

« Les Grands Auteurs en Finance »

Michael C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle

Février 2001

*Article publié dans Michel Albouy, Les grands auteurs en finance, Editions EMS, 2003, p. 121 à 145.*

Gérard Charreaux,  
Professeur à l'Université de Bourgogne  
Pôle d'économie et de gestion (Iae-Latec)  
2, Bd Gabriel, BP 26611  
21066 Dijon Cedex

Fax: +33 (0)3 80 39 54 88

Email : [gerard.charreaux@wanadoo.fr](mailto:gerard.charreaux@wanadoo.fr)

## Introduction

Michael C. Jensen occupe, sans aucun doute, une place à part parmi les grands auteurs en finance. Non pas par l'importance de sa seule contribution scientifique, compte tenu de la notoriété des autres auteurs présentés dont plusieurs ont reçu le Prix Nobel d'économie, mais plutôt en raison de la nature de ses travaux qui le positionne de façon hétérodoxe par rapport au courant dominant en finance et aussi, vraisemblablement, en raison de son engagement idéologique libéral. Ce dernier a fait que, parfois, ses contributions strictement scientifiques ont pu passer au second plan à cause des polémiques créées et recevoir un accueil injustement critique.

De nationalité américaine, Jensen<sup>1</sup> a fait ses études à l'Université de Chicago, obtenant successivement un MBA en Finance en 1964 puis un doctorat en économie, finance et comptabilité en 1968. Sa carrière universitaire s'est effectuée dans deux universités américaines. Il débute en 1967 à l'Université de Rochester, au sein de la Graduate School of Management, comme Professeur-assistant et quitte cette université en 1988, après y avoir été, Professeur associé, Professeur puis titulaire d'une chaire de finance et de gestion. Il rejoint alors la Graduate School of Business Administration de l'Université de Harvard où il reste jusqu'à sa retraite en juin 2000, son dernier poste ayant comme support la chaire de « Jesse Isidor Straus Professor of Business Administration ». La variété de ses préoccupations en matière de recherche se retrouve dans celle des enseignements qu'il a dispensés puisqu'au cours de sa carrière il a non seulement enseigné dans les domaines de la finance d'entreprise et des marchés financiers, mais également en économie, en comptabilité, en théorie du contrôle et des organisations et en politique générale. Loin du profil-type de l'économiste financier, souvent associé aux chercheurs en finance, Jensen s'inscrit donc dans une démarche « gestionnaire », caractérisée notamment par deux préoccupations : (1) la non-séparation des dimensions financières des autres dimensions de l'organisation ; (2) un souci permanent que ses travaux soient en prise directe avec le monde des affaires, tant du point de vue explicatif que prescriptif.

Au-delà de ses activités d'enseignement, de recherche et de consultation, Jensen a également assumé des fonctions administratives et d'expertise, notamment d'administrateur au sein de conseils d'administration d'entreprises, d'organisations publiques et d'associations académiques ou d'expert judiciaire auprès de différents tribunaux. Plus particulièrement, il a été Président de l'American Finance Association et a fondé le Journal of Financial

Economics, le Journal of Financial Abstracts ainsi que les réseaux « Financial Economics Network » et « Economics Research Network », bien connus des chercheurs en finance et en économie.

Quelles que soient l'importance de ses activités de gestionnaire de la recherche et son implication dans le monde des affaires – il a été désigné comme l'une des 25 personnes les plus fascinantes du monde des affaires en 1990 par le magazine Fortune – Jensen doit principalement sa réputation à ses contributions scientifiques en finance ce qui lui vaut une place méritée dans cet ouvrage.

S'il est possible d'organiser la présentation des travaux de Jensen, en fonction de la distinction traditionnelle entre finance de marché et finance d'entreprise<sup>2</sup>, un tel schéma nous semble cependant trop étroit pour rendre compte tant de l'importance respective des contributions que de la richesse de leur contenu. D'une part, une telle distinction ne rend pas compte du déséquilibre dans le contenu des travaux, puisque les travaux en finance de marché ont été publiés sur une période relativement brève allant de 1969 à 1978, alors que ceux qui s'inscrivent dans le champ de la finance organisationnelle<sup>3</sup> ont débuté en 1976 avec la publication d'un des articles les plus célèbres et les plus influents (au vu du taux de citation) en finance, celui co-écrit avec Meckling, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », et se sont développés jusqu'à nos jours. D'autre part, si les travaux en finance de marché ont eu une influence importante sur le développement du domaine, ils ne peuvent cependant être considérés comme des travaux fondateurs au même titre que ceux de Markowitz ou de Sharpe présentés par ailleurs dans cet ouvrage. En revanche, ceux qui sont liés à la finance organisationnelle et qui s'inscrivent dans le projet plus global de développement d'une théorie des organisations, la « théorie positive de l'agence » (désormais la TPA), constituent un programme de recherche original à part entière qui a fortement influencé non seulement la finance, mais également et notamment la recherche en stratégie, en économie des organisations, en droit, en comptabilité et en contrôle de gestion. Au-delà des apports de Jensen à la construction d'une théorie de la finance et, plus généralement, d'une théorie de la gestion des organisations, on ne peut faire abstraction dans cette présentation des aspects idéologiques et méthodologiques de son œuvre dont les

---

<sup>1</sup> L'ensemble des informations relatives au curriculum vitae et aux travaux de M.C. Jensen sont issues de son site internet, <http://www.people.hbs.edu/Mjensen/pub1.html>.

<sup>2</sup> Une telle séparation est proche de la présentation faite par Caby et Hirigoyen (2000) qui retiennent un plan allant de l'efficacité des marchés en première partie, à l'efficacité de l'organisation en seconde partie.

retombées, notamment normatives, tant pour la recherche que pour la pratique financières, ne peuvent être passées sous silence. Ainsi, la diffusion du critère de la valeur actionnariale comme objectif de gestion trouve en partie son origine dans les écrits normatifs de Jensen, même si celui-ci prône l'adoption d'un objectif plus large en termes de création de « valeur de marché de la firme sur le long terme »<sup>4</sup>.

Cette introduction nous conduit ainsi à présenter successivement les quatre « visages » de Jensen : (1) le chercheur en finance de marché ; (2) le chercheur en finance d'entreprise et en gouvernance ; (3) le théoricien des organisations ; (4) l'idéologue et le méthodologue.

### 1. Le chercheur en finance de marché

L'orientation initiale, en finance de marché, des travaux de Jensen a été très fortement influencée par la réalisation de sa thèse<sup>5</sup> « Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios », soutenue en 1967, sous la direction de Eugene Fama, à l'Université de Chicago. Cette thèse s'inscrivait dans le courant né au milieu des années 60 visant à construire un modèle d'évaluation des actifs financiers, à préciser et à tester l'hypothèse d'efficience des marchés financiers et à proposer des outils de gestion aux gérants de portefeuille. Ce courant a constitué une révolution en finance, très bien décrite dans l'ouvrage de Bernstein (1992) et dont les principaux *leaders* ont été Markowitz, Sharpe et Fama, dont les apports sont présentés dans d'autres chapitres de cet ouvrage.

Sans être mineures, comme en témoigne le nombre des travaux qui y font référence, les contributions exclusivement attribuables à Jensen<sup>6</sup>, dans ce champ de la recherche financière, peuvent cependant être considérées comme secondaires comparativement aux

<sup>3</sup> Jensen a cependant publié des travaux en finance de la firme avant 1976, cependant ces derniers restaient inscrits dans le paradigme standard (voir notamment, Jensen et Long, 1972) contrairement à l'approche contenue dans l'article de Jensen et Meckling (1976).

