

TRACE Overview

April 2011



TRACE: Background



TRACE Inception

- **Corporate Debt market was opaque prior to TRACE (Trade Reporting And Compliance Engine).**
 - FINRA operated a dissemination service (1993-2002) that provided limited information for high yield bonds.
 - There were quote services that provided access to 'indicative' prices.
 - A small percentage of bonds were traded on NYSE and NASDAQ, providing some transparency prior to 1 July 2002.
- **The US SEC encouraged greater transparency.**
- **The dealer community argued transparency would hurt the market:**
 - Dealers would not commit capital, thereby reducing liquidity.
 - Dealers would exit the business.
 - Expensive implementation for limited benefit, as the market was perceived to be largely institutional and that these market participants had access to information.
- **FINRA sponsored an industry committee to guide implementation and increase industry buy-in to TRACE.**
- **TRACE launched on July 1, 2002 after approximately 5+ years of negotiations with the securities industry.**

TRACE Implementation

- **Implementation was phased.**
 - Reporting time gradually reduced from 75 min. to current 15 min. to provide time to build technology and adjust operations.
 - Dissemination started with the most liquid, highest grade securities, and was gradually expanded to encompass all publicly traded eligible securities.
 - Phase I: Launched on July 1, 2002. All investment grade issues with \$1 billion or greater in original issuance and 50 high yield bonds. 500 issues representing 50% of investment grade volume and 10% of high yield volume.
 - Phase II: Launched March and April 2003. Previous dissemination criteria + Investment grade issues rated A or better with \$100 million or greater in original issuance, 120 selected BBB-rated bonds and 50 high yield bonds. Approximately 4,400 issues representing 65% of investment grade market.
 - Phase III: Launched October 2004 and February 2005. Disseminated all publicly traded bonds. Aftermarket in BBB and lower rated new issues were delayed for up to 10 days. Largest trades in the least liquid high yield bonds were delayed for 2 or 4 days.
 - Phase IV: Launched in January 2006. Disseminated all publicly traded bonds in real time.
- **TRACE was expanded on March 1, 2010 to include primary market transactions and US Agency debt securities.**
- **On February 22, 2010, SEC approved further expansion of TRACE to cover reporting but not disseminating Securitized Products (ABS/MBS).**

TRACE Coverage

- **Participants:**

- All US broker dealers trading in eligible securities.

- **Eligible Securities**

- US dollar denominated corporate straight and convertible debt securities, including 144A securities (non-public).
- US Agency debt securities.

- **By the numbers (as of March 2011):**

- Over 45,000 CUSIPs (30K Corporate and 15K Agency)
- Over 2,000 registered participants.
 - Approximately 590 participants reporting corporate trades daily. 260 participants reporting agency trades daily.
 - Over 1,400 participants reported at least one trade during the year.
- Over 43,000 average daily corporate trades. 5,500 average daily agency trades
- Over \$27 billion average daily corporate par value traded (public & non-public bonds). Approximately \$11 billion average daily agency par value traded.

TRACE: Systems & Operations



TRACE Basics

- **TRACE is composed of three elements:**

- Trade collection process and real time surveillance,
- Dissemination of trades, and
- Creation and maintenance of a regulatory data base.

- **TRACE administration includes:**

- Maintaining Participant Data (TRACE participation agreements, methods of reporting to TRACE, user entitlements to the TRACE website),
- Maintaining Issue Database (determines TRACE-eligible securities, removes defunct issues), including each security's descriptive attributes (coupon, maturity, call schedule, etc...), and
- Performing real-time surveillance of trades submitted to the system to ensure data quality.

TRACE Reporting

- **A FINRA member (broker dealer) must register to become a TRACE participant, and be assigned an MPID (Market Participant Identifier).**
- **Three ways to submit trades:**
 - Web Interface, secure connection,
 - Computer to Computer Interface (CTCI), dedicated line, and
 - DTC's Real-Time Trade Matching system (RTTM).
- **Many firms use service providers for reporting (for example: Pershing, Bloomberg).**
 - On a given day, over half of all trades are reported by service providers on behalf of executing brokers.
- **Participants are charged transaction reporting fees that cover the cost of operating the facility and regulating the market.**

TRACE Dissemination

■ TRACE disseminates in real-time:

- Trade price, yield, and size (size is capped at \$5 million for Corporate Investment Grade and US Agency, and \$1 million for High Yield).
 - This is designed to ensure that liquidity for the largest trades is not reduced because of transparency.
- Since November 3, 2008, buy/sell and customer/dealer indicators are also disseminated for each trade.
- Although reporting is required within 15 minutes of execution over 90% of trades are reported in less than 5 minutes and trades are disseminated as soon as they are received.

■ Data is disseminated through market data vendors or directly to market participants:

- Approximately 50 Vendors (feed recipients) and 50,000 professional desktop users.

TRACE Dissemination (continued)

■ FINRA also publishes market indicators and aggregate information:

- **FINRA-Bloomberg Active US Corporate Bond Indices:** A family of end of day U.S. corporate bond indices that reflect the most actively traded bonds targeted at retail investors.
- **Daily Market Aggregate Statistics:** The total dollar volume trades and the number of issues that advance, decline as well as 52-week highs and lows. For corporate bonds, the most actively traded (by par amount) investment grade, high-yield and convertible bonds, indicating the daily high, low, last price and change.
- **TRACE Fact Book** (www.finra.org/trace/factbook): Released free of charge annually and quarterly, the TRACE Fact Book provides a historical perspective of the data.

TRACE: Impact



TRACE Impact

- **TRACE has yielded three broad benefits.**
 - I. Enhanced market efficiency.
 - II. Increased market insight.
 - III. Improved market integrity.

TRACE Impact I: Market Efficiencies

- **Transparency has contributed to a reduction in spreads and has not negatively impacted liquidity.**
 - Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds by Michael A. Goldstein, Edith S. Hotchkiss, Erik R. Sirri; March 20, 2006.
- **Transparency has reduced trade execution costs – 50% reduction for TRACE-eligible bonds and a 20% reduction for bonds not eligible for TRACE (likely reflecting better pricing information from benchmark bonds).**
 - Optimal Market Transparency: Evidence from the Initiation of Trade Reporting in Corporate Bonds by Hendrik Bessembinder, William Maxwell, Kumar Venkataraman; January 6, 2005.
- **Transparency has contributed to improved valuation precision, as measured by the dispersion in valuation for the same security held by multiple funds.**
 - Missing the Marks: dispersion in corporate bond valuations across mutual funds by Gjergji Cici, Scott Gibson, John Merrick; second draft May 2008 (first draft November 2007).

TRACE Impact II: Market Insight

	Pre-TRACE Industry Expectation	Post-TRACE Reality (2003)
Market Activity	Estimated at about \$10 billion in volume and 10,000 trades.	On a typical day, \$18 billion turned over in 25,000 trades.
Market Breadth	About 5% to 10% of issues would trade daily and most would not trade.	20% of total issues traded at least once on each day. About half of the eligible issues had at least one trade each month.

TRACE Impact II: Market Insight (Continued)

	Pre-TRACE Industry Expectation	Post-TRACE Reality (2003)
Dealer Concentration	Hand full of firms do the vast majority of the business.	The top 10 TRACE broker dealers did 35% of the trades and the top 50 did 73%. The top 10 broker dealers did 54% of the volume and the top 50 did 89%.
Dealer Participation	Small number firms traded.	1,900 broker dealers signed up, of which 1,700 traded. About 500 traded every day.
Retail Participation	Low number of retail investors	Strong retail participation at all credit qualities. 68% of overall customer transactions are below \$100K (considered retail by the industry). Retail transactions represent 1.8% of volume.

TRACE Impact II: Market Insight (Continued)

- **Today no professional would operate in the market without TRACE data.**

- 50,000 professionals access real-time TRACE information, up from 4,000 at the beginning of 2004.

