

Les grands auteurs en théorie des organisations :

Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations¹

Gérard CHARREAUX
Professeur en sciences de gestion
Université de Bourgogne

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1041203
Décembre 2004
Version révisée mai 2005

Résumé : L'objectif de cet article est de faire une présentation des travaux de M.C. Jensen dans le domaine de l'architecture et de la gouvernance des organisations. Après avoir précisé les principales composantes et le champ d'application de la théorie positive de l'agence, sont présentées les applications de cette théorie dans les champs de la finance, du contrôle de gestion et de la gestion des ressources humaines, à travers les travaux de M.C. Jensen.

Mots clés : théorie positive de l'agence ; architecture organisationnelle ; gouvernance d'entreprise ; valeur de marché ; budget ; rémunérations des dirigeants.

JEL Classification : G30 ; J30 ; L22 ; L29 ; M40

¹ Cet article reprend pour partie des éléments publiés dans les articles de Charreaux (1999, 2000, 2003). L'auteur remercie Alain Schatt et les deux rapporteurs anonymes pour leur relecture attentive et leurs suggestions.

Un des articles les plus cités de la littérature économique, que ce soit par les spécialistes de l'économie organisationnelle ou ceux des sciences de gestion – notamment les chercheurs en finance – est celui de Jensen et Meckling (1976) « *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure* », publié dans le *Journal of Financial Economics*. Cet article a jeté les bases de la théorie positive de l'agence (désormais la TPA), dont l'influence s'est largement étendue au-delà de la finance pour devenir une des principales branches des théories contractuelles des organisations. Il s'inscrivait dès l'origine dans un projet ambitieux (Jensen et Meckling, 1998), 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 managers. Comme le précisent Jensen et Meckling (1998, p. 8) l'objectif qu'ils poursuivaient était de construire une théorie des organisations : « Notre objectif est de construire une théorie des organisations à même d'expliquer clairement comment les règles du jeu organisationnelles affectent la capacité du dirigeant à résoudre les problèmes, à accroître la productivité et à atteindre son objectif² ». L'objectif explicatif – « positif » –, était clairement posé. Sur la base de l'étude des organisations réelles, il s'agissait dans un premier temps de comprendre quelle était l'influence des règles organisationnelles sur l'efficacité des organisations, puis, dans un second temps, de s'appuyer sur cette compréhension pour l'accroître. Ce faisant, la théorie « positive » de l'agence ne doit pas être confondue, comme le souligne Jensen (1983), avec la théorie normative de l'agence – le courant principal-agent – qui cherche 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.

Fondée à l'origine sur la théorie des droits de propriété et sur la notion de relation d'agence empruntée à l'approche principal-agent, la TPA se veut une « théorie de la coordination et du contrôle » appliquée à la gestion des organisations et centrée sur les dirigeants. Elle s'applique, en particulier, à l'architecture organisationnelle – c'est-à-dire aux questions touchant à l'allocation et au contrôle des décisions – et à la gouvernance des entreprises. Même si Meckling peut revendiquer le titre de co-fondateur de ce courant, cet

² « 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 ».

article sera exclusivement consacré à Jensen qui a joué le rôle le plus important dans son développement, notamment dans ses applications à la finance, à la gouvernance, au contrôle de gestion et à la gestion des ressources humaines.

De nationalité américaine, Jensen 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 déroulée 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, puisque, 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. Jensen s'inscrit notamment dans une démarche « gestionnaire », caractérisée par 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, en particulier 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. Il a également 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. Depuis sa retraite, Jensen exerce les fonctions de *Managing Director*, pour l'axe *Organizational Strategy Practice* au *Monitor Group*, une société internationale de service aux entreprises.

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 finance³ et en théorie des organisations.

³ Voir l'article de Charreaux (2003) consacré à Jensen, dans l'ouvrage de M. Albouy, *Les grands auteurs en finance*, pour une présentation de l'ensemble des apports à la finance.