<sup>4</sup> Jensen (2001, p. 2), « Briefly put, value maximization says that managers should make all decisions so as to increase the total long-run market value of the firm. Total value is the sum of the values of all financial claims on the firm – including equity, debt, preferred stock, and warrants ». Cette formulation en termes de valeur marchande ne signifie pas que Jensen croit en l'efficience forte des marchés. Précisant le sens qu'il attribue au qualificatif long terme, il ajoute (2001, p. 17) : « I say long-term market value to recognize that it is possible for markets not to know full implications of a firm's policies until they begin to show up in cash flows over time... Value creation does not mean succumbing to the vagaries of the movements in a firm's value from day to day. The market is inevitably ignorant of many managerial actions and opportunities, at least in the short-run ». Par ailleurs, la notion de création de valeur ne doit pas être confondue avec celle de maximisation de la valeur en raison de la rationalité limitée. Pour Jensen (2001, p. 18) : « We must not confuse optimization with value creation or value seeking. To create value we need not know exactly where and what maximum value is, but only how to seek it... ».

<sup>5</sup> Les principaux résultats de cette thèse ont été publiés dans l'article du même nom dans le Journal of Business (Jensen, 1969).

apports fondateurs des pionniers précités. Elles s'inscrivent principalement dans les trois axes évoqués : la théorie de l'évaluation des actifs, la théorie de l'efficience informationnelle et la mesure de performance des portefeuilles. Ces trois axes sont d'ailleurs fortement imbriqués. Ainsi, le modèle dominant dans l'évaluation des actifs financiers ne peut être testé sans faire l'hypothèse conjointe d'efficience et les mesures de performance proposées reposent tant sur la théorie de l'évaluation que sur la notion d'efficience. Considérons-les successivement.

### 1.1. La contribution à la théorie de l'évaluation des actifs financiers

La thèse de Jensen (Jensen, 1969), même si elle avait pour objectif de proposer un modèle d'évaluation de la performance des portefeuilles composés d'actifs risqués, comportait également des développements originaux portant sur la construction du modèle même d'évaluation et la notion d'efficience. En particulier, sur le premier point, Jensen proposait une extension du Modèle d'équilibre des actifs financiers - MEDAF (traduction approximative de CAPM, le *Capital Asset Pricing Model* proposé par Sharpe et Lintner) dans un cadre multipériodique. Dans cette extension, les horizons des investisseurs étaient hétérogènes et les transactions supposées se faire en continu.

Toutefois, la contribution la plus connue<sup>7</sup> de Jensen à la théorie de l'évaluation est le travail qu'il a réalisé avec Black et Scholes (Black et *al.*, 1972), qui a servi, pendant plusieurs années, de référence en matière de conduite de tests empiriques du MEDAF, jusqu'à la critique dévastatrice publiée par Roll (1977). Leur objectif dans cet article était de présenter des tests du MEDAF échappant aux critiques adressées aux tests existants et prenant mieux en compte, notamment, la structure réelle des taux de rentabilité des actifs financiers. Le travail réalisé, de nature économétrique, visait en particulier à réduire les effets des nombreux biais statistiques qui s'opposaient à un véritable test du modèle théorique. Sans entrer dans le détail des procédures utilisées, très novatrices à l'époque dans le domaine de l'économétrie financière, précisons que les tests avaient porté sur les taux de rentabilité mensuels de 1952 titres, sur une période de 35 ans. Les résultats conduisaient à rejeter le MEDAF. En-dehors des biais économétriques non résolus, l'explication de ces résultats, proposée par les auteurs, était liée à une mauvaise spécification théorique du modèle théorique (non-existence de la possibilité d'emprunter au taux sans risque, absence de prise en compte de certains types

---

<sup>6</sup> Certains travaux notamment ceux de Fama et *al.* (1969) et ceux de Black et *al.* (1972), vraisemblablement les plus connus, ont été corédigés avec des auteurs également présentés dans cet ouvrage tels que Fama, Black, Roll et Scholes.

<sup>7</sup> Jensen (1972 a,b) a également rédigé deux synthèses sur la théorie des marchés financiers, qui ont fait autorité pendant plusieurs années.

d'actifs, traitement fiscal différent des dividendes et des plus-values). Même si le caractère testable du MEDAF a été fortement contesté, ce qui remettait en cause la pertinence de ce travail, les solutions proposées pour remédier à certains biais restent d'actualité et sont toujours retenues dans de nombreuses études empiriques.

## 1.2. La théorie de l'efficience informationnelle

La théorie de l'efficience informationnelle, selon laquelle les cours des titres financiers reflètent l'ensemble d'information disponible – ce dernier ayant une configuration variable – et pertinente pour la décision d'investissement, a été au cœur de la révolution financière de la fin des années 60, même si l'idée qui la fonde est beaucoup plus ancienne puisqu'elle remonte aux travaux du mathématicien français Louis Bachelier du début du XXe siècle. Rappelons que si cette théorie est vérifiée, et en simplifiant, alors les cours boursiers suivent un cheminement aléatoire. Dans ce cas, les efforts consacrés à la prévision boursière sont inutiles puisque les cours n'évoluent que par la survenance d'événements imprévisibles. Une telle théorie sonne notamment le glas de l'analyse technique qui cherche à prévoir les cours en fonction de l'identification d'éventuelles régularités dans la configuration de leur évolution passée. Elle conduit également à contester la possibilité pour les gérants de portefeuille de battre les performances du marché, une fois pris en compte les coûts d'information et de gestion.

Même si Jensen ne peut être considéré, à l'instar de Samuelson et Fama, comme un des fondateurs de la théorie moderne de l'efficience, ses contributions à la construction conceptuelle et à l'évaluation empirique de cette théorie sont loin d'être négligeables. Sur le plan de la définition, il a apporté (Jensen, 1969) de nombreuses précisions au concept d'efficience en liaison avec le MEDAF et, d'une certaine façon, l'a clarifié sur le plan opérationnel en précisant que sa mesure devait être faite après prise en compte des coûts de gestion et de transaction *stricto sensu* supportés par les gérants. La définition explicite qu'il en pose (Jensen, 1978) se fonde sur l'impossibilité de réaliser un profit d'arbitrage en tenant compte de ces coûts. Remarquons à l'occasion que, ce faisant, Jensen tirait déjà les enseignements des travaux de Coase (1937) et de Demsetz (1969), qui insistaient sur la nécessaire prise en compte des coûts de transaction pour disposer d'une définition pertinente de l'efficience allocationnelle et qui allaient également inspirer sa démarche en finance organisationnelle.

Les tests qu'il a effectués (Jensen, 1968) sur un échantillon de 115 fonds mutuels américains sur la période 1945-1964 montrent qu'après prise en compte des coûts de gestion

et de transaction, les performances réalisées sont inférieures à celles qui seraient obtenues par une simple stratégie passive d'achat-détention. Il s'agissait du premier véritable test de l'hypothèse de l'efficience au sens fort, pour laquelle l'ensemble d'informations est censé inclure toute l'information qu'elle soit publique ou privée.

Les travaux de Jensen sur la théorie de l'efficience ne se sont pas cependant limités à cette contribution. Il a également effectué un autre test (Jensen et Bennington, 1970) de l'efficience des marchés, sous sa forme faible, en apportant une preuve supplémentaire de l'incapacité de l'analyse technique, sous forme de la méthode des filtres, à constituer un outil permettant de battre le marché. Toutefois, l'apport le plus important qu'il a réalisé en ce domaine est de nature instrumentale et est constitué par l'invention de la « méthode des études d'événements » (*event studies*) afin de tester l'efficience des marchés.

Cette méthode a été utilisée pour la première fois dans un article collectif (Fama et *al.*, 1969) qui visait à proposer un nouveau test de l'efficience des marchés en étudiant le mode d'ajustement des cours boursiers lors de l'arrivée d'une nouvelle information. Dans l'article considéré cette nouvelle information était constituée par les divisions d'actions (les *stock splits*). La méthode des études d'événements permet de proposer une mesure de la réaction du marché, en évaluant le comportement anormal de ce dernier, à travers l'évolution des taux de rentabilité. Les conclusions de l'étude étaient favorables à l'hypothèse d'efficience, dans la mesure où elles montraient que les cours s'ajustaient très rapidement à la nouvelle information. Cette première étude a eu une influence considérable sur la pratique de la recherche en finance, mais également dans d'autres domaines touchant à la recherche en stratégie ou en comptabilité. En proposant une démarche opérationnelle permettant d'évaluer l'efficience et la performance, et quelles qu'en soient les limites, cette étude a créé un outil standard de recherche et a été à l'origine d'une multitude de travaux qui se poursuivent encore actuellement.