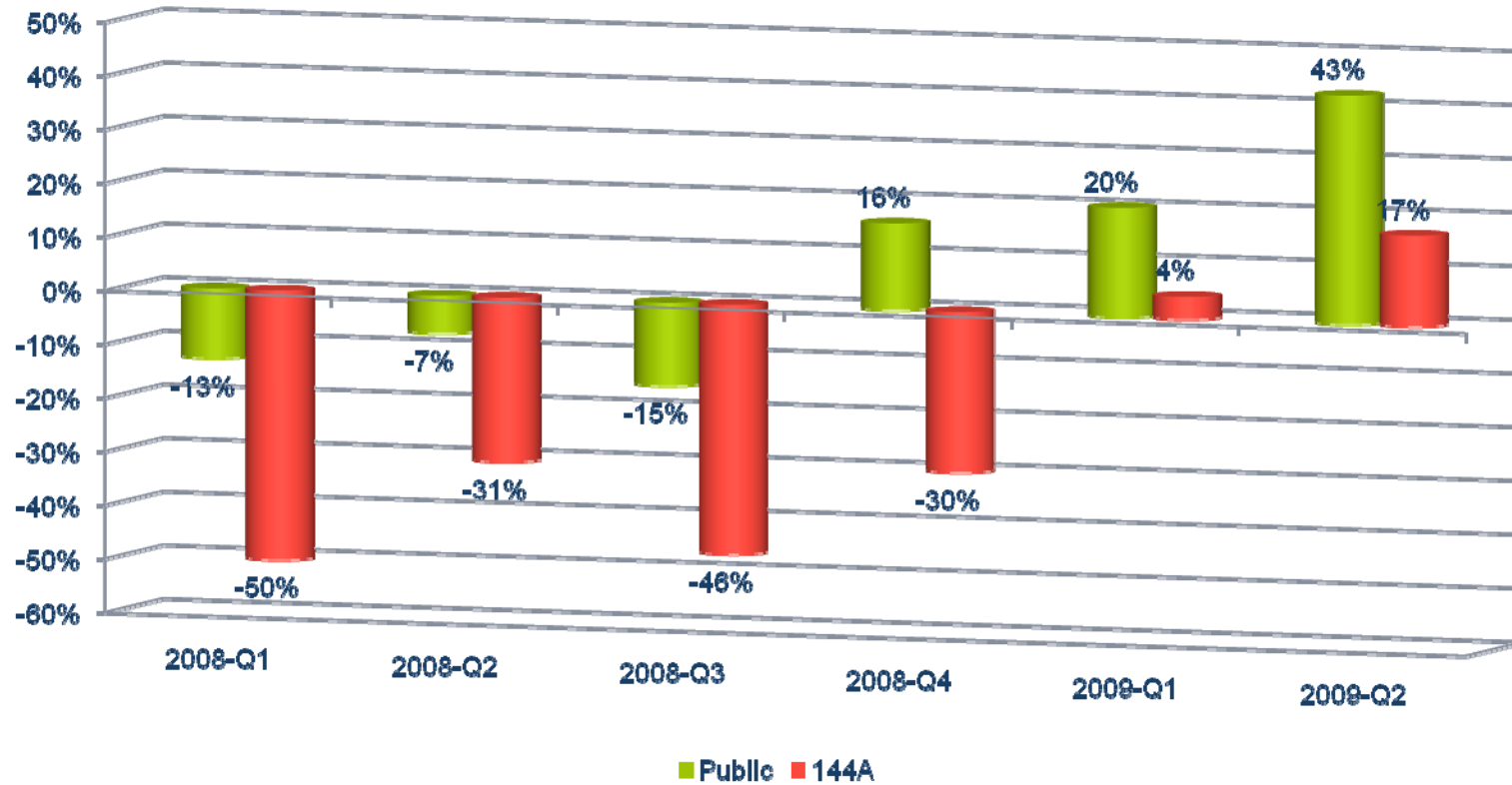
TRACE: Volume Developments

Credit Crisis – 144A and Publicly Traded

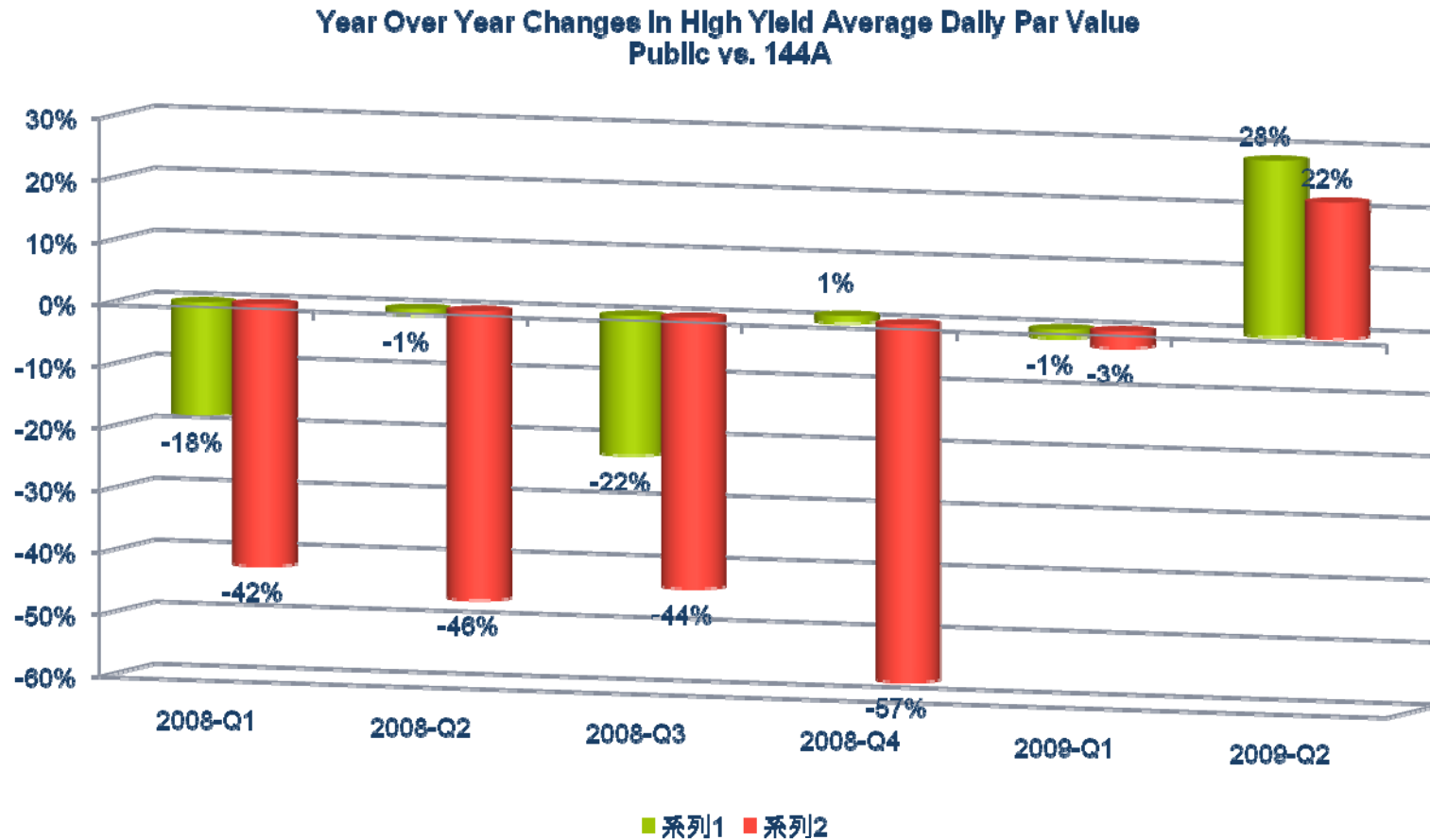
- **Up to Q2 2009, 144A Bond volumes declined faster during the credit crisis and then recovered and grew at a slower pace than publicly disseminated bonds.**
- **With investment grade bonds for instance,**
 - During the first three quarters of 2008 the peak volume decline in publicly disseminated bonds was 15% and in 144A bonds it was 50%.
 - Publicly disseminated bonds showed year over year volume increases during the fourth quarter of 2008 while 144A bonds didn't show increases until the first quarter 2009.
 - Volume of publicly disseminated bonds increased by 43% in the second quarter of 2009 while that of 144A bonds increased only 17%.

Credit Crisis - TRACE Investment Grade Volume Changes

Year Over Year Changes in Investment Grade Average Daily Par Value
Public vs. 144A



Credit Crisis - TRACE High Yield Volume Changes



TRACE: Expansion



Background

- **The credit crisis has indicated a need for more regulatory oversight and increased transparency in the fixed income markets.**
 - Most discussions have focused on the need for improved disclosures and better valuation information.

- **Only anecdotal information is available about the secondary markets in structured debt today.**
 - FINRA knows from its corporate bond experience that anecdotal information is unreliable.
 - A study by Jankowitsch, Nashikkar, and Subrahmanyam, “Price Dispersion in OTC Markets: A New Measure of Liquidity” (2008), highlights the importance of having post trade transparency to enhance the consistency for end-of-day marks.

- **FINRA has had a variety of conversations at conferences, with institutional investors and regulators indicating strong support for increased secondary market transparency.**

Institutional Investor View

- **FINRA commissioned a survey of Institutional Investors who overwhelmingly indicated support for increased transparency covering Agencies debt, ABS and MBS.**

- Independent Company retained to conduct a statistical survey of 100 institutional investors (not hedge funds) largely during the first quarter of 2007.
- FINRA staff spoke directly with 10 Institutional Investors to confirm the results.

- **Survey results indicated that post trade transparency was perceived as positive for liquidity, spreads and especially for valuations.**

- Credit crisis is multi-faceted, and price transparency is not a magic bullet but one piece of the puzzle.
- Even in illiquid markets, any information is better than no information.

TRACE Expansion

■ Phase I – Completed on March 1, 2010.

- Expanded TRACE to include Agency Debentures, excluding MBS.
- Expanded reportable transactions to include primary offerings in addition to secondary market transactions to provide a more complete audit trail.
 - List or fixed offering price transactions and take down transactions: end of day reporting, no dissemination, no trade reporting fee for timely transaction reports.
 - Primary offering transactions that are effected at prices other than a list or fixed offering price or are executed other than on the first day of new issue trading: 15 minute reporting, dissemination, reporting fees.
- Agency Debentures: Approximately 15,000 CUSIPs.

TRACE Expansion

■ Phase II

- Expand TRACE to include all Mortgage and Asset Backed Products
- Rule Filing approved by the SEC on February 22, 2010. Effective date of reporting May 16, 2011.
- Initially, FINRA will collect transaction data and but will not disseminate it. The data will be studied to determine an appropriate level of transparency.
- Estimate the ABS/MBS Market to be about 1.2 million CUSIP's.
 - Approximately 1 million of the 1.2 million ABS CUSIP's are Agency MBS and significant portions are fungible (e.g., TBA trading and Agency pass-throughs).
- Private label is largely not fungible and illiquid.
- The Agency MBS market is very active, with average daily trading volume of 300 Billion in 2009, up from 255 billion in 2006, but down from a high of 345 Billion in 2008.

Appendix: Supporting Material



TRACE Data Distribution

■ Real Time Data:

- Feed distribution: Receipt of “uncontrolled” distribution (i.e. feed, FTP, API, and similar). Allows recipient use of data for internal, non-display application use.
- Snapshot, allowing the receipt of one real-time price per security per day (primarily intended for valuation use): \$250
- Desktop Display application, provided by Market Data vendors such as Bloomberg, MarketAxess, Reuters, TradeWeb, and others:
 - 10,000 professionals access data through individual desktop display subscriptions.
 - 40,000 professionals access through an Enterprise License, allowing unlimited internal desktop display application for an enterprise.