Si les premiers travaux de Jensen ont porté sur la finance de marché, notamment l'évaluation des actifs financiers, l'efficacité informationnelle et la mesure de performance des portefeuilles, ils n'ont occupé qu'une période relativement brève (1969-1978, en fonction des dates de publication) dans sa carrière académique. Tout en ayant eu un rôle important dans les domaines cités, ces travaux n'ont pas exercé une influence comparable à celle de ceux réalisés dans la perspective organisationnelle. Précisons, cependant, qu'ils ont été une source d'inspiration, à certains égards, pour le développement de sa théorie des organisations. Ainsi, Jensen a été un des quatre auteurs du célèbre article de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969), à l'origine de la méthode des études d'événements qui est d'usage courant pour évaluer l'incidence des modifications d'architecture organisationnelle sur l'efficacité des firmes. Plus spécifiquement, Jensen (1969) a été le premier à définir la notion d'efficacité informationnelle des marchés⁴ en tenant compte des coûts de gestion et de transaction supportés par les gérants, donc en apportant une dimension organisationnelle et contractuelle à la notion d'efficacité. Enfin, la notion d'efficacité des marchés est au cœur même des développements de la TPA.

Bien davantage qu'à la finance de marché, le nom de Jensen est surtout associé à la TPA, qui constitue un programme de recherche original à part entière ayant fortement influencé non seulement la finance – en créant le courant de la finance organisationnelle –, mais plus largement les sciences économiques et de gestion⁵. La contribution de ce courant est à la fois explicative et normative. 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 ce dernier prône aujourd'hui l'adoption d'un objectif plus large, la création de « valeur de marché de la firme sur le long terme » pour l'ensemble des investisseurs financiers.

Cette présentation, à travers les travaux de Jensen, poursuit deux principaux objectifs. En premier lieu, elle vise à mettre en évidence les composantes centrales de la TPA et son champ d'application. En second lieu, elle cherche à montrer la diversité et l'importance des questions abordées par la TPA pour la gestion des organisations en l'illustrant notamment par des exemples touchant à la finance et la gouvernance des entreprises, au contrôle de gestion et à la gestion des ressources humaines.

⁴ Un marché financier est d'autant plus efficace que les cours boursiers incorporent rapidement et complètement l'information publique ou privée.

⁵ La frontière entre les deux disciplines est difficile à préciser, surtout pour cette théorie qui d'une certaine façon repose sur une approche économique des sciences de gestion. Comme les sciences économiques se définissent le

1. Les principales composantes et le champ d'application de la théorie positive de l'agence

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'agence⁶ empruntée à l'approche principal-agent, la TPA se veut une théorie de la coordination et du contrôle au sein des organisations, centrée sur les dirigeants. 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. Pour clarifier le positionnement de la TPA⁷, il est nécessaire de revenir brièvement sur ses ingrédients principaux et sur son message théorique principal, c'est-à-dire les modélisations de l'architecture organisationnelle et de la répartition des activités économiques qu'elle propose. Précisons que si la TPA a évolué, ses composantes essentielles sont déjà présentes, à des degrés divers dans les articles fondateurs de Jensen et Meckling (1976), de Jensen (1983) et de Fama et Jensen (1983a, 1983b). En particulier, même si l'article de Jensen et Meckling (1976), publié dans le *Journal of Financial Economics*, a eu pour effet de positionner la TPA comme une théorie de la finance, sa vocation, dès le départ, était d'être une théorie générale des organisations, ce qui n'est pas toujours bien compris, notamment par les spécialistes de finance.

1.1. Les blocs constitutifs de la théorie

La vision intégratrice de la TPA se traduit par le souci d'embrasser simultanément les phénomènes organisationnels et de marché. En ce sens, ainsi que dans ses fondements pluridisciplinaires, elle est proche de la théorie des coûts de transaction (désormais la TCT),

plus souvent en termes de méthode, et les sciences de gestion en termes de champ d'application, on peut écrire que la TPA se situe à leur intersection.

