



Impact des caractéristiques des dirigeants sur la détention de liquidité des entreprises françaises

Dorra Talbi

ESSECT, Université de Tunis, Tunisie
Lab. FCF- Université de Tunis el Manar
dorra.talbi@essect.u-tunis.tn
<https://orcid.org/0000-0002-9910-4090>

Mouna Baccouri

ESSECT, Université de Tunis, Tunisie
Lab. MOCFINE- Université de Manouba
mouna.baccouri@essect.u-tunis.tn
<http://orcid.org/0000-0002-0332-4540>

Reçu le 15-07-2025 / Évalué le 27-09-2025 / Accepté le 30-11-2025

Résumé

Cette étude examine l'impact des caractéristiques des dirigeants sur la détention de liquidités des entreprises françaises cotées. En s'appuyant sur la théorie des échelons supérieurs et les approches financières traditionnelles, elle analyse le rôle de l'âge, de l'ancienneté et de l'origine du directeur général (CEO, *Chief Executive Officer*) dans les décisions de trésorerie. L'analyse empirique porte sur un échantillon d'entreprises non financières du CAC 40 sur la période 2017-2021, en mobilisant des méthodes d'estimation adaptées aux données de panel. Les résultats montrent que l'origine du dirigeant et son âge influencent négativement la détention de liquidités, tandis que l'ancienneté exerce un effet positif. Des relations non linéaires sont également mises en évidence, révélant une courbe en U pour l'âge et en U inversé pour l'ancienneté. Ces résultats soulignent que les politiques de trésorerie ne dépendent pas uniquement de facteurs économiques, mais également des caractéristiques comportementales des dirigeants.

Mots-clés : détention de liquidité, dirigeants, gouvernance, comportement managérial, CAC 40

Impact of CEO Characteristics on Cash Holdings of French Firms

Abstract

This study examines the impact of CEO characteristics on cash holdings of French listed firms. Drawing on upper echelons theory and traditional financial approaches, it analyzes the role of CEO age, tenure and origin in cash management decisions. The empirical analysis is based on a sample of non-financial CAC 40 firms over the period 2017-2021, using estimation methods suitable for panel data. The results show that CEO origin and

age negatively affect cash holdings, while tenure has a positive effect. Nonlinear relationships are also identified, revealing a U-shaped relationship for age and an inverted U-shaped relationship for tenure. These findings highlight that cash holding policies are not solely driven by economic factors but are also influenced by the behavioral characteristics of managers.

Keywords: cash holdings, CEOs, governance, managerial behavior, CAC 40

Introduction¹

La détention de liquidités constitue un thème central en finance d'entreprise, car elle influence directement la résilience financière, la flexibilité stratégique et la capacité des entreprises à faire face aux chocs économiques. La recherche s'est longtemps appuyée sur des approches fondées sur les déterminants économiques, notamment la théorie du compromis (Opler et *al.*, 1999), le financement hiérarchique (Myers, Majluf, 1984) ou la théorie du free cash-flow (Jensen, 1986). Ces cadres reposent sur l'idée que les dirigeants prennent leurs décisions selon une rationalité quasi optimale et qu'ils ajustent les niveaux de liquidités en fonction de considérations transactionnelles, prudentielles ou spéculatives.

Cependant, ces approches ne parviennent pas toujours à expliquer les différences marquées observées entre entreprises confrontées à des conditions similaires. Les décisions en matière de trésorerie reposent en partie sur le jugement individuel des dirigeants, qui disposent d'une marge discrétionnaire importante dans l'allocation des ressources (Lim, Lee, 2019). Cette dimension managériale, longtemps négligée par les modèles traditionnels, a favorisé l'émergence d'approches davantage centrées sur les comportements et les caractéristiques personnelles des décideurs. La théorie des échelons supérieurs (Hambrick, Mason, 1984) offre un cadre particulièrement pertinent pour appréhender ces dynamiques. Elle avance que les dirigeants n'agissent pas en fonction d'une rationalité parfaite, mais à travers leurs filtres cognitifs, leurs expériences, leurs valeurs et leurs préférences. Ces dimensions, bien que difficiles à observer directement, se

¹ La rédaction du manuscrit a été répartie comme suit : Mouna Baccouri a rédigé l'introduction et la revue de la littérature (sections 1 et 2), ainsi que les fondements théoriques et le développement des hypothèses ; - Dorra Talbi a rédigé la méthodologie, la présentation des données, les analyses empiriques et les résultats (sections 3 et 4), ainsi que les tests de robustesse et la conclusion.

reflètent dans des caractéristiques telles que l'âge, l'ancienneté, le parcours professionnel ou la formation (Carpenter et *al.*, 2004). Suivant cette logique, notre étude s'intéresse à trois attributs managériaux susceptibles d'influencer les décisions de liquidité : l'âge du directeur général (CEO, *Chief Executive Officer*), son ancienneté dans ses fonctions et son origine interne ou externe.

À partir de ces éléments, notre travail cherche à déterminer si les choix de trésorerie résultent uniquement de facteurs économiques ou s'ils traduisent également les spécificités comportementales et institutionnelles du dirigeant. L'analyse repose sur un échantillon d'entreprises non financières du CAC 40 couvrant la période 2017-2021. Cette période est particulièrement pertinente : elle combine un environnement relativement stable avant la pandémie avec un choc exogène majeur, celui du COVID 19, marqué par une instabilité extrême, une forte incertitude et des contraintes financières exceptionnelles. Une telle fenêtre temporelle permet d'observer à la fois le fonctionnement des entreprises en période calme et les ajustements imposés par une crise inédite.

Nos résultats empiriques indiquent que l'âge et l'origine interne du CEO réduisent la propension à détenir des liquidités, tandis que l'ancienneté exerce un effet positif jusqu'à un certain seuil, puis décroît – illustrant une relation en U inversé autour de 21 ans. L'âge du dirigeant suit, quant à lui, une relation en U, avec un tournant autour de 67,5 ans, suggérant que les dirigeants plus âgés privilégient des niveaux de liquidité plus conservateurs. Ces observations, robustes à des mesures alternatives de trésorerie, confirment que les politiques de liquidité reflètent les préférences et le contexte institutionnel du dirigeant. Par ailleurs, l'utilisation de méthodes instrumentales (GMM en système et 2SLS) permet de confirmer la fiabilité de nos résultats face aux enjeux d'endogénéité. Ces analyses valident notamment une vitesse d'ajustement élevée de 76,9 % pour les firmes du CAC 40.