■ Real Time Data (retail users):

- Real-time TRACE data can be distributed to retail users for personal, non-commercial use free of charge.

■ Delayed TRACE Data:

- **4+ hours after dissemination:** No charge (note that FINRA does not make delayed data available, but certain retransmission vendors do)
- **TRACE Enhanced Historical data** (as of 3/31/2010): Historical transaction-level information including the price, the date and time of execution, un-capped transaction size and the yield. The data is available 18 months after the transaction date.

TRACE Volume

- **Corporate bond volume is currently at its highest level since TRACE inception.**

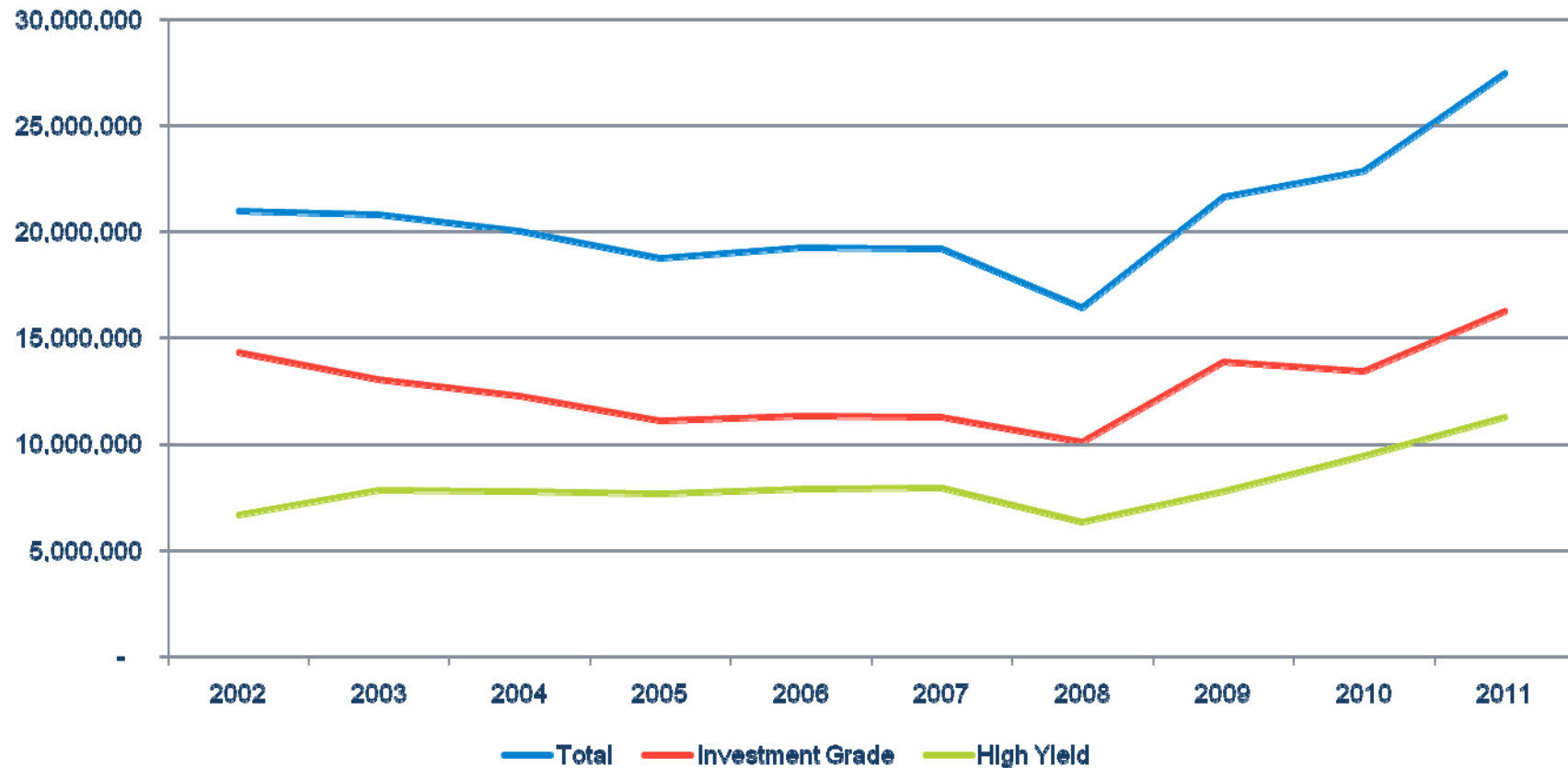
- For Q1 2011, average daily par value traded increased 12% over Q1 2010 to a new record \$27.5 billion.

- **We are seeing record volumes or historically high volume levels in all main categories.**

- Investment grade and high yield bonds
- Publicly traded and 144A bonds
- Institutional and retail customers

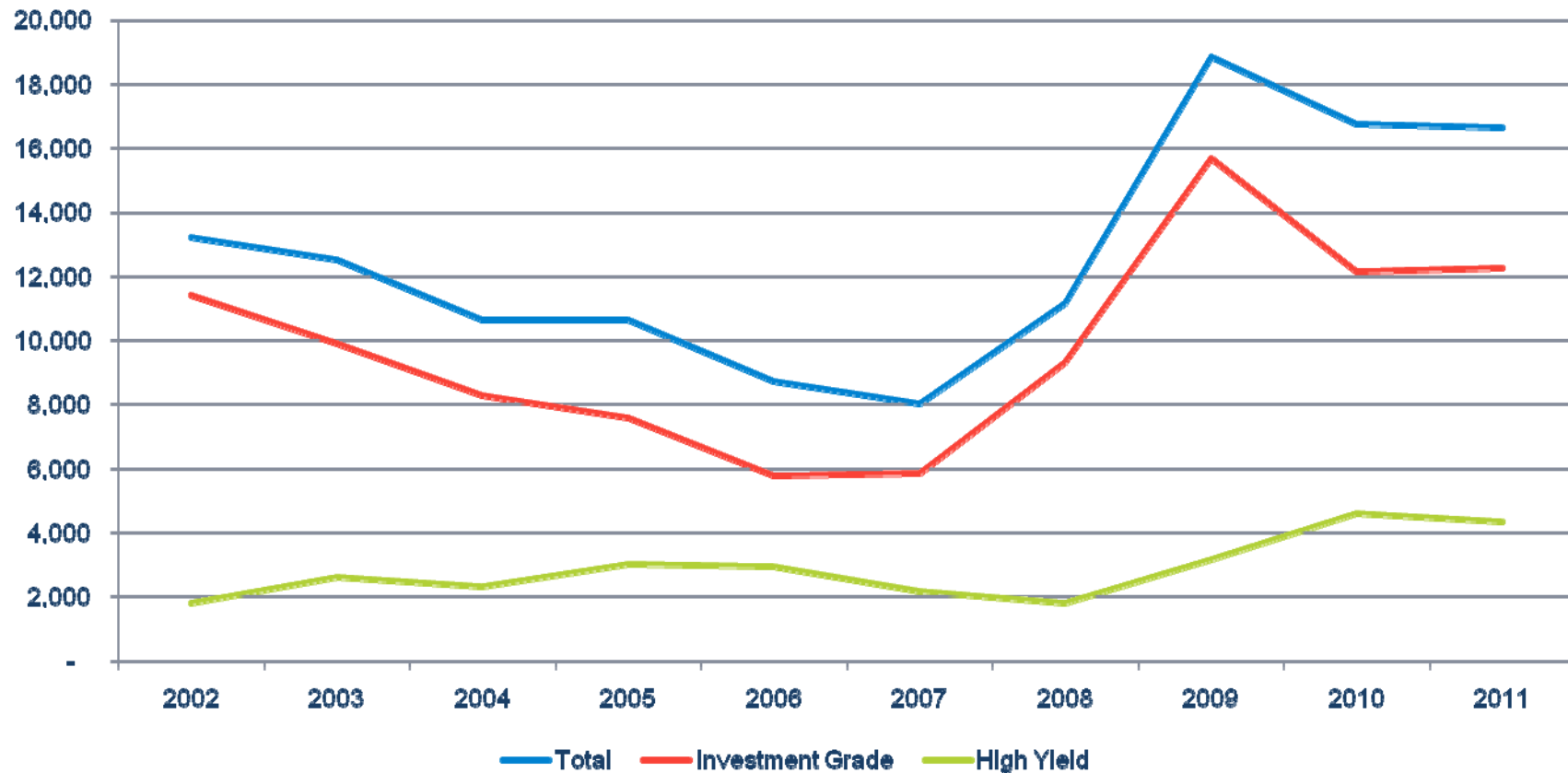
Corporate Bond Activity is High

Corporate Total \$1 Average Daily Par Value Traded (\$000s)