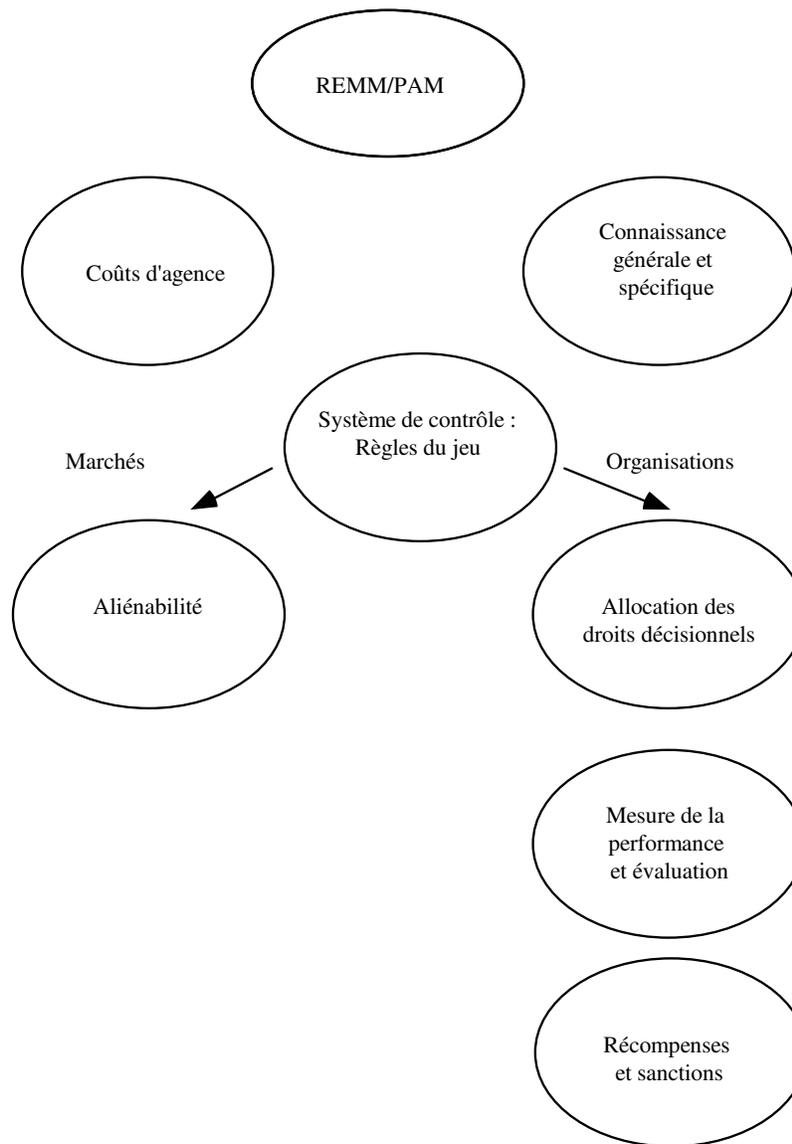
⁶ Selon la définition usuelle, la relation d'agence (ou de mandat) est un contrat dans lequel une personne (ou plusieurs), désignée comme le « principal », emploie les services d'une autre personne, dénommée l'« agent », pour accomplir en son nom une tâche quelconque. Cette relation implique une délégation de pouvoir décisionnel à l'agent.

⁷ Les textes qui permettent le mieux de rendre compte de l'évolution et de l'état actuel de la TPA sont, outre Jensen et Meckling (1998), le texte introductif au cours de *Coordination, Control and the Management of Organizations*, l'ouvrage de Jensen (1998), *Foundations of Organizational Strategy*, et celui de Brickley, Smith et Zimmerman (1997), *Managerial Economics and Organizational Architecture*.

qui a d'ailleurs constitué à l'origine une de ses sources d'inspiration. La TPA, selon la présentation qu'en fait Jensen (1998), comporte quatre blocs constitutifs fondamentaux : (1) un modèle du comportement humain ; (2) les coûts liés au transfert de la connaissance ; (3) les coûts d'agence ; (4) l'aliénabilité et les règles du jeu organisationnelles dont l'articulation permet d'éclairer le fonctionnement des organisations et des marchés.

Ces quatre blocs jouent chacun un rôle dans la théorie et s'imbriquent comme suit. La théorie étant fondée sur l'individualisme méthodologique – on étudie le comportement des organisations à partir de celui des individus les constituant –, le bloc 1 « le modèle du comportement humain » a pour rôle de présenter les déterminants du comportement des individus dans la TPA selon un modèle de rationalité aménagé pour tenir compte de leurs capacités créatives. Les blocs 2 et 3 visent à introduire les deux leviers déterminant l'efficacité des organisations. La bonne utilisation des connaissances des individus étant le déterminant premier, il convient d'allouer les décisions entre les membres de l'organisation de la façon la plus efficace, en fonction notamment des coûts de transfert de la connaissance dont traite le bloc 2. Si la solution de la décentralisation peut apparaître a priori comme la plus économique, elle entraîne en contrepartie la création de relations d'agence et de conflits d'intérêts à l'origine de coûts d'agence présentés dans le bloc 3. Le problème est donc d'assurer la meilleure utilisation possible des connaissances sans supporter des coûts d'agence excessifs. Le bloc 4 présente les deux alternatives – marché (aliénabilité) ou organisation (règles du jeu organisationnelles) – permettant de résoudre ce problème.