### 1.3. La mesure de performance des portefeuilles

La préoccupation pragmatique, souvent présente dans l'œuvre de Jensen, l'a conduit à centrer sa thèse sur l'évaluation de la performance des portefeuilles. Il est ainsi l'auteur d'une des mesures de performance les plus connues, au même titre que les mesures concurrentes proposées par Sharpe et Treynor, et qui sert également dans d'autres domaines que la gestion de portefeuille, en particulier pour évaluer la performance des entreprises cotées. La mesure de performance proposée (Jensen, 1969) repose directement sur le MEDAF et la théorie de l'efficience des marchés. Elle permet de juger de la capacité des gérants à prévoir les prix des

actifs financiers et à réaliser, *ex post*, une performance supérieure à celle prédite par le MEDAF. Le travail de Jensen a permis également de préciser le lien unissant les notions de performance et d'efficience. Ce premier travail sur la mesure de la performance des fonds a été poursuivi ultérieurement (Jensen, 1972 c), dans l'objectif d'analyser plus précisément la performance des gérants en séparant les deux principales dimensions de la gestion, la capacité de prédiction et l'aptitude à sélectionner les titres les plus performants (le *stock picking*).

## 2. Le chercheur en finance d'entreprise et en gouvernance

Si les premiers travaux de Jensen étaient situés dans le champ de la finance de marché, ses principaux apports relèvent de la finance d'entreprise. Dans ce domaine, ses premières contributions (Jensen et Long, 1972 ; Bailey et Jensen, 1972) s'inscrivaient dans le paradigme économique-financier traditionnel, et visaient à développer les implications du MEDAF, ou de variantes de ce dernier modèle, pour élaborer des critères normatifs de choix d'investissement. Quel que soit l'intérêt de ces premiers travaux, leur importance ne saurait se comparer à la révolution introduite en 1976, dans le champ de la finance d'entreprise, par l'article déjà cité, copublié avec Meckling (Jensen et Meckling, 1976). Dans cet article se trouvent les fondements du paradigme que constitue la TPA, qui allait profondément modifier la façon d'analyser les problèmes en finance d'entreprise et, plus généralement, dans le champ de l'économie des organisations et des sciences de gestion.

Avant de décrire les principaux apports faits par Jensen à la compréhension des décisions financières des entreprises, resituons tout d'abord la place de la finance dans le projet de recherche très ambitieux qu'il a formulé conjointement avec Meckling.

### 2.1. La finance vue sous l'angle de la théorie des organisations

L'article de 1976, qui peut être considéré comme la première pierre d'un édifice, s'inscrivait dans un projet beaucoup plus large, né à l'Université de Rochester au début des années 70 : créer une théorie du comportement des organisations reposant sur l'hypothèse de rationalité des acteurs, notamment des dirigeants<sup>8</sup>. Fondée à l'origine sur la théorie des droits de propriété, notamment dans la version qu'en proposent Alchian et Demsetz (1972), et sur la notion de relation d'agence empruntée à l'approche principal-agent, cette théorie se veut une

---

<sup>8</sup> Comme le précisent Jensen et Meckling (1998, p. 8), l'objectif qu'ils poursuivaient était de construire une théorie des organisations : « *Our objective is to develop a theory of organizations that provides a clear understanding of how organizational rules of the game affect a manager's ability to resolve problems, increase productivity, and achieve his or her objective.* »

théorie de la coordination et du contrôle au sein des organisations, centrée sur les dirigeants. Elle s'applique, en particulier, à l'architecture organisationnelle et à la gouvernance des entreprises. Cette théorie s'est enrichie au cours des années, de telle sorte qu'aujourd'hui Jensen présente la TPA comme une théorie « intégrée » des organisations visant à réunir deux courants de recherche distincts : (1) la recherche de tradition économique, centrée sur le fonctionnement des marchés ; (2) celle associée aux champs de la psychologie, de la sociologie, du comportement organisationnel, de l'anthropologie et de la biologie, dont l'objectif est d'expliquer le comportement humain, tant sur le plan individuel que social.

Le paradigme dominant en finance d'entreprise préalablement à l'article de 1976, était principalement fondé sur les deux théorèmes de neutralité établis par Modigliani et Miller<sup>9</sup>, touchant à la structure de financement et à la politique de dividende, cette neutralité n'étant troublée que par la fiscalité. Comparativement à ce paradigme, dont les fondements étaient ceux de l'économie néoclassique la plus traditionnelle, l'article de Jensen et Meckling innovait de façon radicale :

(1) Il rompait implicitement avec le modèle de rationalité substantiel de la finance traditionnelle<sup>10</sup> en supposant non seulement que l'information était coûteuse, mais que les individus n'étaient pas omniscients et qu'ils disposaient de capacités créatives facilitant leur adaptation. Cette rupture seulement allusive dans l'article fondateur, bien qu'évidente au vu des références multiples à certaines versions de la théorie des droits de propriété ou de la théorie des coûts de transaction qui adoptent des modèles comportementaux proches, allait devenir totalement explicite dans les développements ultérieurs de la TPA.

(2) Il inscrivait les phénomènes financiers dans une perspective organisationnelle, selon laquelle la firme (ou l'organisation) n'est plus la firme-point, la boîte noire de la théorie néoclassique standard, qui sous-tend la finance de Modigliani-Miller. Inspirée notamment des travaux de Coase (1937) et du modèle de « l'équipe de facteurs de production » d'Alchian et Demsetz (1972), la représentation de l'organisation retenue est celle du « nœud de contrats ». La firme est modélisée comme une fiction légale qui sert de centre contractant, un « nœud »

---

<sup>9</sup> Modigliani et Miller (1958) et Miller et Modigliani (1961) ont établi que pour un ensemble d'opportunités d'investissement donné et si les marchés financiers sont parfaits, alors tant la politique de financement (dette contre fonds propres) que la politique de dividendes n'ont aucune incidence sur la valeur de la firme. Ces théorèmes bien connus ne sont d'ailleurs que des cas particuliers du célèbre théorème de Coase.

<sup>10</sup> Bien que cet aspect soit peu explicite dans le modèle financier de 1976, Jensen et Meckling (1976, p. 307, note 4) précisent que, tout en supposant que les individus sont des maximisateurs, ils optent pour une vision de la rationalité conforme au modèle REMM (*Resourceful Evaluative Maximizing Model*) proposé à l'origine par Meckling (1976), puis explicité par Jensen et Meckling (1994). Ce modèle de rationalité sera ultérieurement complété par un modèle encore plus large de la rationalité, le PAM (*Pain Avoidance Model*) proposé par Jensen

de coopération facilitant une gestion commune des relations contractuelles avec l'ensemble des facteurs de production (financiers ou autres) et des clients. La nature de la firme est censée être contractuelle, les contrats pouvant être formels ou informels. Son comportement est comparable à celui d'un marché<sup>11</sup>, dans le sens où la firme, centre contractant, est assimilée à un foyer où se déroule un processus d'équilibrage complexe permettant de concilier les intérêts conflictuels des différents partenaires. Cette dimension organisationnelle totalement originale en finance allait donner lieu à la création du courant de la « finance organisationnelle » au sein de la finance d'entreprise.

