブ投資として整理してきました。訴訟ファイナンスは、訴訟の当事者ではない第三者が原告や法律事務所に資金を提供し、勝訴や和解によって得られる将来の回収金の一部を受け取る仕組みです。通常の融資とは異なり、原則として[ノンリコース](#)であり、訴訟が不成功に終わった場合には、資金提供者は投資資金を回収できませ



ん。一方で、訴訟が成功し、十分な回収が実現した場合には、高い投資倍率を得られる可能性があります。

訴訟ファイナンスの特徴は、リターンの源泉が金融市場そのものではない点にあります。株式や債券、不動産、プライベートエクイティ、プライベートデットとは異なり、訴訟・仲裁・和解の結果、勝訴後の回収可能性、案件解決までの期間が投資成果を左右します。このため、伝統的資産や既存のオルタナティブ投資とは異なるリターンドライバーを持つ資産クラスと位置づけることができます。

一方で、訴訟ファイナンスは、個別案件のリターン分布は非連続的であり、成功すれば高いリターンが期待できる一方、失敗すれば元本の大半または全額を失う可能性があります。また、同じ投資倍率を実現したとしても、訴訟や仲裁が長期化すれば IRR は大きく低下します。

投資家にとって重要なのは、案件分散の実質性です。案件数が多くても、同じ法域、同じ請求類型、同じ判例、同じ産業セクターに集中していれば、制度変更や判例変更によって複数案件が同時に悪化する可能性があります。伝統資産との相関が低いことは魅力の一つですが、ファンド内部の案件間相関、すなわち内部相関を見落としてはなりません。

また、訴訟ファンドの評価では、過去リターンや勝率だけを見るべきではありません。確認すべきなのは、案件選別能力、勝訴後の回収可能性、法域・セクター・請求類型の分散、投資期間の管理、評価・レポーティング体制、流動性設計、利益相反管理、報酬体系とアラインメントです。訴訟ファイナンスでは、金融市場の見通し以上に、法的請求の妥当性や回収可能性を見極める専門性が投資成果を左右します。

日本の投資家にとっては、訴訟ファイナンスが主として米国、英国、カナダ、オーストラリアなどのコモンロー諸国で発展してきた資産クラスである点にも留意が必要です。日本では、損害賠償制度、訴訟実務、弁護士報酬慣行、懲罰的損害賠償の有無など、前提となる法制度が異なります。そのため、日本で同様の市場が大規模に形成されると考えるよりも、海外法域を前提とした特殊なオルタナティブ投資として理解することが現実的です。



<用語集>

- ◆ 訴訟ファイナンス（TPLF）： Third-Party Litigation Financing の略。訴訟の当事者ではない第三者が、原告や法律事務所などに資金を提供し、その見返りとして、訴訟や和解によって得られる将来の回収金の一部を受け取る仕組み。Litigation Funding、Litigation Finance と呼ばれる。
- ◆ ノンリコース：訴訟が成功しなかった場合、資金を受け取った原告や法律事務所が、原則として資金提供者に返済する義務を負わない資金提供形態。訴訟の結果にかかわらず元本と利息の返済義務が発生する伝統的な融資との最大の相違点。
- ◆ 商業型訴訟ファイナンス：主として企業や法律事務所を対象とする訴訟ファイナンス。契約違反、知的財産、競争法・独占禁止法関連、詐欺、資産回収、集団訴訟など、比較的大型の商事紛争に用いられる。資金提供は数百万ドル規模が一般的。本稿の主たる検討対象。
- ◆ コンシューマー型訴訟ファイナンス：個人の原告を対象とする訴訟ファイナンス。典型例は、人身傷害訴訟の原告が訴訟継続中の生活費、家賃、医療費などを賄うために小口の資金提供を受けるケース。資金提供額は一般に 1,000～10,000 ドル程度。
- ◆ ポートフォリオ型ファイナンス：単一の訴訟案件ではなく、複数案件を束ねた案件群に対して一括して資金を提供する形態。主に商業型で用いられる。
- ◆ 訴訟ファンド：訴訟ファイナンスを専門とする資金提供者。多くの場合は民間企業であり、大学基金、年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、ファミリーオフィス、ヘッジファンド、富裕層などから投資資金を調達する。一部には上場している大規模なファンドも存在する。
- ◆ コモンロー：歴史的に英国を由来とする法体系。米国、英国、カナダ、オーストラリアなどが採用する。判例の蓄積を法源の中心とし、大陸法系とは異なり懲罰的損害賠償などを認めるため、損害賠償額が多額になりやすいという特徴が知られている。
- ◆ 訴訟援助（Maintenance）：訴訟の当事者ではない第三者が、他人の訴訟を支援すること。コモンロー諸国では伝統的に、不要な訴訟の助長や訴訟当事者の判断への不当な影響を懸念して制限されてきた。
- ◆ 訴訟成果分配型の訴訟援助（Champerty）：訴訟援助（Maintenance）の一類型。第三者が他人の訴訟を支援するだけでなく、その見返りとして勝訴や和解によって得られる回収金の一部を受け取ることを予定するもの。訴訟の成果に応じて資金提供者がリターンを得る訴訟ファイナンスは、歴史的にこの法理との関係が問題となりやすかった。
- ◆ 濫訴助長（Barratry）：Maintenance や Champerty を継続的・反復的に行うことを指すコモンロー上の法理。