Figure 1 : Les blocs constitutifs de la TPA (traduit de Jensen, 1998, p. 3)



Bloc 1 : Le modèle du comportement humain

L'article que consacrent Jensen et Meckling (1994) à la « nature de l'homme » comporte une présentation précise du modèle REMM⁸. Ce modèle – *Resourceful, Evaluative, Maximizing Model* – s'inscrit dans le paradigme des approches rationnelles des organisations. Selon Langlois (1998), le modèle REMM s'écarte à la fois du modèle de rationalité

⁸ Une première version de l'article (Meckling, 1976), écrite au début des années 70, est contemporaine de l'article de 1976. Ce modèle est également développé par Brunner et Meckling (1977) et Brunner (1984).

substantielle caractérisant l'économie du *mainstream* et des modèles comportementaux sociologiques et politiques. Il repose sur quatre postulats :

- Les individus se préoccupent de tout ce qui est source d'utilité ou de désutilité et sont des « évaluateurs ». Ils sont à même de faire des arbitrages entre les différentes sources d'utilité et leurs préférences sont transitives.

- Les individus sont insatiables.

- Les individus sont maximisateurs. Ils sont censés maximiser une fonction d'utilité, dont les arguments ne sont pas exclusivement pécuniaires, sous contraintes. Ces contraintes peuvent être cognitives et les choix effectués tiennent compte des coûts d'acquisition du savoir et de l'information.

- Les individus sont créatifs et savent s'adapter ; ils sont à même de prévoir les changements de leur environnement, d'en évaluer les conséquences et d'y répondre en créant de nouvelles opportunités dont ils sont capables d'apprécier l'intérêt.

La conception de la rationalité au sein de la TPA est proche de celle de Williamson, c'est-à-dire de type « limitée », tout en restant « calculatrice » – ou plutôt « évaluatrice » – sous contraintes cognitives. La prise en compte de ces contraintes conduit Jensen et Meckling (1976, 1994) à interpréter le comportement de *satisficing* introduit par Simon comme un cas particulier de maximisation. Cette dimension cognitive est également explicite dans l'article de Jensen⁹ (2001) qui met en avant la notion de « recherche de valeur » par opposition à celle d'optimisation.

Cette rationalité est « située » socialement. Les normes sociales représentent des contraintes et conditionnent les actions ; selon Jensen et Meckling (1994), « *elles constituent un dispositif externe facilitant le stockage de la connaissance concernant les comportements optimaux. Elles jouent également un rôle clé dans l'enseignement, les modes d'apprentissage, le contrôle et l'incitation des membres d'un groupe, d'une organisation ou d'une société* »¹⁰. Elles sont censées évoluer en fonction des changements de l'environnement et des connaissances qui transforment les calculs des individus et influencent leurs actions en modifiant les ensembles d'opportunités, ainsi que les coûts et les gains associés aux actions. Si les aspects liés à l'encastrement social se reflètent dans les actions des individus, ils ne les

⁹ Jensen (2001, p. 17), « *We must not confuse optimisation with value creation or value seeking. To create value we need not know exactly what maximum value is and precisely how it can be achieved* ». Il ne faut pas confondre optimisation et création ou recherche de valeur. Pour créer de la valeur, nous n'avons besoin ni de connaître exactement ce qu'est la valeur maximale, ni de savoir précisément comment elle peut être obtenue.

¹⁰ « *They serve as an external device that aids in the storage of knowledge about optimal behavior. In addition, they represent a major force for teaching, learning, disciplining, and rewarding members of a group, organization or society* ».

dictent pas cependant. Le statut des normes et des institutions est similaire à celui qu'ils occupent dans la variante williamsonienne de la TCT : il s'agit de paramètres. Cependant, comme la TCT, la TPA ne permet pas d'expliquer – contrairement à la théorie institutionnelle de North¹¹ –, les changements institutionnels. Les normes sont supposées évoluer lorsqu'elles imposent des coûts trop élevés dans le nouvel environnement, mais le mécanisme qui commande leur processus d'évolution n'est pas étudié.

La possibilité pour l'individu d'être créatif et de s'adapter confère un caractère implicitement dynamique à la théorie. La reconnaissance du caractère adaptatif des comportements permet de prendre en compte les comportements actifs de neutralisation de certains mécanismes, au centre, par exemple, des stratégies « d'enracinement » des dirigeants, ainsi d'ailleurs que le rôle positif que peuvent jouer ces derniers dans la construction de l'ensemble des opportunités, même si le processus proprement cognitif de création des opportunités reste ignoré.