(3) Il s'écartait du cadre de la théorie principal-agent ou théorie normative de l'agence qui commençait à apparaître par ailleurs en économie et en finance. Si la TPA reprend les notions de relation d'agence<sup>12</sup>, de conflit d'agence et de coûts d'agence, associées à la théorie principal-agent, elle en fait une utilisation assez différente dans la mesure où elle n'a pas d'objectif normatif. Elle ne cherche pas, comme le souligne Jensen (1983), à étudier, au moyen de modèles formalisés, le partage optimal du risque en posant des hypothèses restrictives sur les structures de préférences ou d'information et la nature de l'incertitude. La démarche s'inscrit dans une autre perspective : il s'agit d'expliquer les formes des contrats, les caractéristiques réelles des marchés (les marchés financiers, le marché des dirigeants...), les mécanismes organisationnels, selon le principe d'efficacité, comme résultant d'un processus de sélection darwinien. Les formes existantes sont issues d'une concurrence qui conduit à faire émerger les plus efficaces en termes de réduction des coûts d'agence nés des conflits entre partenaires à la coopération. Ces coûts correspondent aux pertes de valeur évaluées par rapport à un *benchmark* idéal qui serait celui de l'économie du Nirvana, un monde irénique sans frictions, sans conflits, où les individus seraient omniscients. Une telle perspective ne permet pas, cependant, de conclure que les formes et mécanismes organisationnels existants sont les meilleurs possibles selon une vision du monde Panglossienne (Charreaux, 1999). D'une part, même si une présomption d'efficacité prévaut,

---

(1994) en vue de rendre compte de certains comportements *a priori* irrationnels dans le modèle standard, et permettant d'expliquer, en particulier, les inerties dans l'apprentissage et la résistance au changement.

<sup>11</sup> Ce qui ne signifie pas pour autant qu'il s'agisse d'un marché standard comme certains le concluent hâtivement et de façon simpliste : tous les nœuds de contrats ne sont pas des firmes (Demsetz, 1988).

<sup>12</sup> Jensen et Meckling (1976, p. 308) donnent une définition très proche de celle de Ross de la relation d'agence : « *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.* ». En fait, la représentation de la relation d'agence prend différentes formes au sein des différentes analyses proposées par la théorie positive de l'agence (cf. Charreaux 1999, p. 75 et s.).

des frictions peuvent retarder le processus de sélection<sup>13</sup>. D'autre part, ces formes et mécanismes sont conduits en raison des capacités créatives des individus à être dépassés par des innovations futures.

(4) Il proposait une approche des problèmes financiers sensiblement différente de celle qui prévaut dans les approches traditionnelles ou dans la théorie principal-agent et ses développements. Dès lors que la firme est considérée comme un nœud de contrats en équilibre, dont l'évolution dépend tant des décisions des différents partenaires que des transformations de l'environnement institutionnel, s'impose une vision complexe et systémique de la finance, et plus généralement de la gestion. À partir de l'article de Jensen et Meckling, les imbrications impliquées par cette vision ont entraîné une extension sensible des thèmes abordés par les financiers. Ainsi, au-delà des thèmes traditionnels constitués par la structure de financement, la politique de dividendes et, dans une moindre mesure, les choix d'investissement, sont apparues des recherches traitant des modes de rémunération des dirigeants, des particularités de l'organisation juridique du contrôle (organisation et composition du conseil d'administration, rôle et nature des administrateurs, rôle et droits des actionnaires,...) et des formes légales (statut juridique des organisations, formes des titres), de la production de l'information (liens avec l'information comptable, rôle des analystes financiers), de telle sorte qu'on peut dire que la TPA a contribué à rompre les traditionnelles frontières disciplinaires en gestion. Des articles traitant des mêmes problèmes et empruntant des démarches similaires peuvent ainsi se retrouver publiés dans des revues de finance, de droit, de stratégie, de comptabilité...

Les travaux ultérieurs de Jensen allaient permettre de mieux préciser la théorie de l'organisation sous-jacente à la TPA, notamment la nature des déterminants de l'efficacité organisationnelle dans cette approche. En particulier, que ce soit dans les articles (Fama et Jensen, 1983 a et b) qui traitent de la répartition des activités économiques et sociales entre les formes organisationnelles (les différents types de sociétés, les coopératives, les organisations à but non lucratif...) que dans ceux qui visent à expliquer les architectures organisationnelles (Jensen et Meckling, 1992), l'efficacité organisationnelle est supposée résulter de la meilleure utilisation possible des connaissances détenues par les individus. Pour exploiter au mieux ces connaissances, si elles sont coûteuses ou impossibles à transférer, la décentralisation s'impose

---

<sup>13</sup> Jensen (1983, p. 322) « *Suppose also that the environment rewards with survival those who happen to select strategies that are closer to optimal and grant extinction to those who are unlucky enough to choose dominated strategies or actions. In such an environment, observed behavior and institutions will tend toward the optimal because those far from it will continually tend towards extinction* ». Cette formulation indique clairement qu'au sein de la TPA, l'adaptation à l'environnement ne se fait pas instantanément.

mais cette dernière, dans la mesure où les intérêts des différents acteurs diffèrent, est à l'origine de coûts d'agence dont il faut réduire les effets négatifs. Toute la mécanique sous-jacente à la TPA tient dans ce compromis optimal à trouver entre la meilleure utilisation possible de la connaissance et la dissipation de valeur due aux conflits d'intérêts.

## 2.2. Les apports à la finance d'entreprise

Le projet d'inscrire la finance dans le cadre de la théorie des organisations allait conduire à accorder une place centrale à la notion de gouvernance des dirigeants, de « gouvernement d'entreprise » pour étudier les décisions financières. Si le problème canonique de la *corporate governance* est associé au débat introduit par Berle et Means (1932) qui prétendaient que dans les firmes managériales américaines – c'est-à-dire les grandes firmes cotées à actionnariat dispersé dans lesquelles les dirigeants ne détiennent pas une part significative du capital – les dirigeants réalisaient une performance inférieure du point de vue des actionnaires, mettant ainsi en avant la nécessité de contrôler le dirigeant, de le « gouverner » pour remédier aux pertes de valeur, il revenait cependant à Jensen et Meckling d'imposer le cadre de la gouvernance pour analyser les problèmes financiers. La plus belle illustration en est, bien entendu, l'article pionnier de 1976. Dans cet article, et sur la base d'un modèle très simplifié par rapport à leur cadre général d'analyse, Jensen et Meckling, partent d'une situation où le dirigeant est le seul propriétaire. En introduisant successivement les coûts d'agence liés au financement par fonds propres externes, puis ceux associés à la dette financière, ils parviennent à expliquer la structure de financement (dette contre fonds propres) où plutôt, pour reprendre leurs propres termes, la structure de « propriété », opposant les propriétaires internes, les managers, aux investisseurs externes (actionnaires non-dirigeants et créanciers financiers) ne jouant pas de rôle direct dans la gestion.

Cette façon nouvelle de poser les problèmes financiers remettait en cause la propriété de séparation entre investissement et financement<sup>14</sup>, issue de l'analyse de Irving Fisher, et maintenue dans les travaux de Modigliani et Miller. Cette propriété reste centrale aujourd'hui encore dans les approches traditionnelles de l'investissement et du coût du capital ainsi que dans les façons d'évaluer les critères tels que l'*Economic Value Added* (EVA<sup>®</sup>). Comme l'écrivent Jensen et Meckling (1976, p. 333) : « *We believe the existence of agency costs*

---

<sup>14</sup> Selon cette propriété, l'ensemble des opportunités d'investissement et le niveau de l'investissement sont indépendants de la structure de financement. Autrement dit, l'étude des investissements se fait en séparant l'évaluation des *cash flows* de celle du taux d'actualisation égal au coût du capital.

*provide stronger reasons for arguing that the probability distribution of future cash flows is not independent of the capital or ownership structure* ». Cette non-séparabilité soulève également la question peut être la plus importante en finance, mais paradoxalement l'une des plus délaissées, celle de l'origine des opportunités d'investissement<sup>15</sup> que les analyses traditionnelles, qui assimilent la décision d'investissement à un choix parmi un menu prédéfini, ont conduit à ignorer. Ultérieurement, Jensen (1993 c) reviendra sur la question de l'investissement, pour regretter le peu d'attention qui lui a été porté – en particulier sur les processus effectifs de prise de décision au sein des entreprises – par la recherche financière<sup>16</sup>.