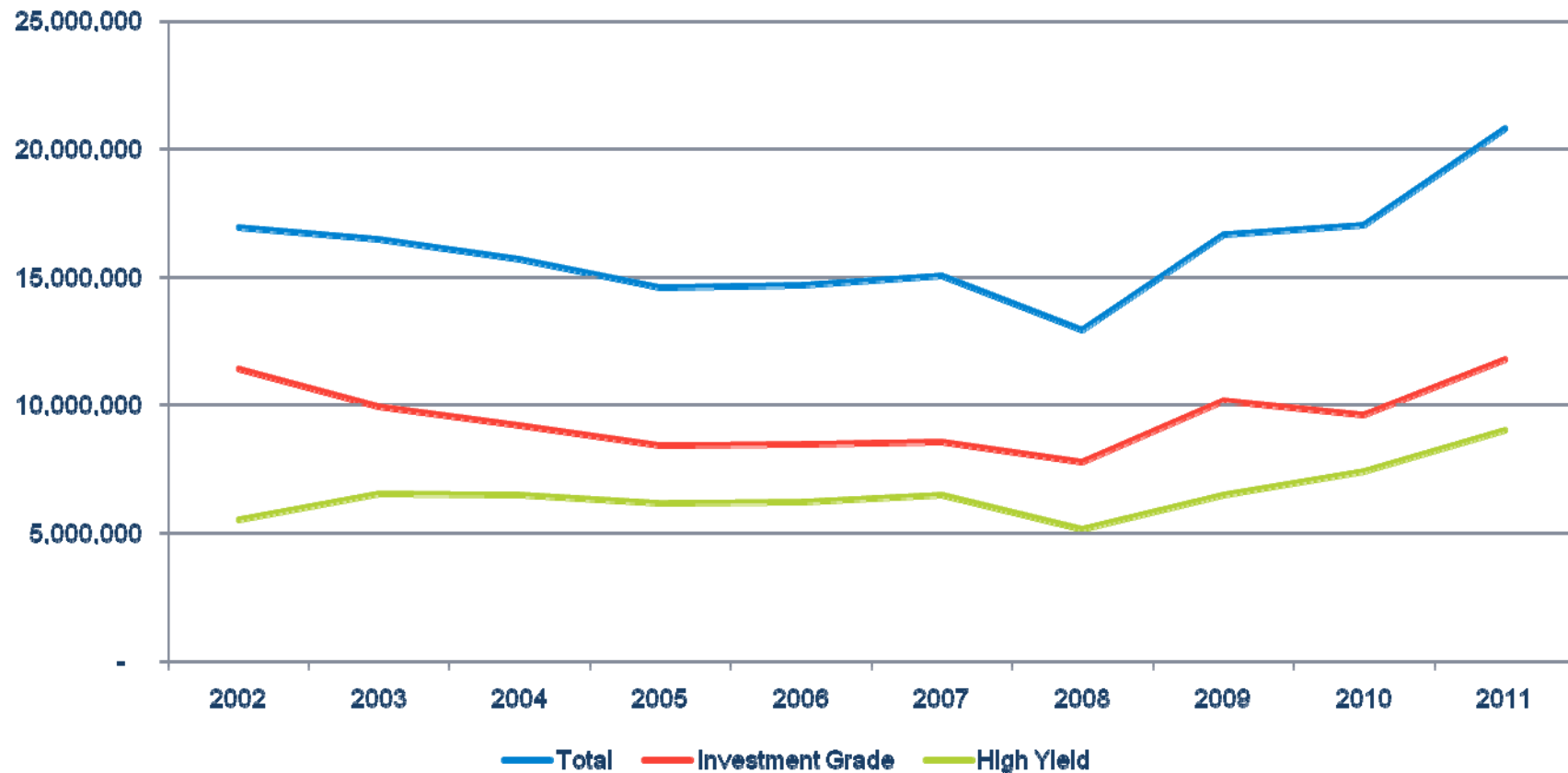
TRACE Retail Customer Average Daily Trades

Corporate Retail Customer Average Daily \$1 Trades



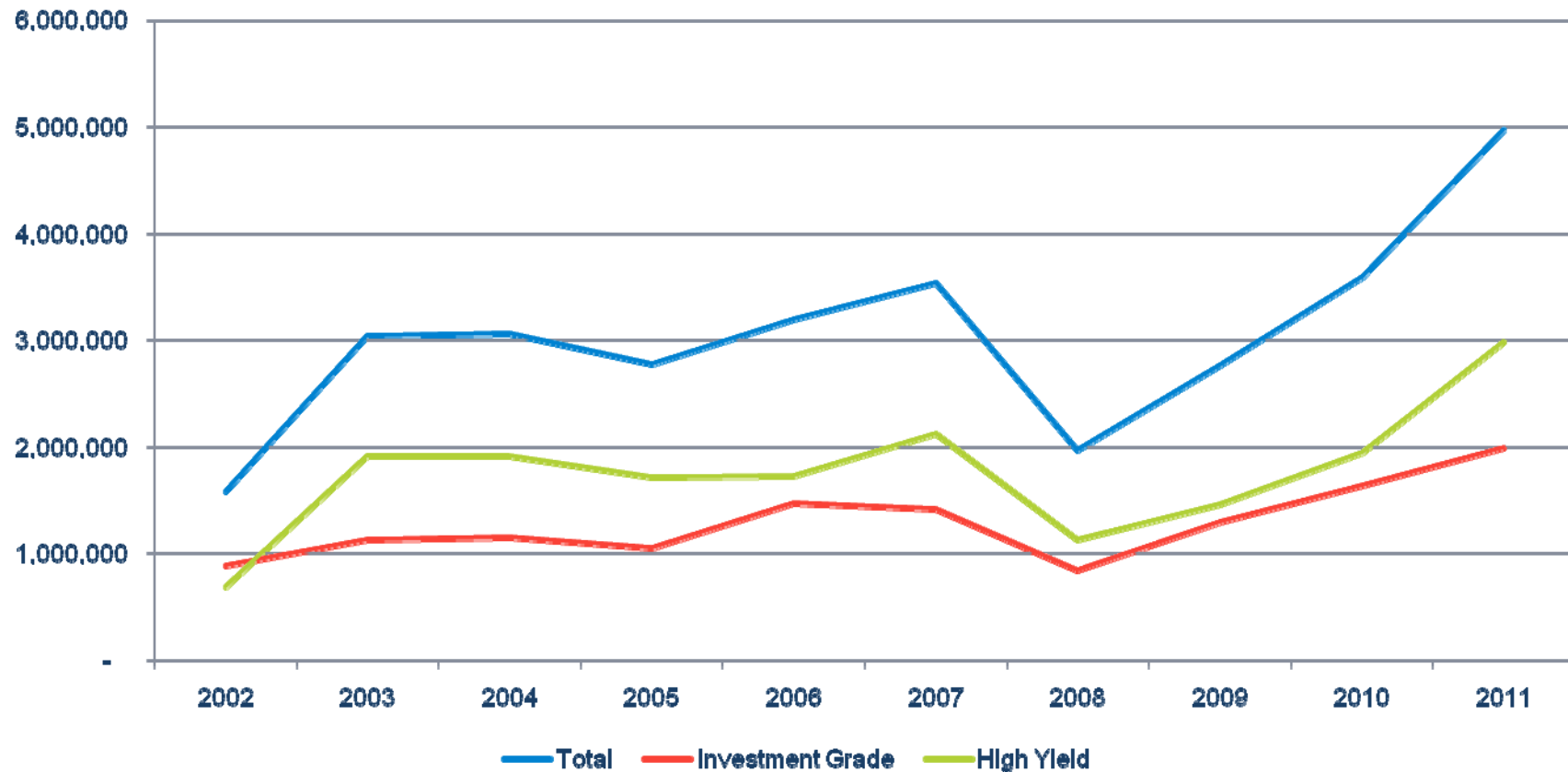
Institutional Customer Par Value Activity

Corporate Institutional Customer Average Daily \$1 Par Value



Private Placement (144A) Par Value Activity

Corporate 144A \$1 Average Daily Par Value Traded (\$000e)



2011 Facts and Figures

- **US Corporate debt market is overwhelmingly traded over the counter (99.99% OTC traded, small fraction traded on Exchanges).**

YTD ending March 31, 2011. Number in parenthesis is percentage change over same period 2010.

	Total	Investment Grade (non-convertible)	High Yield (non-convertible)
Unique Reporting Firms	1,318 (-2.8%)	1,179 (-3%)	1,155 (-2.3%)
Average Daily Reporting Firms	587 (-1.3%)	467 (-2.5%)	433 (-0.5%)
Average Daily Par Value (Public & 144A)	\$26.6 Billion (+9.7%)	\$15.6 Billion (+9.5%)	\$9 Billion (+12.9%)
- Customer Volume %	77%	74%	81%
- Principal Capacity %	97%	98%	97%
Average Daily Trades (Public & 144A)	43.4K (0%)	28.8K (-0.9%)	11.3K (+0.1%)

Numbers include convertibles but exclude equity CUSIPs.

TRACE Expansion Fact and Figures

■ 2011 (YTD ending March 2011)

	US Agency Primary Market	US Agency Secondary Market	Corporate Primary Market	Corporate Secondary Market
Unique Reporting Firms	229	734	360	1,318
Average Daily Reporting Firms	40	236	61	587
Average Daily Par Value	\$1.7 Billion	\$10.2 Billion	\$12.6 Billion	\$26.6 Billion
- Customer Volume %	78%	58%	87%	77%
Average Daily Trades	274	5K	2K	43K
- Customer Volume %	63%	58%	84%	60%
- Retail Customer Volume % (of customer volume)	46%	53%	58%	64%

TRACE の概要

2011年4月



TRACE: 背景



TRACE の創設

- **TRACE (Trade Reporting And Compliance Engine)の導入以前、社債市場は不透明だった。**
 - FINRA がハイールド債の限定的なデータの公表サービスを提供 (1993-2002).
 - 「参考」価格を提供する気配値サービスが存在.
 - ごく一部の債券はNYSEとNASDAQで取引され、2002年7月1日前も多少の透明性があった
- **米 SEC (証券取引委員会)が透明性向上を奨励**
- **ディーラーらは透明性が市場にマイナスと主張：**
 - ディーラーは投資しなくなり流動性が低下
 - ディーラーは債券業務を止めてしまう
 - 限られた恩恵のための行き過ぎた規制---市場参加者の大半は機関投資家であり、既に情報にアクセスできている
- **FINRAはTRACEの実施と業界の参加を促すため業界委員会を組織**
- **TRACEは約5年以上の証券業界との交渉の後、2002年7月1日に実施**