Cette recherche apporte plusieurs contributions. D'abord, elle montre que les décisions de liquidité sont influencées par les caractéristiques individuelles du dirigeant, et ne relèvent donc pas uniquement des mécanismes économiques traditionnels. Ensuite, elle met en évidence le rôle de la discrétion managériale dans les choix financiers, en soulignant

que l'âge, l'ancienneté et l'origine du PDG façonnent les préférences en matière de trésorerie. Enfin, elle enrichit les travaux en finance comportementale en intégrant l'origine interne ou externe du dirigeant, un déterminant encore très peu exploré dans les études sur les liquidités (*cash holdings*).

La section suivante présente une revue de la littérature sur la relation entre les caractéristiques des dirigeants et la détention de liquidités. L'échantillon, la mesure des variables et le modèle de recherche sont décrits dans la section 3. La section 4 valide la robustesse des résultats. Enfin, la section 5 synthétise les conclusions et discute leur importance.

1. Revue de la littérature

Cette section constitue une analyse critique de la littérature existante relative aux liquidités détenues par les entreprises. Elle se poursuit par l'élaboration des hypothèses de recherche, en examinant l'influence des caractéristiques du PDG sur la gestion des liquidités.

1.1. Synthèse des recherches sur la détention de liquidité

La littérature antérieure s'appuie principalement sur les théories économiques traditionnelles pour expliquer les différences transversales dans les détentions de liquidités des entreprises. Cet ensemble de théories a largement contribué à approfondir la compréhension des politiques de gestion de trésorerie des entreprises (Opler et *al.*, 1999 ; Alkhataybeh et *al.*, 2022 ; Talbi, Menchaoui, 2022 ; Guizani et *al.*, 2023). Selon la théorie du compromis, le montant de liquidités conservé par une entreprise résulte d'un arbitrage entre les avantages et les coûts liés à la détention de liquidités, ce qui implique que les entreprises fixent un niveau optimal de trésorerie. La théorie du financement hiérarchique prévoit que les entreprises confrontées à des coûts élevés de financement externe et à des coûts du capital importants privilégieront le financement interne et détiendront davantage de liquidités, ou inversement. La disponibilité de ces fonds permet aux entreprises de réduire leur exposition aux marchés

financiers, lesquels impliquent souvent des coûts de transaction et des problèmes d'asymétrie d'information (Boubaker et *al.*, 2015).

Les théories du compromis et du financement hiérarchique supposent que les dirigeants agissent toujours dans l'intérêt des actionnaires, ce qui implique l'absence de conflits d'agence entre les deux parties (Belghitar, Khan, 2013 ; Hayes, Schaefer, 2000). Cependant, la conservation excessive de la liquidité peut avoir des inconvénients. En effet, la théorie du flux de trésorerie libre soutient que lorsque des flux de trésorerie élevés existent, des conflits d'agence importants peuvent survenir, suggérant que les dirigeants peuvent ne pas agir pour accroître la richesse des actionnaires. Les gestionnaires peuvent utiliser les excédents de trésorerie à leur avantage, car cela leur confère une plus grande latitude sans être soumis à la surveillance des investisseurs externes lorsqu'ils ont besoin de capitaux. Les excédents de liquidités peuvent ainsi aider les dirigeants opportunistes à générer des gains personnels, tels que la constitution d'empires via des acquisitions, la réalisation d'investissements opaques et inefficaces, ou encore l'obtention de rémunérations excessives (Harford et *al.*, 2008 ; Chen et *al.*, 2023). Par conséquent, ils conserveront davantage de liquidités afin d'accroître les actifs sous leur contrôle et de réduire le recours au financement externe, ce qui diminue la discipline imposée par le marché (Alkhataybeh et *al.*, 2022).

Keynes (1937) considère que les entreprises détiennent des liquidités pour faire face aux dépenses courantes (motif de transaction), pour se prémunir contre les événements imprévus (motif de précaution) et pour investir dans des opportunités futures (motif spéculatif), conformément aux théories du compromis et du financement hiérarchique, également connues sous le nom d'hypothèse des frictions financières. Dans le même sens, Opler et *al.* (1999) et Bates et *al.* (2009) ont étudié les raisons pour lesquelles les entreprises conservent des niveaux élevés de liquidités. Ces motifs peuvent être résumés ainsi : (1) coûts de transaction, (2) protection contre les chocs négatifs, (3) fiscalité des distributions, et (4) volonté des dirigeants de financer des avantages personnels et des projets renforçant leur pouvoir.

1.2. Développement des hypothèses

Le point commun des théories économiques traditionnelles réside dans le fait qu'elles supposent un comportement individuel rationnel, laissant ainsi peu de place aux facteurs humains. Or, selon la finance comportementale, les agents économiques ne sont pas rationnels. Un courant émergent de la littérature financière considère la « rationalité limitée » et les traits comportementaux des décideurs comme des déterminants clés des décisions financières (Subrahmanyam, 2008). Dans cette optique, certains auteurs ont intégré d'autres théories aux approches traditionnelles afin d'offrir une analyse plus approfondie en incorporant des dimensions comportementales pour expliquer la gestion de trésorerie des entreprises. En effet, selon les théories des échelons supérieurs et du capital humain, les caractéristiques des dirigeants constituent des attributs essentiels de la performance de l'entreprise et peuvent, par conséquent, influencer la politique de trésorerie (Hambrick, Mason, 1984 ; Harris, Helfat, 1997 ; Hayes, Schaefer, 2000).

1.2.1. Âge du dirigeant (CEO) et détention de liquidités par l'entreprise

Selon la théorie des échelons supérieurs, les dirigeants plus âgés (CEOs) sont plus averse au risque et plus conservateurs que les dirigeants plus jeunes (Barker, Mueller, 2002 ; Hambrick, Mason, 1984). Par conséquent, les dirigeants âgés ont tendance à détenir davantage de liquidités afin de se prémunir contre des événements défavorables futurs. De plus, les dirigeants averse au risque privilégient le financement interne (jugé sûr) au financement externe (considéré plus risqué). Ainsi, nous nous attendons à ce que les dirigeants plus âgés soient plus conservateurs et attachés au motif de précaution lié à la trésorerie, ce qui se traduit par des niveaux de liquidités plus élevés que ceux des dirigeants plus jeunes.