Cette première exploration des questions de finance d'entreprise, portant sur la structure de financement ou celle des fonds propres (actionnaires internes/externes), allait conduire à faire émerger des liens avec des domaines ne relevant pas traditionnellement de la finance. La performance résultant de la réduction des pertes de valeur liées aux conflits d'intérêts entre le dirigeant et les apporteurs de capitaux externes (actionnaires ou créanciers, ces dernières catégories pouvant également entrer en conflit), les chercheurs en finance ont porté leur attention sur les mécanismes, marchands ou organisationnels, susceptibles de s'expliquer par ce motif. De nombreuses pistes étaient déjà suggérées dans l'article pionnier de Jensen et Meckling, notamment, les audits des comptes, les systèmes de contrôle de gestion et les systèmes de rémunération visant à aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants<sup>17</sup>, le caractère concurrentiel des marchés des dirigeants et des marchés financiers, les clauses des contrats obligataires, la production des états financiers, les procédures de règlement judiciaire, le rôle des analystes financiers. La plupart de ces pistes ont été explorées depuis lors, tant dans le contexte américain que dans les autres contextes nationaux, donnant naissance à une théorie de la gouvernance très féconde (Charreaux, 1997).

Certains des axes ont fait l'objet d'investigations menées par Jensen en personne. Ainsi, ce dernier a resitué le rôle du marché des prises de contrôle à l'intérieur de la grille de la gouvernance. Prenant le contrepied de la vision des prises de contrôle, comme moyen de réaliser des gains *via* un accroissement du pouvoir de marché, il prétend (Jensen et Ruback, 1983) au contraire, que ce marché constitue un champ où s'affrontent les équipes

---

<sup>15</sup> Comme l'écrivent Jensen et Meckling (1976, p. 313) : « *Indeed, it is likely that the most important conflict arises from the fact as the manager's ownership claim falls, his incentive to devote significant effort to creative activities such as searching out new profitable ventures falls* ». Cette citation montre bien que dans la théorie positive de l'agence, les opportunités d'investissement ne sont pas données et sont influencées par les efforts des dirigeants.

<sup>16</sup> Jensen (1993, p. 870): « *The finance profession has concentrated on how capital investment decisions should be made, with little systematic study of how they actually are made in practice* ». Cet aspect est plus particulièrement développé dans Charreaux (2001).

managériales pour contrôler les actifs des entreprises. Le marché des prises de contrôle s'analyse ainsi comme un mécanisme permettant de mieux discipliner les dirigeants de sorte qu'ils utilisent au mieux les ressources de l'entreprise et créent le maximum de valeur. Jensen (1984) met notamment en avant les vertus de ce marché pour permettre les restructurations et le redéploiement des actifs, indispensables pour faire face aux évolutions de la technologie et des préférences des consommateurs. Cette argumentation, qui souligne l'importance du rôle positif joué par le marché des prises de contrôle pour assurer le développement de l'économie, allait trouver son expression la plus polémique dans Jensen (1986 b) où ce dernier critiquait sévèrement la mise en place d'une législation moins favorable aux prises de contrôle. La raréfaction de ces dernières, à la suite des modifications légales, a été, selon lui, l'une des causes principales du gaspillage de ressources qui se serait produit aux États-Unis, pendant la décennie 80 (Jensen 1993 c).

Cette attention privilégiée portée aux prises de contrôle allait également se retrouver au centre d'un des plus célèbres articles écrits par Jensen (1986 a), dont l'influence allait également être très importante, dans la mesure où il donnait naissance à la « théorie du *Free Cash Flow* ». Paradoxalement, cette théorie est connue davantage pour le rôle qu'elle attribue à la dette que pour l'éclairage qu'elle apporte aux prises de contrôle. De fait, elle n'est qu'un cas particulier du cadre général retenu par Jensen et Meckling. Dans cette contribution, Jensen s'intéresse plus spécifiquement aux cas où les pertes de valeur nées des conflits entre actionnaires et dirigeants sont les plus exacerbées, où le risque de gaspillage des fonds est le plus important. Ce risque, selon lui, existe particulièrement dans les entreprises disposant de *Free Cash Flows*, c'est-à-dire de fonds excédant le montant nécessaire pour financer l'ensemble des projets rentables, dont la valeur actuelle nette évaluée au coût du capital correct est positive. Une telle situation implique un gaspillage et pour réduire les pertes de valeur, il est nécessaire de trouver des moyens obligeant les dirigeants à rendre ces *Free Cash Flows* aux investisseurs. Les dirigeants sont d'autant plus réticents à reverser ces fonds qu'il est dans leur intérêt de les conserver. Ces fonds leur permettent de disposer d'une marge de manœuvre supplémentaire en n'étant pas obligés de se soumettre au contrôle des investisseurs externes pour se financer. Ils peuvent ainsi éventuellement autofinancer une politique de croissance qui, même si elle n'est pas créatrice de valeur, leur est généralement profitable, leurs rémunérations étant souvent liées à la taille de l'entreprise. Cette politique de croissance est également favorable à l'ensemble des salariés dans la mesure où elle facilite les

---

<sup>17</sup> Jensen et Meckling (1976), p. 323.

promotions. Il y a donc conflit d'intérêts entre, d'une part, les dirigeants ou, plus généralement l'ensemble des salariés, d'autre part, les actionnaires.

Jensen suppose alors qu'un des moyens les plus efficaces pour réduire les *Free Cash Flows* est le financement par endettement. Contrairement aux distributions de dividendes ou aux rachats d'actions qui sont également un moyen d'éliminer les *Free Cash Flows*, mais dont la survenance et l'importance restent fortement subordonnées aux décisions des dirigeants, la discipline par la dette est plus efficace dans la mesure où les créanciers, si le service de la dette n'est pas honoré, peuvent exiger la mise en règlement judiciaire de la société. La dette constitue ainsi un moyen disciplinaire fort de réduire la latitude discrétionnaire des dirigeants, appréciée par le niveau des *Free Cash Flows*. Cependant, cette efficacité de la dette est contingente à la situation de la firme. Selon Jensen, la dette n'assure une discipline efficace que pour les organisations disposant de *Free Cash Flows* substantiels mais de faibles opportunités de croissance ou, plus encore, pour les organisations en phase de déclin, particulièrement incitées à investir dans des projets non rentables. Sur la base de cette analyse du rôle de la dette, Jensen justifie l'efficacité des opérations de *Leverage Buy Out* (LBO) et de retraits de la bourse, financées par un recours important au levier d'endettement. Appliquant alors sa théorie aux prises de contrôle, Jensen prédit notamment que celles qui sont financées au moyen de liquidités ou par recours à la dette, du fait de leur capacité à réduire les *Free Cash Flows*, se révéleront plus rentables que celles dont le financement est assuré par échange de titres. Cette argumentation sera également au centre des développements de Jensen (1989a, 1989b) visant à expliquer le rôle positif des prises de contrôle, des LBO, des retraits de la cote et le déclin corrélatif de la firme managériale.

Si *via* la problématique de la structure de financement, le rôle attribué au marché des prises de contrôle et la théorie du *Free Cash Flow*, Jensen a été conduit à apporter de nouvelles réponses à des questions comme la politique de dividendes, l'influence du cadre légal sur les restructurations et les procédures de faillite, ses investigations ont porté également sur l'influence des formes organisationnelles sur les décisions d'investissement. Ainsi, dans un article coécrit avec E. Fama (Fama et Jensen, 1985), Jensen, à partir d'une analyse normative, fondée sur la théorie des formes organisationnelles qu'il a élaborée et qui conduit à séparer les formes organisationnelles en fonction des caractéristiques des créances résiduelles<sup>18</sup>, montre que la nature de ces créances conditionne les règles optimales de choix

---

<sup>18</sup> Les créances résiduelles (*residual claims*) sont les créances qui permettent de définir tant l'allocation des droits de décision résiduels que des gains (ou pertes) résiduels, le qualificatif de résiduel faisant référence aux éléments non définis préalablement par le cadre institutionnel et les contrats.

d'investissement. Prenant comme référence, la règle traditionnelle de maximisation de la valeur de marché qui s'impose pour une grande société par actions, si les marchés financiers sont efficients, Fama et Jensen parviennent à la conclusion que cette règle reste valide pour les organisations ouvertes comme les mutuelles financières et les organisations à but non lucratif. En revanche, elle n'est plus optimale, pour les organisations fermées, dont les créances résiduelles sont concentrées entre les mains d'un petit nombre de personnes, comme les entreprises personnelles et les sociétés fermées, qui sont majoritaires dans les activités de production de petite taille et dans les services. Cette concentration de la propriété impliquant une mauvaise diversification du risque et un sous-investissement, ces formes organisationnelles, selon l'analyse normative effectuée, n'ont pas intérêt à suivre la règle de maximisation de la valeur de marché. Elles survivent cependant, car elles compensent leur infériorité en matière d'assomption du risque en supportant par ailleurs moins de coûts d'agence, les propriétaires prenant les principales décisions au lieu de les déléguer.