TRACEの実施

- **段階的实施.**
 - 技術面の強化と実務の調整に要する期間を確保するため、報告時間は75分から現在の15分に徐々に短縮
 - 公表は最も流動性と格付けが高い証券から実施、徐々に全ての公募債に拡大
 - 第1段階: 2002年7月1日に実施。発行時10億ドル以上の全投資適格銘柄及び50のハイイールド債。計500銘柄は投資適格債の50%、ハイイールド債の10%に相当
 - 第2段階: 2003年3~4月に実施。既存の公表基準+投資適格基準A以上、もしくは発行時1億ドル以上の銘柄、選定された120のトリプルB銘柄とハイイールド債50銘柄。計約4,400銘柄、投資適格市場の65%に相当
 - 第3段階I: 2004年10月、2005年2月に実施。全ての公募債を公表。流通市場でトリプルB以下の新発債は最大10日遅れて公表。流動性が最低のハイイールド債の大口取引は2~4日遅れて公表
 - 第4段階: 2006年1月実施。全ての公募債をリアルタイムで公表
- **TRACE は2010年3月1日に拡大、発行市場取引とエージェンシー債を対象に追加**
- **2010年2月22日、SEC は更なるTRACE の拡大を承認、証券化商品 (ABS/MBS)を報告の対象に加えるが、公表の対象とはしなかった**

TRACE の対象

- **参加者:**

- 対象証券を取引する米国の全仲介業者

- **対象証券**

- USD建て社債及び転換社債、114A証券(非公募)を含む
- エージェンシー債

- **対象の数 (2011年3月現在):**

- 45,000を超える CUSIP証券 (社債30,000銘柄、エージェンシー債15,000銘柄)
- 2,000 を超える参加者
 - 約590 の参加者が社債取引を毎日報告
 - 約260の参加者がエージェンシー債取引を毎日報告
 - 1,400を超える参加者が毎年少なくとも1件の取引を報告
- 1日平均 43,000件以上の社債取引、1日平均5,500 件以上のエージェンシー債取引
- 1日平均270億ドルを超える社債 取引(公募・非公募債)、1日平均約110億ドルのエージェンシー債取引

TRACE: システムと運用

TRACEの基礎

■ TRACEの3つの基本要素:

- 取引情報収集プロセスとリアルタイムの監視
- 取引の公表
- 規制データベースの構築と維持・管理

■ TRACE の運用:

- 参加者データの維持・管理(TRACE参加合意書, TRACEへの報告方法, ユーザーへのTRACE ウェブサイトの閲覧許可)
- 個別銘柄情報(利率, 満期日, 償還スケジュール等),を含む、発行データベースの維持・管理 (TRACE-対象証券の決定, 廃止銘柄の削除)
- データの質を確保するための報告取引のリアルタイム監視

TRACEの報告

- **FINRA 会員 (仲介業者) はTRACE参加者として登録し、MPID(市場参加者識別記号)を取得しなければならない。**
- **取引報告手法(3種類):**
 - インターネット接続(セキュリティー回線)
 - 専用回線によるコンピュータ間の接続(CTCI)
 - DTCによるリアルタイム取引マッチング・システム(RTTM)
- **多くの企業は報告にサービス・プロバイダーを用いる (パーシング, ブルームバーグ等).**
 - いずれの日においても、半数以上の報告を、サービス・プロバイダーが仲介業者に代理して行っている
- **参加者は、システムの運用及び市場の規制費用に相当する取引報告料を課される**

TRACEの公表

■ TRACE の公表はリアルタイムで行われる:

- 取引価格, 利回り, 取引総額 (適格社債とエージェンシー債については上限500万ドル, ハイールド債については100万ドル)
 - 透明性によって大口取引の流動性が損なわれることがないようにするため
- 2008年11月3日以降, 各取引の買い/売り、顧客/業者 の区分情報も公表されている
- 取引後15分以内の報告が義務付けられているが、90%を超える取引は5分未満で報告され、取引情報は受信後すぐに公表される

■ データは、直接又はデータ・プロバイダーを通じて市場参加者に公表される:

- 約50のベンダー (データ分配/受信者) と50,000 のデスクトップ・ユーザー(プロの投資家)

TRACE の公表 (続き)

■ FINRA は市場指標と集計情報も公表:

- **FINRA-ブルームバーグ アクティブ米社債インデックス:** 個人投資家向けにその日最も活発に取引された米社債の取引終了時の指数
- **市場総計(日次):** 取引総額(ドル)と値上り/値下り銘柄数、52週の高値と底値。社債については(額面での)その日の取引が最も活発だった投資適格ハイイールド債と転換社債(その日の高値と底値、終値と値動きを表示)
- **TRACE ファクトブック (www.finra.org/trace/factbook):** 毎四半期及び一年毎に、時系列データを掲載したTRACEファクトブックを無料で発行

TRACE の影響

TRACEの影響

- **TRACE には3つのメリットがある**
 - I. 市場の効率性の強化
 - II. 市場動向の理解を促進
 - III. 市場の公正性を向上

TRACEの影響 I : 市場の効率

- 透明性がスプレッドを縮小させたが、流動性への悪影響は与えていない
 - 「透明性と流動性: 社債の管理実験」 Michael A. Goldstein, Edith S. Hotchkiss, Erik R. Sirri (2006年3月20日)
- 透明性は取引の執行コストをTRACE対象債券で-50%、TRACE非対象債券で-20%低減 (指標債券のより有用な取引価格情報の影響と見られる)
 - 「最適市場透明性: 社債の取引報告開始から得られた実証」 Hendrik Bessembinder, William Maxwell, Kumar Venkataraman (2005年1月6日)
- 透明性は、複数の同一銘柄保有者(ファンド)による評価の乖離を計測し、評価の精緻化につながった
 - 「指標の欠如: ファンド間の社債評価の乖離」第2稿、Gjergji Cici, Scott Gibson, John Merrick (2008年5月、第1稿は2007年11月).

TRACEの影響 II：市場動向の理解

	TRACE 実施前の 業界予想	TRACE 実施後の実態 (2003年)
市場活動	推計約100億ドルの取引総額、10,000件の取引	通常日において、180億ドルの取引総額、25,000件の取引
市場の幅	毎日約5%～10%の銘柄が取引されるが、大半は取引されない	毎日約20%の銘柄が少なくとも一日一回以上取引されている 対象銘柄の約半分が毎月一回以上取引されている

TRACEの影響 II：市場動向の理解(続き)

	TRACE 実施前の 業界の予想	TRACE 実施後 の実態 (2003年)
仲介業者の 集中	一握りの業者が取引 の大半を占める	TRACE 仲介業者上位10社が全取引件数の 35%を、上位50社が73%を占める 仲介業者上位10社が取引総額の54%を、上 位50名社が89%を占める
仲介業者の 参加	少数の取引参加者	1,900社の仲介業者が参加、うち1,700社が取 引を実行。約 500社は毎日取引を行う
個人投資家の 参加	個人投資家は少数	全ての信用クラスで多くの個人投資家が参加。 顧客取引の68% は \$100,000未満(業界がリ テイルと見なす基準)。リテイル取引は取引総 額の1.8%

TRACEの影響 II：市場の理解 (続き)

- 今日ではTRACE データを用いずに市場で取引するプロ投資家はいない
 - 50,000 のプロ投資家がリアルタイムの TRACE データにアクセス, 当初(2004年)の 4,000 名から大幅に増加

