

Résumé

De nombreuses motivations poussent les firmes à se lister à l'étranger comme la possibilité de lever des capitaux avec de faibles coûts, l'amélioration de la liquidité de leurs titres boursiers, l'élargissement de leurs bases d'actionnariat, l'amélioration de leur visibilité et l'amélioration de leur gouvernance.

Pour se lister sur les marchés américains, les firmes disposent de plusieurs options : le listing direct ou l'émission d'actions newyorkaises enregistrées ou bien l'émission des certificats de dépôts américains (American Depositary Receipts : ADRs). Contrairement aux firmes considérant les autres formes de listings sur les marchés américains, les firmes qui choisissent de se lister à travers les ADRs proviennent aussi bien des marchés développés que des marchés en voie de développement. Ceci nous permet d'examiner l'impact des différences dans l'environnement institutionnel sur les décisions du listing croisé et de la levée des capitaux subséquente.

Dans le premier papier, nous examinons les déterminants de la décision d'émettre un ADR parmi les quatre programmes disponibles (programmes I, II, III et Règle 144A). Nous montrons que les caractéristiques des firmes (la taille, la croissance de l'actif, le levier financier, la privatisation, la structure de propriété et le pays d'origine) et les variables institutionnelles (la notation comptable du pays et la protection des actionnaires minoritaires) conditionnent ce choix. Nous examinons aussi, les déterminants d'émettre un programme d'ADR avant et après la promulgation de la loi Sarbanes-Oxley (SOX). Nous trouvons qu'à la suite de ce changement structurel, il y a une réallocation entre les différents programmes d'ADRs. Nous trouvons aussi qu'après SOX les firmes issues des

marchés émergents et des pays où la protection des actionnaires minoritaires est faible vont plutôt choisir les ADRs sous la Règle 144A et le niveau III respectivement.

Dans le deuxième article, nous examinons le lien entre les caractéristiques des firmes qui ont émis des ADRs et leurs choix subséquents du titre à émettre (dette ou capitaux propres) et du marché de destination. Nous trouvons que les firmes étrangères qui ont émis des ADRs accroissent leurs émissions de la dette et des capitaux propres et ce principalement pour les firmes issues des marchés émergents. De plus, nous trouvons que les firmes issues des marchés émergents augmentent la proportion des émissions primaires par rapport à leurs émissions secondaires après leurs listings. En outre, nous trouvons que les firmes de grandes tailles vont plutôt émettre de la dette que des capitaux propres. Nous trouvons aussi qu'après SOX, les firmes issues des marchés émergents, listés sous les programmes III et Règle 144A, émettent plus de capitaux propres durant cette période en comparaison avec la période avant SOX. Nous montrons aussi qu'après SOX, les firmes issues des marchés développés et des marchés émergents vont augmenter leurs levées des capitaux propres sur les marchés américains. Finalement, nous trouvons que les firmes émettrices d'ADRs vont plutôt recourir aux émissions primaires d'actions que de la dette pour financer leurs besoins et ce spécialement pour les firmes issues des marchés émergents.

Mots clés : Certificats de dépôts américains; cotation croisée; engagement; gouvernance; Sarbanes-Oxley; financement; capitaux propres; dette

Abstract

Foreign firms that list abroad do so for a number of reasons, including to raise new capital with lower costs, improve their stock liquidity, broaden their shareholders' base, increase their visibility, and improve their information and corporate governance environment.

Cross-listing on U.S. markets can be achieved via a direct listing, New York Registered Shares, or American depositary Receipts (ADRs). Firms that cross-list under ADR programs originate from a wide array of developed and developing countries, while firms under direct cross-listing are mostly Canadian. Focusing on ADRs thus allows us to bring to light the impact of home-country variables on the cross-listing and capital-raising decisions.

In the first paper, titled "*The Choice of ADRs*", we study the determinants of a firm's decision to issue one of the four available ADR programs (Level I, Level II, Level III, and Rule 144A). We find that the firm's attributes (size, income, asset growth, leverage, privatization, ownership structure, and country-of-origin) and the firm's home-country institutional variables (accounting rating and legal protection of minority shareholders) condition this choice. We also examine the issuing activity and the determinants of the ADR choice before and after the enactment of the Sarbanes-Oxley (SOX) Act. Following this structural change, we provide evidence of a reallocation between ADR programs. Compared to the pre-SOX period, firms from emerging markets, and those from countries with weak legal protection of minority shareholders, are more likely after SOX to choose Rule 144A and Level III, respectively.

In the second paper, titled “*International Cross-Listings and Subsequent Security-Market Choices: Evidence from ADRs*”, we study the link between the ADR-listed firms’ attributes and their subsequent security-market choices. First, we find that following ADR listings, foreign firms increase their equity and debt issues, especially emerging market firms. Moreover, being an emerging market firm increases the primary shares in new equity issues after ADR listings. We also find that large firms are more likely to issue debt and less likely to issue equity. Following SOX, we find that more emerging market firms, under Level III and Rule 144A, issue equity compared to the pre-SOX period. Moreover, we find that after SOX, Level III ADR firms increase their public equity issues on U.S. markets. Finally, we find that ADR firms rely more on primary-equity resources than on debt following their listings, especially for emerging market firms.

Keywords: ADR; cross-listing; bonding; governance; Sarbanes-Oxley Act; financing; equity; debt