### 3. Au-delà de la finance : le chercheur en théorie des organisations

Si le domaine de la finance occupe une place privilégiée dans les recherches de Jensen, il ne constitue cependant qu'un des nombreux champs d'investigation de la TPA, dont la vocation, beaucoup plus ambitieuse, est de constituer une théorie des organisations à part entière. La TPA cherche notamment à expliquer l'architecture organisationnelle interne et la répartition des activités économiques et sociales entre les différentes formes organisationnelles. La finance au sein de cette théorie occupe toutefois une place particulière, intermédiaire, voire médiatrice, de par la nature même des décisions financières, entre les champs d'application interne et externe de la TPA.

Les travaux situés dans le champ organisationnel, entrepris par Jensen (notamment, Fama et Jensen, 1983 a et b ; Jensen et Meckling, 1992) permettent cependant de mieux comprendre la logique interne de leur démarche globale dans la mesure où ils retiennent, de façon explicite, comme déterminant principal de la performance organisationnelle, l'utilisation optimale de la connaissance spécifique, c'est-à-dire coûteuse à transférer. Tant la configuration interne des organisations que la répartition des activités économiques et sociales entre organisations s'expliquent par cette préoccupation.

#### 3.1. L'architecture organisationnelle

Jensen et Meckling (1992) proposent une théorie de l'architecture organisationnelle fondée sur l'allocation des droits décisionnels à l'intérieur des organisations en vue de

permettre une utilisation optimale de la connaissance. Au sein des organisations, cette allocation, contrairement à ce qui se passe sur le marché, ne repose pas sur l'échange volontaire entre acteurs permis par l'aliénabilité<sup>19</sup> des droits, mais intervient *via* la politique organisationnelle. Les droits sont répartis par les dirigeants et leur respect est garanti par les systèmes incitatifs et de contrôle également mis en place par la hiérarchie, en tenant compte de la nature de l'environnement institutionnel. La répartition est supposée résulter des arbitrages managériaux effectués entre les coûts liés à une mauvaise utilisation de la connaissance spécifique (décentralisation insuffisante des décisions) et les coûts d'agence associés aux conflits d'intérêts (dus à la décentralisation).

La théorie de l'architecture organisationnelle<sup>20</sup> s'articule ainsi autour de deux dimensions qui constituent la base de la « taxinomie » centrale de la TPA : (1) l'allocation des droits décisionnels à l'intérieur de l'organisation ; (2) la conception du système de contrôle, ce dernier regroupant le « système d'évaluation et de mesure de la performance » et le « système d'incitation » qui permet de spécifier la relation entre la mesure de la performance et ses conséquences en termes de sanctions et de récompenses. La cohérence et la complémentarité entre ces dimensions sont censées déterminer le niveau d'efficacité organisationnelle. La conception systémique de l'organisation au sein de la TPA, associée à la représentation en termes de nœud de contrats, souvent mal perçue, apparaît clairement.

Si les travaux en finance associés à la TPA ont profondément influencé la comptabilité financière en étant à l'origine de la perspective positive en comptabilité (Watts et Zimmerman, 1986), ceux qui portent sur l'architecture organisationnelle interne ont donné lieu à de très nombreux développements, notamment sur l'étude des systèmes de mesure de la performance, de rémunération et de promotion, en prolongation des recherches de Baker *et al.* (1988) et de Jensen et Murphy (1990) sur les rémunérations et de Jensen et Meckling (1998) sur la mesure de performance des divisions. Ces dernières recherches s'inscrivent dans les champs de la gestion des ressources humaines et du contrôle de gestion<sup>21</sup>. D'autres travaux ont eu pour objectif d'étudier les liens entre la structure des tâches, les frontières organisationnelles et la nature de la technologie afin de comprendre comment les systèmes imbriqués, reliant les organisations et les marchés, peuvent permettre de profiter au mieux des

---

<sup>19</sup> Un droit décisionnel, qui porte sur l'utilisation d'un actif, est dit aliénable si celui qui le détient peut le céder et s'approprier le produit de la cession.

<sup>20</sup> On trouvera une présentation plus complète de la théorie de l'architecture organisationnelle dans Brickley *et al.* (1997) et dans Charreaux (2000).

<sup>21</sup> D'une certaine façon, bien que son objectif soit plus général, l'article de Jensen (2001) s'inscrit également dans ce champ.

opportunités offertes par les différentes technologies. Une recherche comme celle de Wruck et Jensen (1994), consacrée à la gestion de la qualité totale, participe de cette perspective.

### 3.2. La répartition des formes organisationnelles

Fama et Jensen (1983a, 1983b) proposent de s'appuyer également sur le rôle central de la connaissance spécifique et la minimisation des coûts d'agence pour expliquer la répartition des activités économiques et sociales entre les différentes formes organisationnelles. Leur argumentation procède d'une analyse des contrats considérés comme centraux dans toute organisation, c'est-à-dire ceux qui spécifient, d'une part, la nature des « créances résiduelles » et la structure de la propriété, décidant ainsi de l'appropriation de la rente organisationnelle et de l'assomption du risque, d'autre part, l'allocation des étapes (initiative, ratification, mise en œuvre, surveillance) du processus de décision entre les différents acteurs.

En associant la notion de complexité organisationnelle à celle de dispersion de la connaissance spécifique et en étudiant l'efficacité des différentes configurations fonctionnelles qui font intervenir trois fonctions – la gestion de la décision, le contrôle de la décision, l'assomption du risque –, Fama et Jensen (1983a) concluent que cette efficacité suppose une cohérence dans ces configurations. Ainsi, la séparation des fonctions d'assomption du risque et de gestion de la décision conduit à des architectures caractérisées par une séparation des fonctions de gestion et de contrôle de la décision. Inversement, la concentration des fonctions de gestion et de contrôle de la décision, entre les mains d'un nombre limité d'agents, conduit à ce que ces derniers assument le risque en détenant les titres de créance résiduelle (propriété concentrée). Appliquant leur analyse aussi bien aux activités économiques traditionnelles qu'à des activités sociales telles que la religion ou l'éducation, Fama et Jensen trouvent une confirmation de leur théorie dans le fait que la plupart des organisations, caractérisées par une séparation des fonctions de gestion de la décision et d'assomption du risque, présentent des structures similaires en matière de séparation des fonctions de décision et de contrôle. Ils proposent également des explications à la variété des formes juridiques existantes (entreprises individuelles, associations, sociétés ouvertes et fermées, mutuelles, etc.) ainsi qu'aux configurations particulières des créances résiduelles associées à ces formes<sup>22</sup>. Leur analyse permet d'enrichir substantiellement l'approche

---

<sup>22</sup> Remarquons que Jensen et Meckling (1979) avaient produit un premier travail sur l'influence des structures de propriété sur les fonctions de production, leur permettant d'analyser déjà des formes d'organisation particulières telles que la cogestion, les coopératives et les professions libérales. Le travail réalisé par Fama et Jensen (1985) sur l'influence de la forme organisationnelle sur la décision d'investissement s'inscrit également dans cette veine.

économique du droit<sup>23</sup>. Elle conduit également à mieux comprendre les liens unissant les décisions financières au cadre institutionnel, notamment juridique, un des aspects privilégiés par les développements récents de la théorie de la gouvernance.

#### 4. L'idéologue et le méthodologue

Le portrait de Jensen et la description de ses apports ne sauraient être achevés sans évoquer successivement ses prises de position idéologiques et méthodologiques, qui l'ont souvent placé au centre de polémiques et ont, peut-être, parfois conduit à sous-estimer l'apport de ses travaux dans le domaine de la finance et, plus généralement, des sciences de gestion.