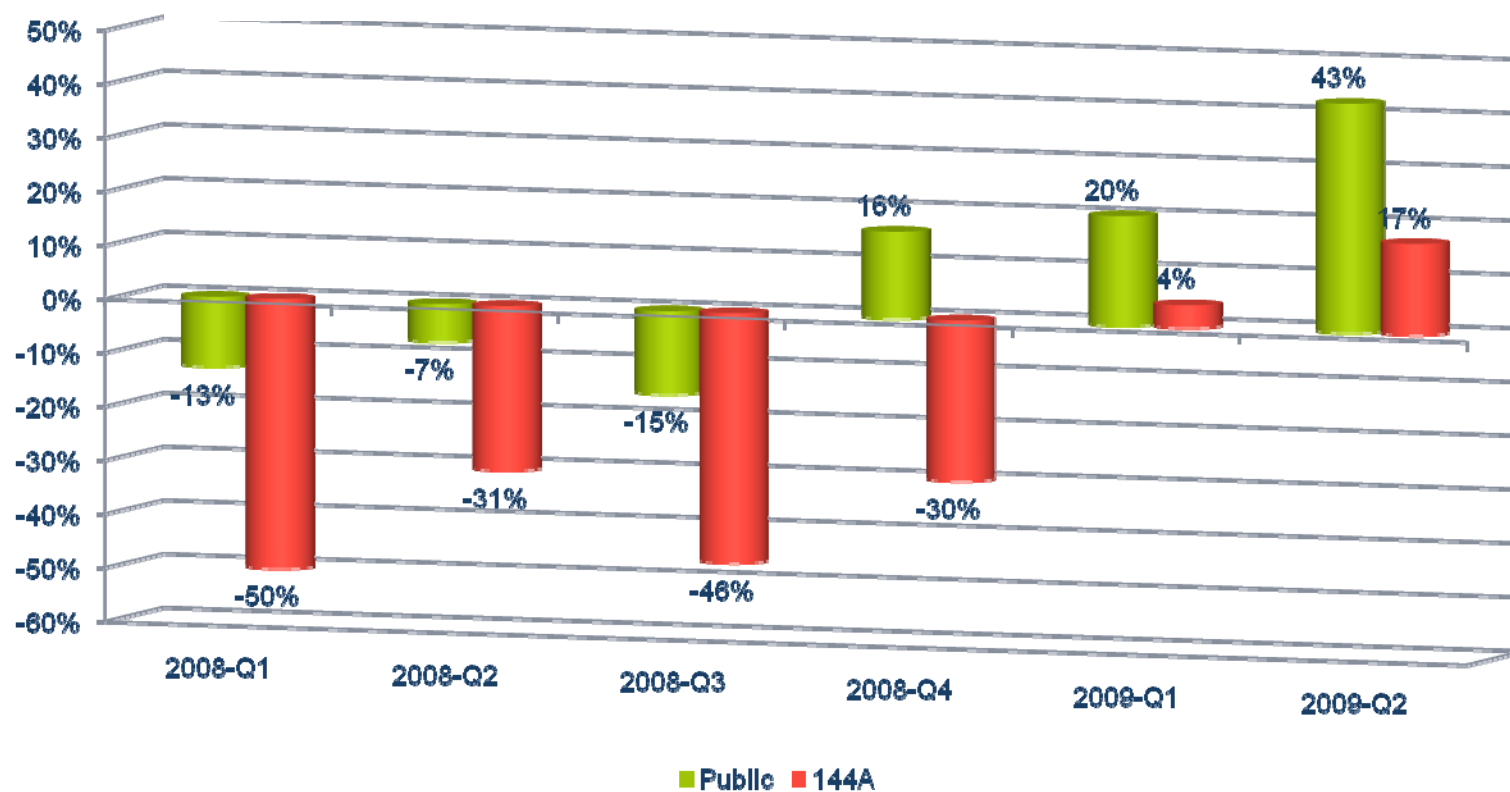
TRACE: 出来高推移

信用危機 – 144A 及び公募債取引

- 2009年第2四半期まで 144A 債券の出来高は信用危機の間、急速に落ち込んだが、その後回復し、公募債より緩やかなペースで増加している。
- 例えば、投資適格債について言えば、
 - 2008年の最初の3四半期は、公募債の出来高の落ち込みのピークは15%であり、144A 債券については50%であった。
 - 公募債出来高は2008年第4四半期について前年比増加を示したが、144A 債券は2009年の第1四半期まで増加は見られなかった。
 - 2009年の第2四半期には公募債は43%増加したが、144A 債券は17%の増加に止まった。

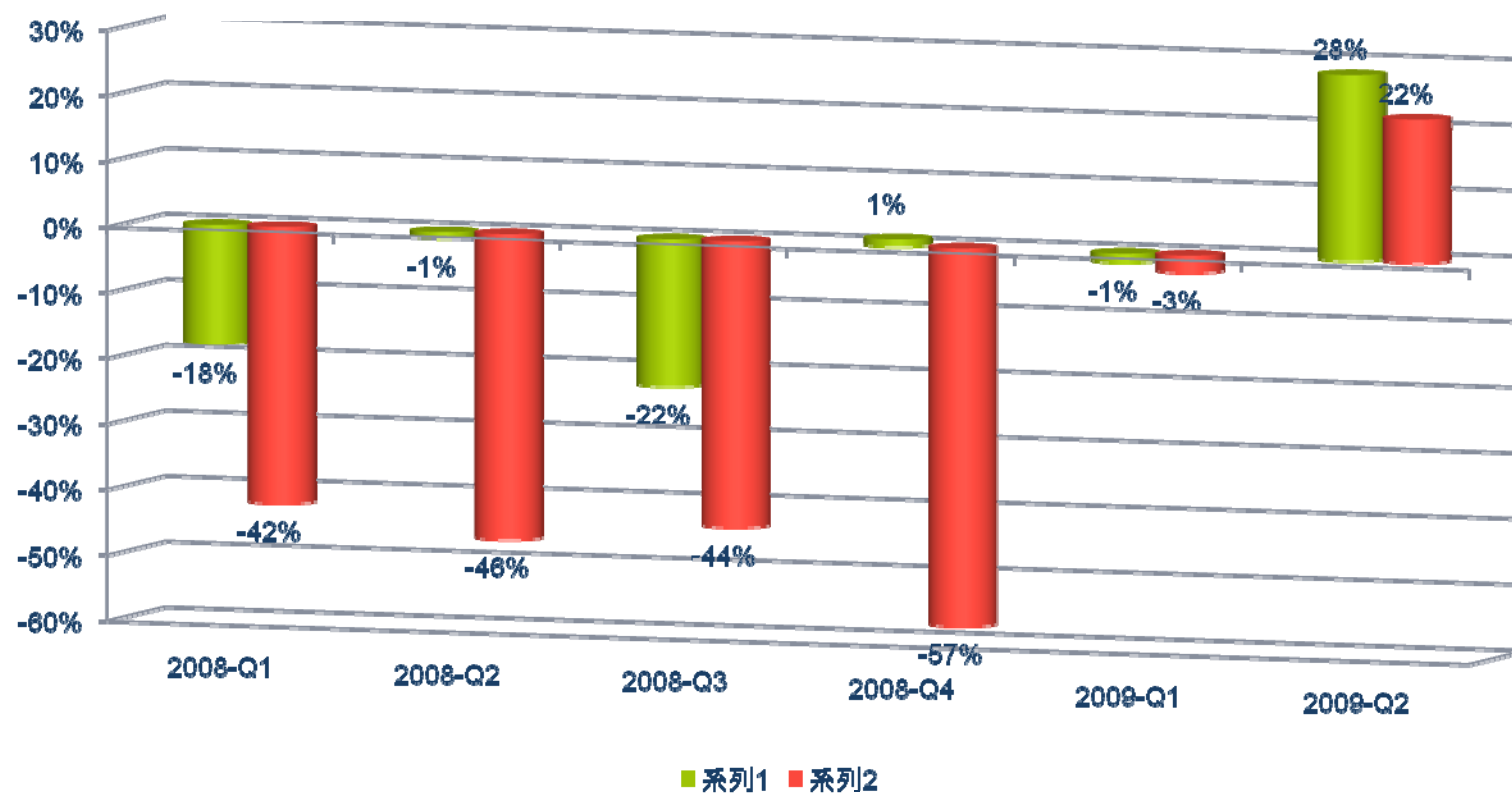
信用危機 - TRACE での投資適格債の出来高変化

投資適格債における1日平均出来高総額の年変化率（公募債 vs 144A債券）



信用危機 - TRACE でのハイールド債の出来高変化

ハイールド債における1日平均出来高総額の年変化率（公募債 vs 144A債券）



TRACE: 拡張



背景

■ 信用危機は、更なる規制当局の監視と債券市場における透明性の向上の必要性を提起した。

- 大半の議論は、ディスクロージャーの改善とより優れた価値評価情報の必要性に焦点が当てられた。
- 今日、仕組み債券の流通市場については伝聞情報しか利用できない
- FINRA はその社債市場の経験から、伝聞情報は信頼性が薄いという認識を持っている。
- Jankowitsch, Nashikkar及び Subrahmanyamの共同研究である「店頭市場における価格の分散：流動性の新たな尺度 (Price Dispersion in OTC Markets: A New Measure of Liquidity)」(2008)は、終値 (end-of-day marks) の一貫性を高めるために取引後透明性確保の重要性を強調している。
- FINRA は、流通市場の透明性向上を強く支持する機関投資家及び規制当局とともに、多様な意見交換やコンフェランスを開催している。

機関投資家の見方

- **FINRA は機関投資家のサーベイを委託したところ、彼らはエージェンシー債、資産担保証券 (ABS) 及び不動産ローン担保証券 (MBS) を対象とする透明性の強化を圧倒的に支持していることがわかった。**
 - 独立企業 (Independent Company) が、主として2007年第1四半期において100社の機関投資家 (ヘッジ・ファンド除く) の統計調査を実施した。
 - FINRA の職員は、その結果を確認するために、機関投資家10社と直接、話し合いを持った。
- **調査結果は、取引後透明性は、流動性、スプレッド及び特に債券評価にとって有効であると受け止められていることを示した。**
 - 信用危機には多面性があり、価格透明性は特效薬ではないが、パズルを解く一片である。
 - 流動性を欠いた市場においても、どんな情報も何もないよりはましである。

TRACE の拡張

■ 第Iフェーズ – 2010年3月1日に完成

- エージェンシー債 (MBSを除く) を対象に取り込むため TRACE を拡張。
- より完全な監査証跡を提供するために流通市場取引に加え、発行段階の募集を対象に取り込むため報告対象取引を拡大。
 - 上場又は確定された募集価格での取引及びテークダウン取引: (各日の) 終値報告、適時報告に対する配信料及び取引報告手数料の無料化
 - 上場又は確定された募集価格以外の価格で執行される、又は新発取引の初日以外の日に約定執行される発行市場での募集: 15 分以内の報告、配信料、報告手数料
- エージェンシー債: 約15,000 CUSIP銘柄

TRACE の拡張

■ 第IIフェーズ

- 全ての不動産ローン及び資産担保商品を対象に取り込むためTRACEを拡張
- 2010年2月22日にSECにより承認された規則改正。報告施行日 2011年5月16日。
- 当初、FINRAは、取引データを収集しようとしたが、その配信は考えていなかった。当該データは透明性の適正水準を決定するための研究材料とする予定であった。
- ABS/MBS市場は約120万CUSIP銘柄と推測される。
 - 120万CUSIP銘柄のABSのうち約100万銘柄はエージェンシー物 MBSであり、太宗が 銘柄統合 (fungible) 債である (例; TBA (to-be-announced) 取引やエージェンシー・パススルー)。
- テーラーメイド型債券 (Private label) は概ね銘柄統合不可で流動性に欠ける。
- エージェンシー物MBS市場は非常に活発であり、1日当たり平均取引量は 2009年において3000億件、これは2006年の2550億件から増加したが、2008年に記録した3450億件のピークからは減少。