Deuxièmement, les dirigeants âgés ont des horizons temporels plus courts. Ces horizons de carrière limités réduisent leur capacité à façonner des orientations stratégiques conformes à leurs préférences personnelles. Bertrand et Schoar (2003), qui identifient l'influence systématique et persistante des gestionnaires sur les politiques d'entreprise, constatent que

les dirigeants issus de générations plus anciennes semblent moins agressifs, optant pour des dépenses d'investissement plus faibles, un levier financier réduit et des niveaux de liquidités plus élevés. Par ailleurs, les investissements à long terme mobilisent des fonds au détriment de la rentabilité immédiate et ne génèrent des bénéfices qu'à long terme, ce qui ne profite pas aux dirigeants âgés. En conséquence, ces derniers perdent de l'intérêt pour les investissements et opportunités à long terme et se concentrent davantage sur le court terme (Barker, Mueller, 2002 ; McClelland, O'Brien, 2011).

Hypothèse 1 : L'âge du dirigeant influence positivement le niveau de liquidités détenues par l'entreprise.

1.2.2. Ancienneté du dirigeant (CEO tenure) et détention de liquidités par l'entreprise

L'expertise, les connaissances et la réputation s'accroissent avec l'ancienneté du dirigeant (Gupta, Govindarajan, 1984). Par conséquent, à mesure que la réputation du PDG se renforce avec l'ancienneté, il est plus susceptible de maintenir une qualité élevée des rapports financiers. Ainsi, les nouveaux dirigeants doivent apprendre à connaître l'organisation et l'environnement dans lequel leur entreprise évolue (Richard et *al.*, 2009). Ils sont plus susceptibles d'envisager plusieurs options, d'adopter une perspective plus externe, et se montrent plus réceptifs aux nouvelles idées, au changement et à l'expérimentation que les PDG en poste depuis longtemps (Hambrick et *al.*, 1993).

La littérature théorique avance deux points de vue opposés pour expliquer la relation entre l'ancienneté des dirigeants et la détention de liquidités. Premièrement, selon la théorie de l'agence, à mesure que l'asymétrie d'information diminue avec l'ancienneté, la qualité des rapports financiers s'améliore. Cependant, le dirigeant tend à devenir plus enraciné dans ses fonctions. Après avoir établi sa réputation, il se préoccupe moins de la construire et davantage de la protéger (Diamond, 1989). Les dirigeants en poste depuis longtemps, dans des entreprises disposant de réserves de liquidités importantes, peuvent gaspiller ces excédents, réduisant ainsi la valeur marginale de la trésorerie.

Inversement, selon la théorie des échelons supérieurs et les études montrant des schémas réguliers dans le cycle de vie des dirigeants, les PDG ayant une longue ancienneté se préoccupent moins du coût d'opportunité lié à la détention de liquidités excédentaires, ce qui peut les amener à conserver davantage de liquidités que les dirigeants récemment nommés.

Sur la base de cette discussion, nous reformulons les hypothèses suivantes :

Hypothèse 2a : Il existe une relation négative entre l'ancienneté du dirigeant et la détention de liquidités (théorie de l'agence).

Hypothèse 2b : Il existe une relation positive entre l'ancienneté du dirigeant et la détention de liquidités (théorie des échelons supérieurs).

1.2.3. Origine du dirigeant (CEO origin) et détention de liquidités par l'entreprise

Récemment, de nombreux travaux ont été menés sur la succession des PDG. Lorsqu'un PDG est nommé en interne ou recruté à l'extérieur, le mode d'accès au poste est interprété différemment dans chaque cas. De plus, les entreprises font face à des arbitrages lorsqu'elles décident de recruter un dirigeant interne ou externe, ainsi qu'à des compromis liés à l'expérience des candidats externes.

D'un côté, les candidats internes apportent stabilité organisationnelle, connaissances et compétences spécifiques à l'entreprise et au secteur, et favorisent la motivation des employés. Les dirigeants internes peuvent être considérés comme des preneurs de risque (Zajac, 1990 ; Kuang et *al.*, 2014) en raison de leur connaissance approfondie de l'entreprise et de leur exposition fréquente au conseil d'administration. Ils sont donc plus susceptibles de s'engager dans des activités liées à la trésorerie, potentiellement plus risquées. Par conséquent, les PDG internes peuvent adopter une attitude passive vis-à-vis des activités de planification fiscale, compte tenu de leur connaissance empirique des ressources et des contraintes de financement de l'entreprise.

La situation des dirigeants externes est également ambiguë. En effet, les candidats externes élargissent le vivier de recrutement, peuvent apporter des connaissances et compétences pertinentes pour le secteur, et sont plus susceptibles d'introduire des stratégies nouvelles ou exploratoires.

Cependant, ils accroissent l'asymétrie d'information en matière de connaissances et de compétences (Zhang, 2008). Selon Zhang et Rajagopalan (2010), les PDG externes peuvent mettre en œuvre un changement graduel et non perturbateur (effet adaptatif) accepté par la direction interne et les autres parties prenantes.

Du côté de l'offre, les entreprises disposant d'un grand nombre de candidats internes de qualité sont moins susceptibles de recruter à l'extérieur. À titre d'exemple, la probabilité d'embaucher un PDG externe diminue avec la taille et l'âge de l'entreprise. Du côté de la demande, l'une des principales raisons pour lesquelles les entreprises recrutent un PDG externe est de provoquer un changement organisationnel.

Hypothèse 3 : La détention de liquidités est positivement associée à l'origine du dirigeant.