Plus récemment, Jensen (1994) propose un complément d'inspiration comportementale au modèle REMM en lui adjoignant le modèle PAM – *Pain Avoidance Model* – dont le but est d'expliquer d'une part, que les individus se comportent dans certains cas, par souci défensif, de façon irrationnelle (d'un point de vue conséquentialiste) en prenant des décisions apparemment (pour un « spectateur impartial ») contraires à leur bien-être, d'autre part, le caractère limité de la capacité d'apprentissage, c'est-à-dire du comportement d'adaptation au vu des erreurs commises. L'individu éviterait de changer de modèle mental (ou perceptuel) en raison des coûts psychologiques induits (« la douleur »). Ce modèle dualiste du comportement humain suppose, d'une certaine façon, qu'il y a des conflits internes aux individus et conduit à introduire des coûts d'agence avec soi-même. Il trouve sa justification dans les enseignements des sciences cognitives et du comportement. Précisons qu'il est possible, selon nous, d'éviter ce dualisme problématique sur le plan de la cohérence méthodologique. Il suffit d'interpréter le modèle PAM comme une extension du modèle REMM, sur le mode rationnel (au sens « calculatoire »), en invoquant les coûts psychologiques élevés liés au changement par apprentissage de leur modèle perceptif, supportés par les individus.

¹¹ Si les premiers travaux de North s'inscrivaient dans le paradigme transactionnel, l'évolution de la structure de sa théorie institutionnelle (North, 2005), qui accorde actuellement une place centrale aux schémas mentaux, semble l'apparenter désormais au moins autant aux courants évolutionnistes et comportementaux.

Bloc 2 : Les coûts de transfert de la connaissance entre acteurs

Bien que Jensen ait recours indifféremment aux termes information et connaissance¹², la connaissance est au centre de la TPA, qui lui prête un rôle déterminant dans la constitution de la performance organisationnelle. L'efficacité dépend fondamentalement de la capacité des membres de l'organisation à utiliser la connaissance « pertinente », qui a de la valeur pour les décisions. La distinction, empruntée à Hayek – l'influence du courant autrichien est forte sur la TPA... –, entre « connaissance générale » et « connaissance spécifique¹³ » joue un rôle central. La solution au problème organisationnel consiste à trouver les moyens les moins coûteux pour mettre la connaissance pertinente à la disposition des décideurs. Cette mise à disposition, consistant à co-localiser les droits décisionnels et la connaissance spécifique, peut se faire de deux façons : (1) soit de façon centralisée par le transfert de la connaissance à ceux qui détiennent les droits décisionnels ; (2) soit de façon décentralisée, en transférant les droits décisionnels à ceux qui possèdent la connaissance. Le choix dépend des coûts de transfert respectifs de la connaissance et des droits décisionnels. Toutefois, en raison de l'importance de la connaissance spécifique non transférable, les solutions centralisées échouent le plus souvent mais pas systématiquement, ce qui justifie par exemple la pérennité des petites entreprises dont le système de décision est très centralisé dans certains secteurs. L'alignement des droits décisionnels et de la localisation de la connaissance dépasse en outre le débat traditionnel centralisation/décentralisation dans la mesure où la connaissance spécifique est répartie sur l'ensemble de la hiérarchie. La véritable question porte sur la nature des droits décisionnels à centraliser ou à décentraliser.

Bloc 3 : Les coûts d'agence

L'allocation décentralisée des droits décisionnels crée des relations d'agence sources de conflits d'intérêts et de coûts d'agence. L'architecture organisationnelle doit être conçue de façon à réduire ces coûts créateurs d'inefficience, par la mise en place de systèmes de contrôle (évaluation de la performance et incitation) destinés à aligner les intérêts des agents sur ceux du principal (ou des principaux).

¹² Si, selon Fransman (1998), l'information fait référence à un ensemble fermé, objectif, – potentiellement connaissable par tous les individus –, de données relatives aux conséquences des événements possibles, la connaissance représente, au contraire, un ensemble ouvert, subjectif, résultant de l'interprétation de l'information par les individus, en fonction de leurs modèles cognitifs.