付属書類: 参考資料

TRACE のデータ配信

■ リアル・タイム・データ:

- 供給配信: 「非制御的」配信手段の受入れ (例; フィード, FTP, API 及び類似のもの). 受信者に対し、内部データ、非表示アプリケーション利用を認める。
- 1日当たり1証券当たり一件のリアルタイム価格の受信を可能とするスナップショット (主として評価への利用を意図したもの): 250米ドル
- Bloomberg, MarketAxess, Reuters, TradeWebなどの市場データ・ベンダーにより提供されるデスクトップ・ディスプレイ・アプリケーション:
 - 個々のデスクトップ・ディスプレイへの閲覧申込みにより10,000件のプロ投資家のアクセス・データ
 - 一つの企業が無制限に内部デスクトップ・ディスプレイのアプリケーションが可能な企業ライセンスを通じての40,000件のプロ投資家のアクセス

■ リアル・タイム・データ (リテール利用者):

- リアル・タイムでのTRACEデータは、リテール投資家に対し、無料で個人使用、非商業目的使用で配信可能。

■ 遅延した TRACE データ:

- 配信後4時間を越えるもの: 無料 (但し、FINRAが遅延したデータを公表しているのではなく、ベンダーが行う一定の再配信)
- TRACEによる強化された時系列データ (2010年3月31日時点): 価格、約定執行日及び時間、上限なしの取引規模及び利回りを含む時系列の取引段階情報。当該データは取引日より18ヶ月利用可能。

TRACE の出来高

■ 社債出来高は現在、TRACE 創設以来の最高水準にある

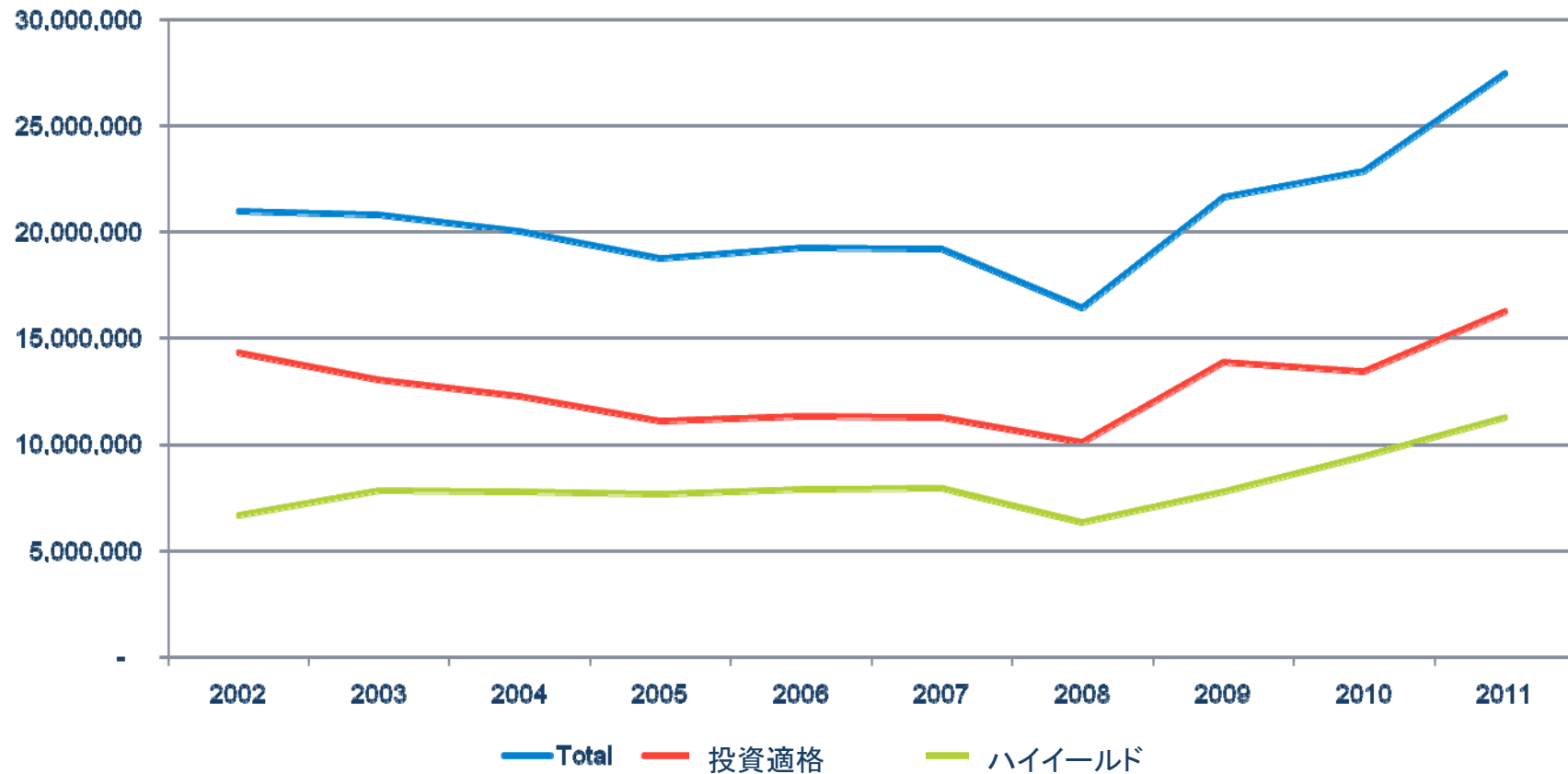
- 2011年第1四半期は、1日当たり平均取引額が 2010年第1四半期に比べ12%増加し、275 億米ドルの記録的水準となった。

■ 現在、全ての主要カテゴリーにおいて、記録的な取引量すなわち歴史的な高水準取引量となっている

- 投資適格及びハイイールド債
- 公募債及び144A 債券
- 機関投資家及びリテール投資家

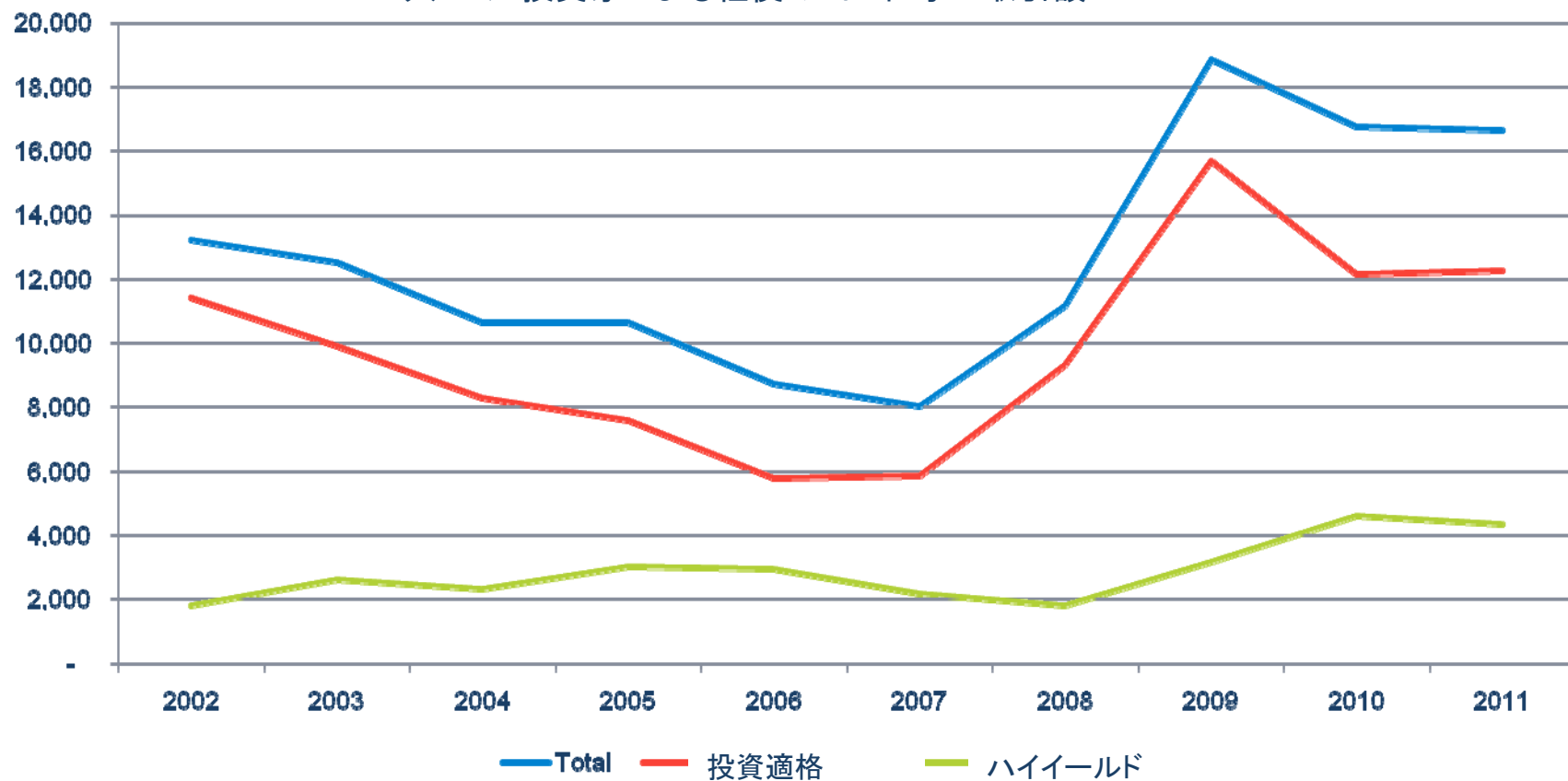
社債取引は高水準

社債のS1、1日平均総取引額(単位;千ドル)