Variables	Description
Variable dépendante CH ₁	Le ratio cash. Liquidité et équivalent de liquidité sur le total actif hors trésorerie Logarithme du ratio cash
CH ₂	
Caractéristiques du dirigeant CEO Age CEO tenure CEO origin	Logarithme de l'âge du dirigeant Logarithme de l'ancienneté du dirigeant Origine du dirigeant. C'est une variable binaire qui prend 1 lorsque le dirigeant est interne et 0 s'il est externe
Variables de contrôle ROA LEV CAPEX SIZE	Rendement des actifs. Résultat net sur total actif Ratio d'endettement. Dettes totales sur total actif Ratio des dépenses en investissement. Dépenses d'investissement sur total actif Taille de la firme. Logarithme de l'actif total

Tableau 1. Description des variables

2. Méthodologie de recherche

L'objectif de cette étude est de vérifier l'impact des caractéristiques des dirigeants (PDG) sur la détention de liquidités des entreprises en France. L'échantillon utilisé comprend des entreprises non financières cotées sur l'indice français CAC 40 pour la période 2017-2021. Les entreprises financières ont été exclues en raison de leurs spécificités en matière de règles comptables, de décisions financières et de méthodes de gouvernance.

2.1. Présentation du modèle et mesure des variables

L'objectif principal de cette recherche est d'examiner si les entreprises françaises ajustent activement leurs détentions de liquidités en fonction des caractéristiques des dirigeants (PDG). Pour tester nos hypothèses, nous formulons le modèle suivant :

$$CH_{i,t} = C + \lambda_1 CEO_{Age_{i,t}} + \lambda_2 CEO_{tenure_{i,t}} + \lambda_3 CEO_{origin_{i,t}} + \lambda_4 ROA_{i,t} + \lambda_5 LEV_{i,t} + \lambda_6 CAPEX_{i,t} + \lambda_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Formule 1

Avec :

Détention de liquidités (CH). La variable dépendante, la détention de liquidités, est mesurée par deux mesures différentes. La première (CH1) est le ratio de liquidités, calculé en divisant la trésorerie et les équivalents de trésorerie par les actifs hors trésorerie ; la deuxième (CH2) est le logarithme de CH1.

Caractéristiques du dirigeant (CEO). En tant que variables indépendantes, trois caractéristiques sont prises en compte :

CEOAge : âge du dirigeant en années.

CEOTenure : durée pendant laquelle le dirigeant actuel occupe son poste.

CEOorigin : variable dichotomique prenant la valeur 1 si le dirigeant est un initié (nommé en interne) et 0 s'il est un externe (nommé hors de l'entreprise).

Variables de contrôle : En s'appuyant sur les arguments des théories économiques traditionnelles (Opler et *al.*, 1999 ; Orens et Reheul, 2013 ; Guizani et Ajmi, 2020 ; Talbi et Menchaoui, 2022 ; Guizani et *al.*, 2023 ; Guizani et Larabi, 2025), certaines variables spécifiques susceptibles d'influencer le niveau de détention de liquidités sont retenues :

Return on Assets (ROA) : ratio du résultat net sur le total des actifs.

Leverage (LEV) : ratio des dettes totales sur le total des actifs. L'endettement compense le fait que le remboursement de la dette a généralement un impact sur la trésorerie.

Capital expenditure (CAPEX) : ratio des actifs corporels sur le total des actifs. Les dépenses d'investissement réduisent la trésorerie car elles constituent une source de financement privilégiée (Harford, 1999).

Taille de l'entreprise (SIZE) : logarithme naturel du total des actifs. La littérature sur la trésorerie est partagée quant aux effets de la taille sur les niveaux de liquidités. L'effet peut être négatif en raison des économies d'échelle dans la détention d'actifs liquides (Miller, Orr, 1966 ; Talbi, Menchaoui, 2023), ou positif si les grandes entreprises génèrent davantage d'opportunités d'investissement nécessitant plus de liquidités (Opler et *al.*, 1999).

2.2. Analyse univariée

Les statistiques descriptives pour chacune des variables sont présentées dans le Tableau 2.

	CH ₁	CEO origin	CEO Age	CEO Tenure	LEV	ROA	SIZE	CAPEX
Minimum	0.0068	0	44	1	0.0024	-0.1281	3.5079	0.0012
Maximum	0.9381	1	72	43	1.1806	0.7454	5.6206	0.2417
Moyenne	0.1577	0.6776	57.5333	10.0222	0.2129	0.0601	4.5549	0.0361
Médiane	0.1063	1	57	6	0.1714	0.0458	4.5703	0.0257
Std. Dev	0.1633	0.4686	7.1013	10.0495	0.1732	0.0798	0.4059	0.0361
Skewness	2.5731	-0.7608	0.1480	1.5389	2.2774	4.7473	- 0.0301	2.5805
Kurtosis	10.0904	1.5788	2.0542	4.5375	10.3862	36.0515	2.6146	11.5666
Fréquence		0 / 56 (31 %) 1 / 124 (69 %)						

Tableau 2 : Statistiques descriptives

Le Tableau 2 présente les statistiques descriptives des variables utilisées. La variable dépendante, la détention de liquidités (CH₁), montre une variation importante entre les entreprises, avec des valeurs allant de 0,0068 à 0,9381 et une médiane de 0,1063. La distribution est fortement asymétrique à droite (asymétrie = 2,5731) et le ptokurtique (kurtosis = 10,0904), ce qui indique que, bien que la plupart des entreprises détiennent une quantité modeste de liquidités, certaines conservent des réserves très élevées.

Concernant l'origine du dirigeant, l'échantillon se compose de 124 dirigeants internes (69 %) et 56 dirigeants externes (31 %). La distribution est asymétrique à gauche (asymétrie = - 0,7608), reflétant la prédominance des nominations internes. L'âge des dirigeants (AGE) varie de 44 à 72 ans, avec une médiane de 57 ans. La distribution est approximativement normale, avec une asymétrie de 0,1480 et une kurtosis de 2,0542, suggérant

une représentation relativement équilibrée des groupes d'âge. L'ancienneté des dirigeants varie considérablement, de 1 à 43 ans, avec une médiane de 6 ans. Les données sont asymétriques à droite (1,5389) et leptokurtiques (4,5375), ce qui implique que, bien que la plupart des dirigeants aient une ancienneté relativement courte, certains occupent leur poste depuis des périodes exceptionnellement longues. L'endettement (LEV) montre une variabilité plus importante, avec des valeurs comprises entre 0,0024 et 1,1806 et une médiane de 0,1714. La distribution est fortement asymétrique à droite (2,2774) et leptokurtique (10,3862), ce qui révèle la présence d'entreprises avec des niveaux d'endettement très élevés.