##### 4.1. Les prises de position idéologiques

Tant les économistes autrichiens, comme Hayek, que sa formation à l'Université de Chicago, ont visiblement fortement influencé les options libérales défendues par Jensen. De plus, il est parfois difficile dans certains de ses travaux de séparer la part de l'analyse scientifique de celle de la prise de position idéologique. Ainsi, dans l'article coécrit avec Meckling (1994) sur la nature de l'homme, on peut être choqué, tout en étant convaincu de l'intérêt de la modélisation du comportement humain proposée par ces auteurs, de la présentation caricaturale faite de certains modèles concurrents, notamment sociologiques, en raison des présupposés idéologiques qui leur sont attribués.

Bien entendu, ces prises de position idéologiques n'ont rien d'intrinsèquement illégitimes et il est compréhensible, compte tenu des analyses auxquelles conduit la TPA en matière de systèmes de gouvernance et d'architecture organisationnelle, que Jensen ait souhaité prendre position de façon plus normative. Son attitude est d'ailleurs cohérente avec ses propres propos et avec l'ensemble de sa démarche intellectuelle, puisque dans son article à contenu méthodologique de 1983, il insistait fortement sur le caractère instrumentaliste des théories. *In fine*, une bonne théorie est une théorie qui permet aux dirigeants de prendre de meilleures décisions, de créer davantage de valeur : « *The choice among competing theories will be based on which is expected to yield the highest value of objective function when used for decision making* » (Jensen, 1983, p. 323).

En particulier, Jensen est toujours apparu comme un farouche défenseur de l'économie libérale<sup>24</sup>, notamment d'un de ses mécanismes jugés fondamentaux, le marché des prises de

---

<sup>23</sup> Le domaine même du droit fait partie des champs d'investigation explorés par M.C. Jensen (voir notamment

contrôle, qui permet un redéploiement efficace des ressources. Cette défense l'a conduit, par exemple, à s'élever à de nombreuses reprises contre le processus politique censé saper les bases de l'économie de marché, en freinant les prises de contrôle et les restructurations ou en voulant imposer des limites aux rémunérations, jugées excessives, des dirigeants et à s'interroger sur le rôle des médias, notamment de la Presse. Il (Jensen, 1979) propose notamment une théorie expliquant que l'attitude de celle-ci soit plutôt biaisée en faveur des solutions collectivistes que des solutions libérales.

#### 4.2. Le méthodologue

Même si, dans ses travaux consacrés à la finance de marché, il avait déjà fait un apport important en élaborant la méthode des études d'événements, Jensen, à travers la TPA, a su également proposer une méthode de recherche originale dans le champ de la finance et de l'économie organisationnelle, en prônant le recours aux études cliniques comme mode de recherche à part entière<sup>25</sup>. Il s'agit d'un des aspects qui séparent le plus profondément la TPA d'une part, de la théorie principal-agent fondée exclusivement sur la modélisation quantitative, d'autre part, des approches économétriques traditionnelles.

Dès 1983, Jensen (1983, p. 332) soulignait les limites tant des approches de modélisation formelle que des études économétriques pour comprendre le fonctionnement des organisations : « *...many important predictions of the research on positive organization theory and positive accounting theory will be characterizations of the contracting relations, and much of the best evidence on these propositions will be qualitative and institutional evidence... By its nature, much of this institutional evidence cannot be summarized by measures using real numbers* ». Il insistait également sur la nature analytique mais non mathématique de la modélisation dans la TPA et sur les variables considérées comme centrales, différentes de celles de la théorie principal-agent.

Cette réflexion critique sur les outils traditionnels des théories concurrentes allait le conduire à proposer, en complément des approches traditionnelles, de recourir aux études

---

Jensen et al., 1986 et, plus récemment, Holderness et al., 2000).

<sup>24</sup> On consultera notamment Jensen (1979, 1984, 1989 b, 1991) et Jensen et Meckling (1983).

<sup>25</sup> Cette reconnaissance de l'intérêt des études de cas est également à l'origine du choix de Jensen d'enseigner à l'Université d'Harvard : « *I joined HBS because I believe in toughmindedness, and in the advantages of the case method of teaching and field-based research* » (Jensen, 1993 a). Par ailleurs, Jensen (1993 b) prétend que le recours à la méthode des études de cas dans l'enseignement se justifie également par le souci d'élaborer des règles de décision afin de faciliter les choix : « *Moreover, because our theories are always incomplete, and some are surely wrong, we must transfer to our students a clear understanding of how to test theories and how to continue to formulate and discover their own in their business careers* » (Jensen, 1993 c, p. 5). La méthode des études de cas dans son optique ne s'oppose pas aux modes d'enseignement plus traditionnels mais les complète.

cliniques. Comme il le souligne, avec les autres éditeurs du *Journal of Financial Economics* (Jensen et *al.*, 1989, p. 4), les études cliniques peuvent orienter les travaux des formalisateurs et des économètres vers des théories plus pertinentes en leur fournissant des analyses approfondies des dimensions les plus importantes des phénomènes organisationnels réels. De nombreux articles fondés sur des études cliniques ont été ainsi publiés depuis dix ans dans cette revue souvent classée comme une des meilleures, avec le *Journal of Finance*, dans le champ de la recherche financière.

## Conclusion

Si, contrairement à plusieurs auteurs présentés dans cet ouvrage (Markowitz, Merton, Miller, Sharpe et Scholes), Jensen ne s'est pas vu décerner le prix Nobel d'économie, on ne peut en conclure que ses apports ont été moins importants tant pour la construction que pour le développement du champ de la recherche financière. Comparativement à ces autres « grands auteurs », à l'exception de Miller, ses principales contributions ne se situent pas dans le domaine de l'évaluation des actifs financiers et de la finance de marché mais dans celui de la finance d'entreprise. Par ailleurs, sans qu'il nie l'intérêt de la formalisation mathématique pour répondre à certaines questions, ses travaux, contrairement aux approches dominantes en finance, privilégient une recherche plus qualitative et se soucient davantage de réalisme, notamment en matière d'hypothèses. Cette double originalité qui lui confère une position relativement marginale par rapport au *mainstream* économique-financier ne doit cependant pas conduire à sous-estimer l'importance de ses apports pour la finance d'entreprise et, plus généralement, les sciences de gestion et la théorie des organisations.

Les contributions de Jensen, à l'origine de la finance organisationnelle et de la recherche sur la gouvernance d'entreprise, ont introduit une véritable rupture de paradigme, souvent insuffisamment perçue<sup>26</sup>, dans le champ de la finance et ont conduit à redéfinir les frontières mêmes de ce champ. En proposant une relecture de la finance d'entreprise à la lumière de la théorie des organisations, Jensen (et certains de ses principaux co-auteurs comme W.H. Meckling et E.F. Fama) a sorti la finance d'entreprise du ghetto dans lequel l'avait enfermé l'analyse de Modigliani et Miller et a permis le développement d'une théorie originale fondée sur la gouvernance des dirigeants. Ce faisant, et au-delà de l'intérêt des

---

<sup>26</sup> Ainsi, la TPA est souvent perçue comme une variante de la théorie principal-agent ce qui conduit à sous-évaluer ses apports et son originalité au sein de la recherche financière. Cette ambiguïté est principalement due au modèle financier figurant dans l'article pionnier de 1976, dont la conception reste traditionnelle mais qui n'est qu'un exemple simplificateur destiné à illustrer une démarche beaucoup plus générale.

analyses auxquelles il conduisait pour comprendre tant les politiques de financement que d'investissement de la firme, le paradigme de la TPA proposé par Jensen, permettait également à la finance d'entretenir un dialogue avec les autres sciences de gestion (la comptabilité, le contrôle de gestion, la stratégie,...), les sciences juridiques, l'économie des organisations et, plus récemment, avec les sciences cognitives ou l'anthropologie. Ce rapprochement, notamment avec les autres sciences de gestion, résultait inévitablement et naturellement de la préoccupation constante chez Jensen, non seulement d'expliquer le monde réel, mais de doter les dirigeants de grilles de lecture et d'outils leur permettant d'améliorer la performance des organisations.