- ◆ ディスカバリー：米国の民事訴訟における証拠開示手続。当事者が相手方や第三者から広範な証拠・情報の開示を求めることができる制度で、米国型訴訟制度の重要な構成要素。
- ◆ 懲罰的損害賠償：実際に生じた損害の填補を超えて、加害行為の悪質性に対する制裁として課される損害賠償。米国等で認められる一方、日本の損害賠償制度は基本的に実損填補を中心に設計されており、制度として整備されていない。
- ◆ クラスアクション（集団訴訟）：共通の利害を持つ多数の者を代表して提起される訴訟形態。米国等で発達しており、賠償額が大型化しやすいため、訴訟ファイナンスの主要な対象領域の一つとなっている。
- ◆ 二項分布・三項分布（多項分布）：多項分布とは、一回の試行の結果が互いに排反な複数のカテゴリーのいずれか一つに分類される場合に、各カテゴリーの生起回数が従う確率分布。結果が二つの場合が二項分布、三つの場合が三項分布であり、いずれも多項分布の特殊ケースにあたる。本稿では、個別案件の帰結を「勝訴」「和解」「敗訴」という三つの排反なシナリオに分類し、三項分布としてモデル化している。なお本稿における「和解」は、勝訴時の想定回収額を下回るもののゼロを上回る部分回収シナリオを指す。
- ◆ ガウシアン・コピュラ：各案件の勝敗や回収結果が、共通のリスク要因によってどの程度同時に動きやすいかを表現するための統計モデル。本稿では案件間の相関構造を織り込んだシミュレーションに使用している。
- ◆ セカンダリー売却：ファンド持分や投資案件を満期前に第三者に売却すること。訴訟ファイナンスでは二次流通市場が限定的であり、流動性設計を評価する際の確認項目の一つとなる。
- ◆ オープンエンド型ファンド：運用期間の定めがなく、投資家が随時購入・償還できるファンド形態。投資対象が非流動的な訴訟ファイナンスにおいてこの形態を採る場合、投資対象の実際の流動性と投資家に約束する流動性との間に構造的なミスマッチが生じ得る。

※この用語集は本レポートの理解を助けるために作成したものです。説明は本稿における用法に即して記載しており、法律用語としての厳密な定義とは異なる場合があります。

参考資料・引用元

- U.S. Government Accountability Office, *Third-Party Litigation Financing: Market Characteristics, Data, and Trends*, GAO-23-105210, December 2022.
本稿における訴訟ファイナンスの定義、商業型・コンシューマー型の分類、市場構造、投資家層、規制・開示、投資家・利用者にとっての利点と課題に関する主な参照資料。
- Westfleet Advisors, *The Westfleet Insider: 2021 Litigation Finance Market Report*, 2022.



米国商業型訴訟ファイナンス市場の規模、アクティブなファンド数、AUM、新規コミットメント、ポートフォリオ型ファイナンスの動向に関する参照資料。

- Burford Capital, “Burford Capital provides 2020 business update and reinstates full dividend,” February 17, 2021
- Burford Capital, “Statement on YPF Summary Judgment Ruling,” April 2, 2023.
- New York City Bar Association, Litigation Funding Working Group, *Report to the President by the Litigation Funding Working Group*, 2020.
- New York City Bar Association, Formal Opinion 2024-2, “Ethical Issues Arising from Advice to Clients on Client-Funder Litigation Funding Agreements,” April 11, 2024.

<かもめリサーチ&コンサルティング株式会社について>

日本の年金・機関投資家向けに、独立した立場から調査・分析サービスを提供する企業。2025年8月に設立。資産配分政策、リスク管理、ガバナンス高度化支援、研修提供などを行うほか、市場調査に基づく独自のリサーチを発信している。

テクノロジー活用を重視し、AI支援型の分析効率化や自動化を推進することを特徴とする。また、中立性と顧客利益の最優先を掲げ、透明性の高い助言サービスの提供を基本理念としている。

ディスクレーマー

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の金融商品の勧誘・推奨を意図したものではありません。

投資に関する最終的な意思決定は、ご自身の判断と責任において行っていただきますようお願いいたします。

本資料に記載された情報は、信頼できると判断した情報源に基づいて作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。市場環境や法令等の変更により、内容が変更される場合があります。本資料の内容については、事前の予告なく変更または中止する場合があります。

本資料の内容を引用・転載する場合は、出所を明示してください。