Variable	CH _i							
CH1	1	CEO origin	CEO Age	CEO Tenure	LEV	ROA	SIZE	CAPEX
CEO origin	-0,1134 (-1,523)							
CEO Age	-0,1697*** (-2,297)	1						
CEO Tenure	0,0597 (0,798)	0,0630 (0,842)	1					
LEV	0,2259*** (3,093)	0,0156 (0,209)	0,6408*** (11,137)	1				
ROA	0,3063*** (4,293)	0,1495*** (2,017)	-0,0754 (-1,008)	0,0496 (0,662)	1			
SIZE	-0,3512*** (-5,004)	-0,0873 (-1,170)	-0,0012 (-0,016)	0,1178 (1,583)	0,0331 (0,442)	1		
CAPEX	0,3319*** (4,695)	-0,0488 (-0,651)	0,1368* (1,843)	-0,1424* (-1,919)	-0,1833*** (-2,488)	-0,2960*** (-4,135)	1	
Notes : Toutes les variables sont présentées dans le Tableau 1. Les statistiques sont indiquées entre parenthèses. Les effets fixes année et entreprise sont contrôlés dans toutes les régressions. *, **, et *** indiquent une significativité aux seuils de 1%, 5% et 10% respectivement.		-0,0807 (-1,080)	0,1881*** (2,555)	0,0467 (0,624)	0,2245*** (3,073)	0,2563*** (3,537)	-0,2315*** (-3,174)	1

Tableau 3 : Matrice de corrélation

Le Tableau 3 présente la matrice de corrélation de Pearson entre les variables. Les coefficients ne révèlent aucun problème de multi colinéarité, la plupart restant modérés ou faibles, à l'exception de la corrélation entre AGE et TENURE. Cela justifie l'inclusion simultanée de ces variables dans les analyses de régression multivariée. De plus, à première vue, la détention de liquidités semble positivement corrélée avec l'endettement, la rentabilité (ROA) et les dépenses d'investissement, ce qui suggère que les entreprises

plus endettées et plus rentables tendent à détenir davantage de liquidités. En revanche, la trésorerie est négativement associée à l'âge du dirigeant, au statut d'initié et à la taille de l'entreprise. La plupart des corrélations sont faibles, à l'exception d'une forte relation entre l'âge et l'ancienneté du dirigeant, ce qui indique l'absence de problèmes sérieux de multi colinéarité.

2.3. Analyse multivariée

Le Tableau 4 présente les résultats des régressions examinant l'impact des caractéristiques des dirigeants sur la détention de liquidités des entreprises. Étant donné la structure en panel de nos données et la présence probable d'hétéroscédasticité et de corrélations intra-individuelles, l'estimation par EGLS (Estimated Generalized Least Squares) s'est avérée plus appropriée que les MCO. En effet, lorsque les erreurs ne sont pas sphériques, les MCO produisent des estimateurs inefficients et des erreurs standards biaisées, ce qui compromet la validité des tests statistiques (voir Greene, 2012 ; Wooldridge, 2010). À l'inverse, l'EGLS permet de corriger la matrice de variance-covariance et d'obtenir des estimations plus efficaces dans les modèles de panel (Baltagi, 2021). L'utilisation de cette méthode renforce ainsi la robustesse de nos conclusions concernant l'effet des caractéristiques managériales sur la détention de liquidités.

Variable	CH ₁	CH ₂
Constante	1.3281 (4.725)***	0.406 (4.03)***
CEO Origin	-0.0299 (-2.241)*	-0.012 (-2.91)***
CEO Age	-0.6403 (-3.945)**	-0.207 (-3.62)***
CEO Tenure	0.0571 (3.6937)**	0.018 (2.26)**
LEV	0.1026 (17.718)***	0.0386 (6.20)***
ROA	0.2933 (3.464)**	0.0719 (2.11)**
SIZE	-0.0375 (-2.110)*	-0.0162 (-2.94)***
CAPEX	1.3289 (4.739)***	0.1972 (2.74)***
R ² ajustée	0.6988	0.547
F	60.3526***	28.07***
Notes : Toutes les variables sont présentées dans le Tableau 1. Les statistiques t sont indiquées entre parenthèses. Les effets fixes année et entreprise sont contrôlés dans toutes les régressions. *, ** et *** indiquent une significativité aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.		

Tableau 4. Impact des caractéristiques des dirigeants sur la détention de liquidité

Le modèle explore la relation directe entre les caractéristiques des dirigeants à savoir l'origine, l'âge et l'ancienneté sur la détention de liquidités, tout en contrôlant les variables au niveau de l'entreprise telles que l'endettement, la rentabilité (ROA), la taille et les dépenses d'investissement. Les résultats montrent que l'origine du dirigeant a une association significative et négative avec la détention de liquidités ($\beta = -0,0299$; $p < 0,05$), suggérant que les entreprises dirigées par des CEOs externes tendent à détenir moins de liquidités, probablement en raison d'une réorientation stratégique ou d'une moindre familiarité avec les inefficacités internes. Ce résultat contredit l'Hypothèse 3 et implique son rejet. Le coefficient négatif concernant l'âge du dirigeant ($\beta = -0,6403$; $p < 0,01$) contredit l'Hypothèse 1, qui prévoyait une relation positive fondée sur l'aversion au risque et les horizons temporels courts (Hambrick, Mason, 1984 ; Bertrand et Schoar, 2003). Ce résultat peut refléter une influence plus forte du conservatisme enraciné des dirigeants âgés, qui pourraient réduire les réserves de trésorerie inutiles pour rationaliser les opérations, en accord avec la minimisation des coûts d'agence. À l'inverse, l'ancienneté du dirigeant est positivement associée à la détention de liquidités ($\beta = 0,0571$; $p < 0,01$), ce qui soutient l'Hypothèse 2b et la perspective de la haute direction, selon laquelle les dirigeants en poste depuis longtemps, grâce à leur familiarité et leur influence interne, tendent à conserver davantage de liquidités comme outil de contrôle et de précaution (Gupta et Govindarajan, 1984 ; Hambrick et *al.*, 1993). Ces résultats remettent en question les hypothèses purement rationnelles des théories traditionnelles telles que le compromis et la hiérarchie des financements (Opler et *al.*, 1999 ; Myers et Majluf, 1984), et confirment que les traits comportementaux des dirigeants influencent la politique financière, conformément à la finance comportementale et à la théorie de la haute direction.