Certes, la théorie proposée par Jensen n'est pas exempte de critiques, voire d'incohérences et elle ne saurait être considérée comme une théorie achevée. En particulier, on peut regretter la représentation sommaire de la relation entre la performance et l'utilisation de la connaissance ainsi que le peu d'attention porté au problème pourtant central de la création de la connaissance. De même, la récente évolution de Jensen dans sa modélisation du comportement humain, d'une rationalité limitée « calculatoire » vers un modèle de rationalité élargi intégrant le *Pain Avoidance Model*, soulève inévitablement des interrogations en matière de cohérence interne de la théorie. L'importance accordée aux aspects adaptatifs et créatifs dans ces modèles de comportement conduit également à s'interroger sur la pertinence (en termes de cohérence) tant de la représentation de l'environnement comme élément exogène que du raisonnement en termes d'équilibre et de statique comparative qui prévalent dans la TPA. L'intérêt porté récemment par Jensen aux phénomènes d'apprentissage, de *leadership* et de résistance au changement conduit à penser que des ponts sont amenés à s'établir entre la TPA et les approches évolutionnistes et stratégiques des organisations, qui privilégient l'explication cognitive, ce qui conduira à une nouvelle évolution dans la modélisation et l'interprétation des phénomènes financiers.

### **Bibliographie**

Alchian A.A. et Demsetz H., « Production, Information Costs, and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, 1972, p. 777-795.

Bailey M.J. et Jensen M.C., « Risk and the Discount Rate for Public Investment », in M.C. Jensen (Ed.), *Studies in the Theory of Capital Markets*, Praeger Publishers, 1972, p. 269-293.

Baker G.P., Jensen M.C. et Murphy K.J., « Compensation and Incentives : Practice vs. Theory », *The Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July 1988, p. 593-616.

- Berle A. et Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, 1932, 2<sup>e</sup> édition, 1956.
- Bernstein P.L., *Capital Ideas : The Improbable Origins of Modern Wall Street*, The Free Press, 1992, traduction française, *Des idées capitales*, P.U.F., 1995.
- Black F., Jensen M.C. et Scholes M., « The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests, in M.C. Jensen (Ed.), *Studies in the Theory of Capital Markets*, Praeger Publishers, 1972, p. 79-121.
- Brickley J.A., Smith C.W. et Zimmerman J.L., *Managerial Economics and Organizational Architecture*, Irwin/McGraw-Hill, 1997.
- Caby J. et G. Hirigoyen, « Management : les constructeurs – Michael C. Jensen », *Revue Française de Gestion*, mars-avril-mai 2000, p. 60-68.
- Charreaux G. (éd.), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Economica, 1997.
- Charreaux G., « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. Koenig (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Economica, mars 1999, p. 61-141.
- Charreaux G., « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », *Revue d'économie industrielle*, n° 92, 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres 2000, p. 193-214.
- Charreaux G. (coord.), *Images de l'investissement*, Vuibert, 2001.
- Coase R.H., « The Nature of The Firm », *Economica*, New Series, vol. 4, p. 386-405.
- Demsetz H., « Information and Efficiency : Another Viewpoint », *Journal of Law and Economics*, vol. 12, 1969, p. 1-22.
- Demsetz H., « The Theory of the Firm Revisited », *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 4, 1988, p. 141-163.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C. et Roll R., « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, February 1969, p. 1-21.
- Fama E.F. et Jensen M.C., « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June 1983 a, p. 301-326.
- Fama E.F. et Jensen M.C., « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June 1983 b, p. 327-350.
- Fama E.F. et Jensen M.C., « Organizational Forms and Investment Decisions », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, 1985, p. 101-119.
- Holderness C.G., Jensen M.C. et Meckling W.H., « The Logic of the First Amendment », Social Science Research Network Electronic Paper Collection, March 2000.

Jensen M.C., « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *The Journal of Finance*, vol. 23, n° 2, May 1968, p. 389-416.

Jensen M.C., « Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios », *The Journal of Business*, vol. 42, n° 2, April 1969, p. 167-185.

Jensen M.C., « Capital Markets: Theory and Evidence », *Bell Journal of Economics*, vol. 3, n° 2, Autumn 1972, p. 357-398, 1972 a.

Jensen M.C., « The Foundations and Current State of Capital Market Theory », in M.C. Jensen (Ed.), *Studies in the Theory of Capital Markets*, Praeger Publishers, 1972 b, p. 3-43.

Jensen M.C., « Optimal Utilization of Market Forecasts and the Evaluation of Investment Performance », in G.P. Szegö et K. Shell, *Mathematical Methods in Investment and Finance*, North Holland/American Elsevier, 1972 c, p. 310-335.

Jensen M.C., « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, vol. 6, n° 2/3, 1978.

Jensen M.C., « Toward a Theory of the Press », in K. Brunner (Ed.), *Economics and Social Institutions*, Martinus Nijhoff Publishing Company, 1979.

Jensen M.C., « Organization Theory and Methodology », *Accounting Review*, vol. 58, April 1983, p. 319-339.

Jensen M.C., « Takeovers: Folklore and Science », *Harvard Business Review*, November-December 1984.

Jensen M.C., « The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, May 1986 a.

Jensen M.C., « The Takeover Controversy: Analysis and Evidence », *The Midland Corporate Finance Journal*, Summer 1986 b.

Jensen M.C., « Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2, n° 1, Spring 1989 a, p. 35-44.

Jensen M.C. « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, September-October 1989 b.

Jensen M.C., « Corporate Control and the Politics of Finance », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 1991, p. 13-33.

Jensen M.C., « Toughmindedness, Courage and Change », Harvard Business School, site Internet, May 1993 a.

Jensen M.C., « The Case Method and Science », Harvard Business School, site Internet, May 1993 b.

Jensen M.C., « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *The Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, July 1993 c, p. 831-880.

Jensen M.C., « Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 1994, vol. 7, n° 2.

Jensen M.C., *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998.

Jensen M.C., « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », Social Science Research Network Electronic Paper Collection, January 2001.

Jensen M.C., Fama E.F., Long J. B., Ruback R.S., Schwert G.W., Smith C.W. et Warner J., « Editorial : Clinical Papers and Their Role in the Development of Financial Economics », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, 1989, p. 3-6.

Jensen M.C. et Bennington G.A., « Random Walks and Technical Theories: Some Additional Evidence », *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, May 1970, p. 469-482.

Jensen M.C. et Long Jr J.B., « Corporate Investment under Uncertainty and Pareto Optimality in the Capital Markets », *Bell Journal of Economics*, vol. 3, n° 1, p. 151-174, 1972.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October 1976, p. 305-360.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « Rights and Production Functions : An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination », *Journal of Business*, vol. 52, n° 4, 1979, p. 469-506.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « Corporate Governance and 'Economic Democracy': An Attack on Freedom », in C.J. Huizenga (Ed.), *Corporate Governance: A Definite Exploration of the Issues*, 1983.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander (Eds), *Contract Economics*, Blackwell, 1992, p. 251-274.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « The Nature of Man », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 1994, 38 p.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « Divisional Performance Measurement », in M.C. Jensen, *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998, p. 345-361.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « Coordination, Control and the Management of Organizations : Course Notes », Harvard Business School Working Paper #98-098, April 20, 1998.

- Jensen M.C., Meckling W.H. et Holderness C.G., « Analysis of Alternative Standing Doctrines », *International Review of Law and Economics*, vol. 6, p. 205-216, 1986.
- Jensen M.C. et Murphy K.J., « Performance Pay and Top Management Incentives », *Journal of Political Economy*, April 1990, p. 225-265.
- Jensen M.C. et Ruback R.S., « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, April 1983.
- Meckling W., « Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences », *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, Dezember, 1976.
- Miller M. et Modigliani F., « Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, October 1961, p. 411-433.
- Modigliani F. et Miller M., « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, June 1958, p. 261-297.
- Roll R., « A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests », *Journal of Financial Economics*, March 1977, p. 129-176.
- Watts R.L. et Zimmerman J.L., *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986.
- Wruck K.H. et Jensen M.C., « Specific Knowledge, and Total Quality Management », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, p. 247-287, 1994.