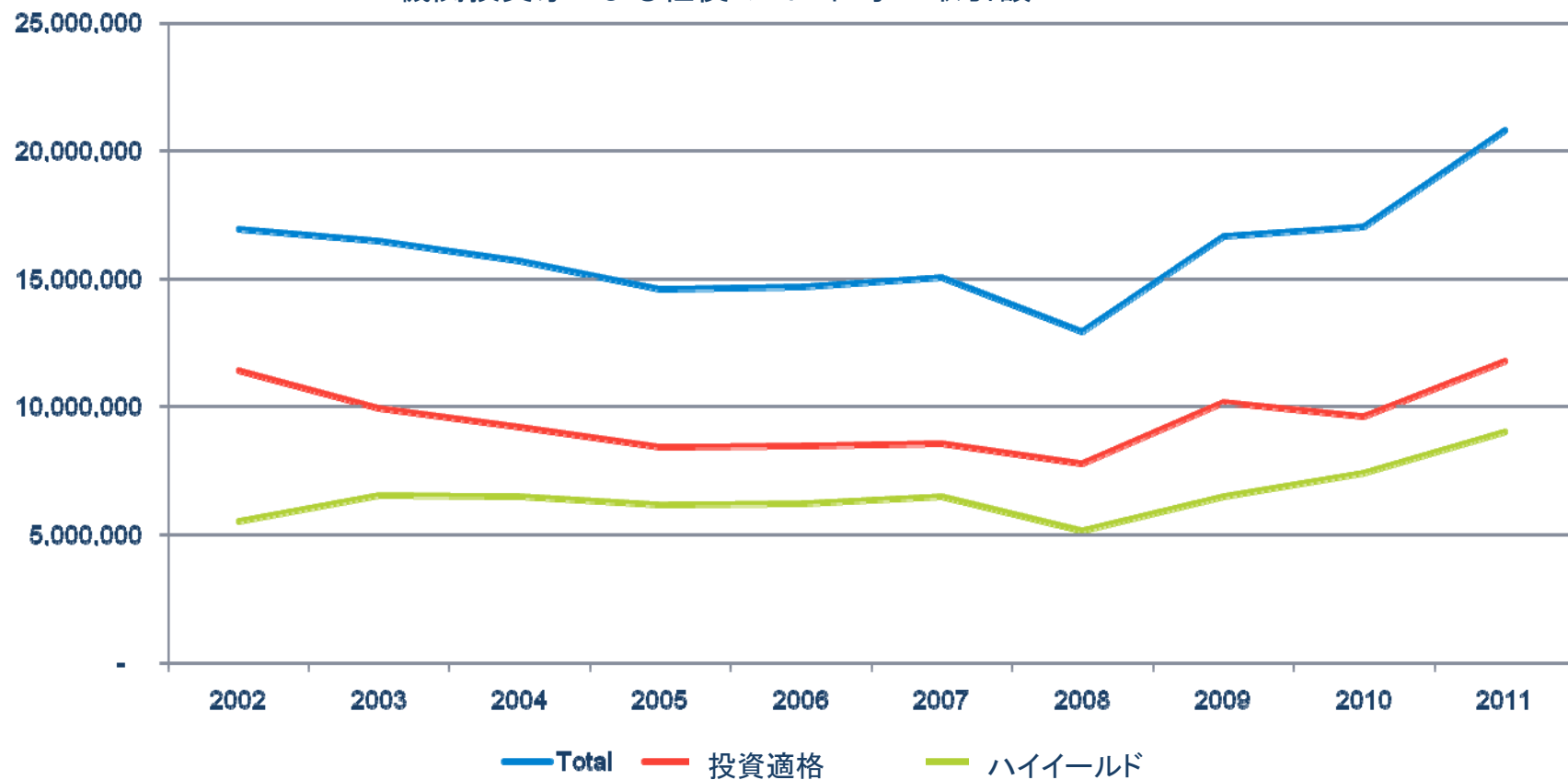
TRACE のリテール顧客平均1日当たり取引額

リテール投資家による社債の1日平均S1取引額



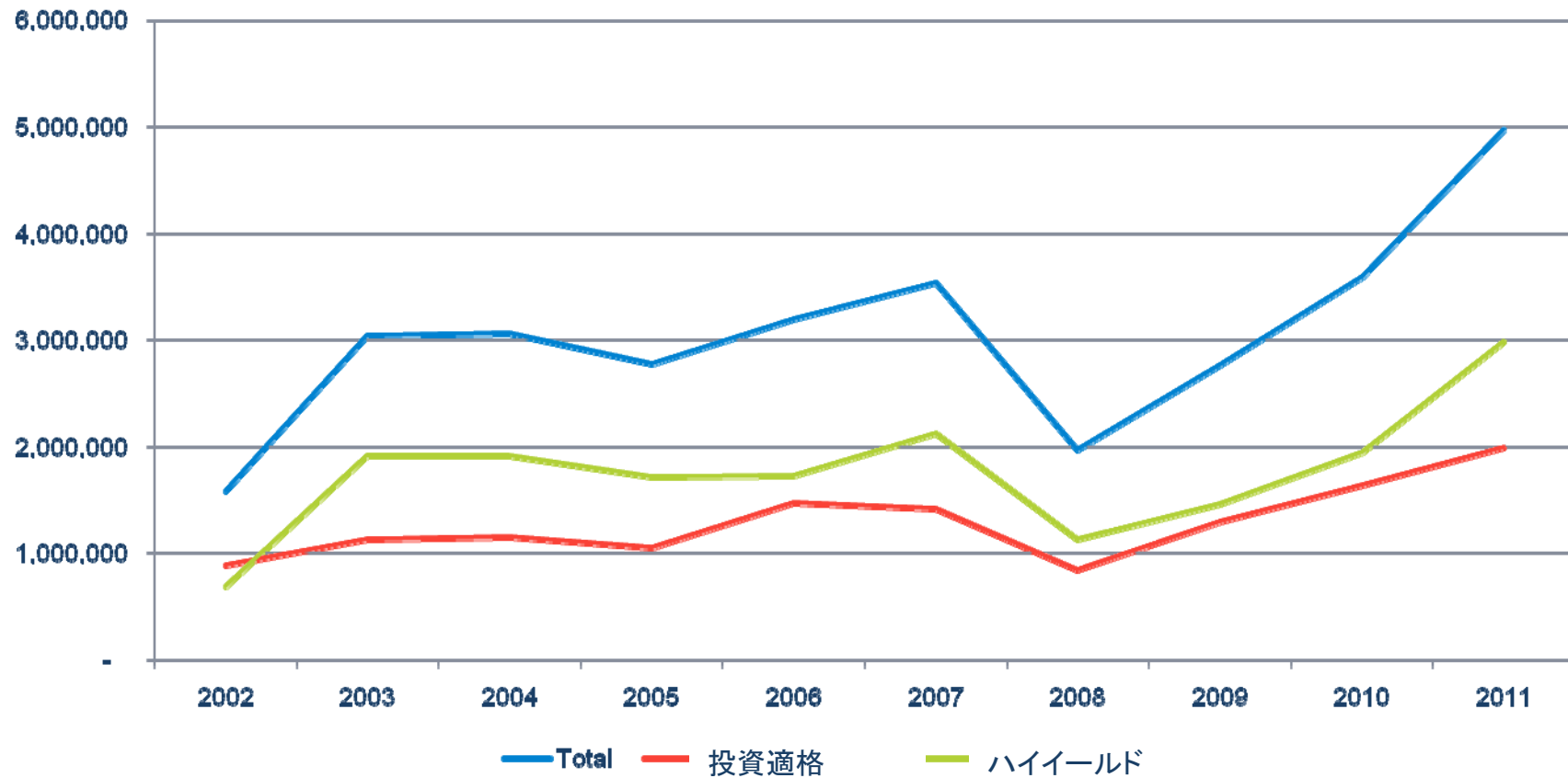
機関投資家の取引額

機関投資家による社債の1日平均S1取引額



私募 (144A) 取引額

144A S1による社債の1日平均取引額(単位;千ドル)



2011年の実績数値

- 米国社債市場は圧倒的に店頭取引である (99.99% がOTC で取引され、ごくわずかな部分が取引所で取引されている)

2011年3月31日までの利回り。カッコ内数値は2010年同期比変化率。

	総計	投資適格債 (転換債以外)	ハイールド債 (転換債以外)
ユニーク報告会社数	1,318 (-2.8%)	1,179 (-3%)	1,155 (-2.3%)
1日当たり平均報告会社数	587 (-1.3%)	467 (-2.5%)	433 (-0.5%)
1日平均取引額 (公募債 & 144A)	266 億米ドル (+9.7%)	156 億米ドル (+9.5%)	90億米ドル (+12.9%)
-顧客取引量 %	77%	74%	81%
-プリンシパル資格 %	97%	98%	97%
1日当たり平均取引数 (公募 & 144A)	43,400 (0%)	28,800 (-0.9%)	11,300 (+0.1%)

上記数値は転換債を含むが、CUSIPsのエクイティは除く

TRACE の拡張実績数値

■ 2011年 (2011年3月終了日までの利回り)

	US エージェンシー債 発行市場	US エージェンシー債 流通市場	社債 発行市場	社債 流通市場
ユニーク報告会社数	229	734	360	1,318
1日当たり平均報告会社数	40	236	61	587
1日平均取引額	17 億米ドル	102 億米ドル	126 億米ドル	266 億米ドル
- 顧客取引量 %	78%	58%	87%	77%
1日当たり平均取引数	274	5,000	2,000	43,000
- 顧客取引量 %	63%	58%	84%	60%
- リテール顧客取引量 % (顧客取引量に占める)	46%	53%	58%	64%