Concernant les variables de contrôle, l'endettement (LEV) présente une relation positive et statistiquement significative avec la détention de liquidités dans les trois modèles. Les valeurs des coefficients (0,1026 ; 0,0781 ; 0,1041) indiquent que les entreprises plus endettées tendent à conserver davantage de liquidités. Ce résultat s'aligne sur le motif de précaution suggéré par la théorie du compromis (Opler et *al.*, 1999), selon lequel les entreprises ayant des niveaux d'endettement élevés conservent

des liquidités supplémentaires pour se prémunir contre les risques financiers ou les obligations liées à la dette. La signification de cette relation ($p < 0,01$) suggère un fort soutien empirique à l'idée que l'endettement accroît le besoin de liquidité, conformément aux recherches antérieures (Alkhataybeh et *al.*, 2022).

Le Return on Assets (ROA) montre également une association positive et significative avec la détention de liquidités. Dans les Modèles (1) et (3), les coefficients (0,2933 et 0,2919) sont significatifs au seuil de 5 %, indiquant que les entreprises plus rentables sont susceptibles d'accumuler davantage de liquidités. Ce résultat est cohérent avec la théorie de la hiérarchie des financements (Myers, Majluf, 1984), qui postule que les entreprises rentables préfèrent financer leurs opérations par des fonds internes et conservent donc leurs bénéfices sous forme de liquidités. La moindre signification dans le Modèle (2) suggère que lorsque le capital social est inclus sans interactions, l'impact direct de la rentabilité devient moins prononcé.

La taille de l'entreprise (SIZE) présente une relation négative et significative avec la détention de liquidités dans toutes les spécifications. Les coefficients (-0,0375 ; -0,0787 ; -0,0398) impliquent que les grandes entreprises détiennent moins de liquidités, probablement en raison de leur accès plus facile aux marchés financiers et de la stabilité de leurs flux de trésorerie opérationnels. Ce résultat soutient à la fois les arguments liés aux frictions financières et aux coûts de transaction (Keynes, 1936 ; Bates et *al.*, 2009), selon lesquels les grandes entreprises bénéficient d'économies d'échelle et d'un meilleur accès au crédit, réduisant leur besoin de maintenir des réserves élevées. La constance des résultats significatifs confirme que la taille agit comme un facteur atténuant le risque de liquidité.

Enfin, les dépenses d'investissement (CAPEX) sont fortement et positivement associées à la détention de liquidités dans tous les modèles (coefficients de 1,3289 ; 1,1435 ; 1,3209, tous significatifs au seuil de 1 %). Ce résultat suggère que les entreprises ayant des besoins d'investissement plus élevés conservent davantage de liquidités, soit pour financer des projets futurs en interne, soit pour garantir une flexibilité financière. Cela s'inscrit dans le cadre du motif spéculatif de détention de liquidités (Keynes, 1936) et confirme les conclusions d'Opler et *al.* (1999) et Guizani

et *al.* (2023), qui soutiennent que les entreprises disposant de nombreuses opportunités d'investissement accumulent des liquidités pour éviter le sous-investissement dû aux contraintes de financement.

3. Vérifications de robustesse et analyses additionnelles

3.1. Vérification de la non-linéarité

Le tableau 5 présente les résultats des régressions intégrant des termes quadratiques pour l'âge et l'ancienneté du CEO, afin d'identifier d'éventuels effets non linéaires sur la détention de liquidités.

Variable	CH ₁	CH ₁
Constante	1.112 (2.82)***	0.368 (9.13)***
CEO Origin	-0.027 (-2.31)**	-0.029 (-3.71)***
CEO Tenure	0.058 (4.04)***	0.008 (4.33)***
CEO Age	-0.034 (-2.26)**	-0.004 (-5.46)***
(CEO Age) ²	0.001 (1.99)**	
(CEO Tenure) ²		-0.002 (-3.95)***
ROA	0.335 (2.71)***	0.211 (14.40)***
LEV	0.114 (13.90)***	0.104 (13.42)***
CAPEX	1.229 (5.02)***	1.229 (6.14)***
SIZE	-0.033 (-2.27)**	-0.062 (-11.57)***
R ² Ajustée	0.679	0.621
F	43.215***	25.586***
Notes : Toutes les variables sont présentées dans le Tableau 1. Les statistiques t sont indiquées entre parenthèses. Les effets fixes année et entreprise sont contrôlés dans toutes les régressions. *, ** et *** indiquent une significativité aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.		

Tableau 5. Exploration des relations non linéaires entre les caractéristiques du dirigeant sur la détention de liquidités

Les estimations révèlent une relation non linéaire significative entre l'âge du dirigeant et le niveau de liquidités détenues par les entreprises françaises cotées. L'effet associé à l'âge est négatif, tandis que celui du carré de l'âge est positif, ce qui met en évidence une courbe en U. Autrement dit, la trésorerie diminue lorsque les dirigeants avancent en âge, puis augmente au-delà d'un seuil estimé autour de 67,5 ans. Cela suggère que les CEO plus jeunes ou en milieu de carrière adoptent des politiques de liquidité plus

offensives, privilégiant l'investissement et la croissance au détriment des réserves. À l'inverse, les dirigeants plus âgés semblent favoriser des niveaux de trésorerie plus élevés, possiblement en raison d'une plus grande aversion au risque, d'une expérience accrue des périodes d'incertitude ou d'une réticence à engager l'entreprise dans des projets risqués.

L'ancienneté du CEO présente également une relation non linéaire, mais de forme inverse en U, avec un maximum aux alentours de 21 ans. Ce résultat suggère l'existence d'un cycle comportemental : une ancienneté intermédiaire serait associée à un maximum de prudence financière, tandis que des durées de fonction plus longues pourraient refléter une phase de relâchement, de confiance excessive ou de réorientation stratégique.

3.2. Utilisation de méthodes instrumentales

Les résultats présentés dans le tableau 6 valident la robustesse de nos résultats face aux problèmes d'endogénéité et de dynamique temporelle. L'analyse dynamique révèle une vitesse d'ajustement de la liquidité de 76,9 %, calculée à partir du coefficient de la variable retardée (0,231). Cette forte réactivité indique que les firmes du CAC 40 ajustent activement leurs encaisses pour converger vers un niveau optimal.

De plus, dans ce contexte d'ajustement rapide, le coefficient négatif associé à la variable CEO origin est cohérent dans les deux spécifications (-0,053 en GMM et -0,037 en IV), confirmant que les dirigeants issus de l'interne tendent à réduire les niveaux de liquidités. Cette convergence est renforcée par le test de Wu-Hausman ($p = 0,698$), qui indique que l'endogénéité ne biaise pas significativement nos estimations, validant ainsi la fiabilité du modèle GMM. Par ailleurs, l'impact positif et hautement significatif des CAPEX ($p < 0,05$ dans les deux modèles) souligne que la rétention de liquide au sein du CAC 40 répond prioritairement à un motif de financement des investissements futurs.

Enfin, les tests de Sargan ($p = 0,651$) et d'autocorrélation AR (2) ($p = 0,260$) confirment la validité des instruments utilisés et l'absence d'erreurs de spécification dans notre approche dynamique.

Variable	Sys GMM	IV - 2SLS
CH _i (t-1)	0.231 (0.190)	
CEO Origin	-0.053* (0.027)	-0.037 (0.027)
CEO AGE	-0.003 (0.002)	-0.006** (0.002)
CEO TENURE	0.0001 (0.001)	0.001 (0.002)
LEV	0.112 (0.077)	0.105 (0.074)
ROA	0.071 (0.147)	0.232 (0.154)
SIZE	-0.022 (0.028)	-0.081** (0.035)
CAPEX	1.337** (0.658)	1.314*** (0.373)
Constante		0.774*** (0.179)
Sargan / Weak Instr.	p = 0.651	p < 0.001
AR (2) / Wu-Hausman	p = 0.260	p = 0.698
R ² Ajustée		0.291
Notes : Toutes les variables sont présentées dans le Tableau 1. Les statistiques t sont indiquées entre parenthèses. Les effets fixes année et entreprise sont contrôlés dans toutes les régressions. *, ** et *** indiquent une significativité aux seuils de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.		

Tableau 6. Méthodes instrumentales pour vérifier l'impact des caractéristiques du dirigeant sur la détention de liquidité : Sys GMM et 2 SLS

Conclusion

Cette étude a examiné l'impact des caractéristiques du dirigeant (CEO) sur la détention de trésorerie des entreprises françaises cotées. En s'appuyant sur des données provenant de sociétés non financières inscrites à l'indice CAC 40 sur la période 2017-2021, l'analyse met en évidence plusieurs résultats essentiels. Les caractéristiques du CEO exercent un effet notable sur les avoirs de trésorerie. Plus précisément, l'origine du CEO est négativement associée au niveau de trésorerie, indiquant que les entreprises dirigées par des CEO externes ont tendance à détenir moins de liquidités. Cela peut refléter une réorientation stratégique, une pression pour afficher une plus grande efficacité, ou une moindre familiarité avec les processus internes. L'âge du CEO présente, également, un effet négatif significatif, suggérant que les dirigeants plus âgés sont moins susceptibles à conserver un excès de liquidités, en raison de leur expérience, d'objectifs d'efficacité ou d'horizons décisionnels plus courts. À l'inverse, l'ancienneté du CEO est positivement associée aux avoirs de trésorerie, ce qui corrobore l'idée selon laquelle les dirigeants en poste depuis plus longtemps

accumulent des réserves de liquidités, traduisant un renforcement du contrôle, une sensibilité accrue au risque ou une influence interne plus affirmée.

La solidité de nos conclusions est confirmée par des tests de robustesse approfondis, révélant une dynamique de gestion des liquidités plus nuancée qu'une simple corrélation linéaire. L'identification d'une relation en U pour l'âge du CEO (avec un point d'inflexion à 67,5 ans) et en U inversé pour l'ancienneté (culminant à 21 ans) témoigne de l'existence de cycles comportementaux où l'expérience et l'horizon de carrière dictent les arbitrages entre prudence et offensive stratégique. Par ailleurs, le recours aux méthodes instrumentales (Sys-GMM et 2SLS) permet de lever les doutes sur l'endogénéité tout en confirmant une vitesse d'ajustement remarquable de 76,9 %. Cette forte réactivité des firmes du CAC 40, couplée à l'influence persistante de l'origine du dirigeant, valide l'idée que la structure du capital humain est un déterminant structurel, et non conjoncturel, de la performance financière et de la résilience des entreprises françaises.

Les résultats obtenus présentent plusieurs implications pour la gouvernance d'entreprise, les investisseurs et les conseils d'administration. Premièrement, comprendre comment l'âge, l'ancienneté et l'origine du CEO influencent la politique de trésorerie peut aider les conseils d'administration à adapter les processus de sélection des dirigeants et de planification de la succession afin de les aligner avec les objectifs financiers de l'entreprise.

Des pistes de recherche futures peuvent être envisagées. Tout d'abord, l'examen d'autres caractéristiques du CEO, telles que le niveau d'éducation, le genre ou la tendance à la surconfiance, pourrait enrichir la compréhension des décisions liées à la liquidité. Ensuite, les caractéristiques du conseil d'administration, notamment la diversité ou l'indépendance, pourraient jouer un rôle modérateur dans la relation entre le CEO et les avoirs de trésorerie. Enfin, des approches qualitatives ou mixtes pourraient apporter un éclairage supplémentaire sur les décisions de rétention de trésorerie influencées par les réseaux informels ou les valeurs personnelles.

Bibliographie

Alkhataybeh, A., AlSmadi, S.A., Shakhatreh, M.Z., Khataybeh, M.A. 2022. "Government ownership and corporate cash holdings: Empirical evidence from the Amman Stock Exchange". *Sustainability*, Vol. 14, No. 18, p. 11168.

Barker III, V.L., Mueller, G.C. 2002. "CEO characteristics and firm R & D spending". *Management Science*, Vol. 48, No. 6, p. 782-801.

Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M. 2009. "Why do US firms hold so much more cash than they used to ?". *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, p. 1985-2021.

Belghitar, Y., Khan, J. 2013. "Governance mechanisms, investment opportunity set and SMEs cash holdings". *Small Business Economics*, Vol. 40, No. 1, p. 59-72.

Bertrand, M., Schoar, A. 2003. "Managing with style : The effect of managers on firm policies". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, p. 1169-1208.

Boubaker, S., Derouiche, I., Nguyen, D.K. 2015. "Does the board of directors affect cash holdings ? A study of French listed firms", *Journal of Management & Governance*. Vol. 19, No. 2, p. 341-370.

Cambrea, D.R., Tenuta, P., Vastola, V. 2020. "Female directors and corporate cash holdings: Monitoring vs executive roles". *Management Decision*, Vol. 58, No. 2, p. 295-312.

Carpenter, M.A., Geletkanycz, M.A., Sanders, W.G. 2004. "Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition". *Journal of Management*, Vol. 30, No. 6, p. 749-778.

Chen, W., Liu, X., Hong, Y. 2023. "Two heads better than one? Strategic alliance and firms' excess cash holdings". *Finance Research Letters*, Vol. 52, p. 103575.

Dudley, E., Zhang, N. 2016. "Trust and corporate cash holdings". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 41, p. 363-387.

Guizani, M., Ajmi, A.N. 2020. "Financial conditions, financial constraints and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Saudi Arabia". *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. 37, No. 4, p. 763-784.

Guizani, M., Larabi, C. 2025. "Exploring the nexus between CEO characteristics and the value of excess cash holdings through the lens of the resource-based view theory". *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 25, No. 3, p. 586-605.

Guizani, M., Talbi, D., Abdalkrim, G. 2023. "Economic policy uncertainty, geopolitical risk and cash holdings: Evidence from Saudi Arabia". *Arab Gulf Journal of Scientific Research*, Vol. 41, No. 2, p. 183-201.

Gupta, A.K., Govindarajan, V. 1984. "Business unit strategy, managerial characteristics, and business unit effectiveness at strategy implementation". *Academy of Management Journal*, Vol. 27, No. 1, p. 25-41.

Habib, A., Hasan, M.M. 2017. "Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment". *Accounting & Finance*, Vol. 57, No. 2, p. 465-497.

- Hambrick, D.C., Mason, P.A. 1984. "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers". *Academy of Management Review*, Vol. 9, No. 2, p. 193-206.
- Hambrick, D.C., Geletkanycz, M.A., Fredrickson, J.W. 1993. "Top executive commitment to the status quo: Some tests of its determinants". *Strategic Management Journal*, Vol. 14, No. 6, p. 401-418.
- Harford, J. 1999. "Corporate cash reserves and acquisitions". *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 6, p. 1969-1997.
- Harford, J., Mansi, S.A., Maxwell, W.F. 2008. "Corporate governance and firm cash holdings in the US". *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 3, p. 535-555.
- Harris, D., Helfat, C. 1997. "Specificity of CEO human capital and compensation". *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. 11, p. 895-920.
- Hayes, R.M., Schaefer, S. 2000. "Implicit contracts and the explanatory power of top executive compensation for future performance". *The RAND Journal of Economics*, Vol. 31, No. 2, p. 273-293.
- Islam, M.A., Hossain, S., Singh, H., Sultana, N. 2021. "Outsider CEOs and corporate debt". *International Review of Financial Analysis*, Vol. 74, p. 101660.
- Jensen, M.C. 1986. "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, p. 323-329.
- Keynes, J.M. 1937. "The general theory of employment". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51, No. 2, p. 209-223.
- Kuang, Y.F., Qin, B., Wielhouwer, J.L. 2014. "CEO origin and accrual-based earnings management". *Accounting Horizons*, Vol. 28, No. 3, p. 605-626.
- McClelland, P.L., O'Brien, J.P. 2011. "Transaction cost economics and corporate governance: The case of CEO age and financial stake". *Managerial and Decision Economics*, Vol. 32, No. 3, p. 141-158.
- Miller, M.H., Orr, D. 1966. "A model of the demand for money by firms". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, No. 3, p. 413-435.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. 1984. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 No. 2, p. 187-221.
- Myers, S.C. 1984. "The capital structure puzzle". *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, p. 575-592.
- Omer, T.C., Shelley, M.K., Tice, F.M. 2020. "Do director networks matter for financial reporting quality? Evidence from audit committee connectedness and restatements". *Management Science*, Vol. 66, No. 8, p. 3361-3388.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R. 1999. "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 1, p. 3-46.
- Orens, R., Reheul, A.M. 2013. "Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs ?". *European Management Journal*, Vol. 31, No. 6, p. 549-563.

Richard, O.C., McMillan-Capehart, A., Bhuian, S.N. and Taylor, E.C. 2009. "Antecedents and consequences of psychological contracts: Does organizational culture really matter?". *Journal of Business Research*, Vol. 62, No. 8, p. 818-825.

Subrahmanyam, A. 2008. "Behavioural finance: A review and synthesis", *European Financial Management*, Vol. 14, No. 1, p. 12-29.

Talbi, D., Menchaoui, I. 2023. "Impact of board attributes and managerial ownership on cash holdings: Empirical evidence using GMM and quantile regressions". *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 23, No. 4, p. 723-741.

Woolcock, M. 2010. "The rise and routinization of social capital, 1988-2008", *Annual Review of Political Science*, Vol. 13, No. 1, p. 469-487.

Zajac, E.J. 1990. "CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis". *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No. 3, p. 217-230.

Zhang, Y. 2008. "Information asymmetry and the dismissal of newly appointed CEOs : An empirical investigation". *Strategic Management Journal*, Vol. 29, No. 8, p. 859-872.

Zhang, Y., Rajagopalan, N. 2010. "Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance". *Strategic Management Journal*, Vol. 31, No. 3, p. 334-346.



© Synergies Tunisie, n° 8, Année 2025.

Revue du GERFLINT

<https://catalogue.bnf.fr/ark:/12148/cb42723910w>

Bibliothèque nationale de France - Décembre 2025 -

<https://gerflint.com>

<https://gerflint.com/synergies-tunisie>