Dans la TPA, la représentation de la relation d'agence – qu'il serait plus exact de qualifier de relation de coopération – évolue selon le problème analysé. Au-delà de la traditionnelle relation asymétrique principal-agent, par exemple entre les actionnaires et les dirigeants, elle devient dans certaines modélisations une relation bilatérale, dyadique, où les deux parties peuvent alternativement être considérées comme le principal ou l'agent. Par exemple, toujours dans la relation actionnaires-dirigeants, si dans la perspective traditionnelle les actionnaires confient leur capital financier aux agents que sont les dirigeants, inversement, on peut dire que les dirigeants confient leur capital humain aux actionnaires ; ces derniers sont alors les agents des dirigeants. Plus globalement, la formulation générale du problème organisationnel en termes d'efficacité et la représentation de l'organisation, en tant que « nœud de contrats » ou plutôt de « centre contractant » (*contracting nexus*), conduisent à dépasser ces représentations restrictives pour situer le problème de la réduction des coûts d'agence au niveau de la gestion simultanée de l'ensemble des relations entre acteurs, qui peuvent être imbriquées et interdépendantes. Un même mécanisme organisationnel, par exemple le conseil d'administration, peut servir à gérer simultanément les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, mais également entre créanciers et actionnaires ou entre actionnaires et salariés.

La notion de coûts d'agence est parfois considérée comme un des apports majeurs de la TPA. Selon la définition la plus générale qu'en donnent Jensen et Meckling (1992, p. 262), ils représentent les coûts résultant des conflits d'intérêt dans les situations de coopération¹⁴ et sont égaux à la somme des coûts de conception, de mise en œuvre et de maintenance des systèmes d'incitation et de contrôle et de la perte résiduelle, c'est-à-dire du manque à gagner lié à la résolution imparfaite de ces conflits¹⁵.

Plus récemment, Jensen (2004) a enrichi son analyse des coûts d'agence, à la lumière de la crise financière et des importantes fraudes managériales (Enron, Worldcom...) survenues ces dernières années, en insistant sur les coûts associés à la surévaluation par les marchés. Il ne s'agit pas *stricto sensu*, d'un nouveau type de coût d'agence, mais plutôt d'une

¹³ La connaissance générale est la connaissance peu coûteuse à transférer à l'inverse de la connaissance spécifique. Par exemple, la connaissance tacite, non codifiée, est très coûteuse sinon impossible à transférer.

¹⁴ Jensen et Meckling (1992, p. 262), « *The costs resulting from such conflicts of interest in cooperative behavior are commonly called agency costs* ».

¹⁵ Jensen et Meckling (1992, p. 262), « *Agency costs are the sum of the costs of designing, implementing, and maintaining appropriate incentive and control systems and the residual loss resulting from the difficulty of solving these problems completely* ». Nous préférons cette formulation à celle, plus restrictive, figurant dans l'article de 1976, selon laquelle les coûts d'agence sont égaux à la somme des coûts de surveillance pour le principal, des coûts de dédouanement pour l'agent et de la perte résiduelle. Précisons, en outre, contrairement à certaines interprétations erronées fondées sur une vision très restrictive de la TPA (par exemple, Williamson, 1988), que ces coûts interviennent à la fois *ex ante* et *ex post*.

réévaluation des coûts d'agence issus de la discipline par les marchés qui avaient été sous-estimés, sinon ignorés. En particulier, dans le domaine de la finance, la surévaluation a conduit à un surendettement, à des gaspillages en raison de l'afflux injustifié de capitaux dont ont bénéficié les secteurs surévalués et à des opérations de croissance externe financées par échange de titres, selon des termes d'échange économiquement non fondés.

Bloc 4 : L'aliénabilité et les règles du jeu organisationnelles

Les droits décisionnels font référence à l'utilisation des actifs, des ressources. Il s'agit, en fait, de droits de propriété, que Jensen et Meckling (1992) démembrent en deux composantes : le droit décisionnel proprement dit (le droit d'utiliser les actifs de la firme) et celui d'aliéner ce droit décisionnel et de s'approprier le produit de la cession (« l'aliénabilité » du droit).

L'aliénabilité est à la base de l'existence du système de marché qui s'interprète comme un système de droits aliénables. Sur un marché, la co-localisation de la connaissance et de la décision se fait par la voie d'une transaction dirigée par les prix, par l'aliénation du droit décisionnel associée à un échange volontaire. Les droits décisionnels sont acquis par ceux qui leur attribuent le plus de valeur, c'est-à-dire les agents qui sont à même de les utiliser au mieux, en raison de la connaissance spécifique qu'ils détiennent. En l'absence d'effets externes (« d'externalités ») à l'échange, la co-localisation par le marché est efficiente, nul n'est besoin d'introduire un mécanisme de contrôle. La seule aliénabilité résout le problème du contrôle *via* le prix lequel représente simultanément une mesure de performance et un système incitatif. Inversement, l'absence d'aliénabilité fait resurgir le problème du contrôle¹⁶.

Pour les transactions intra-firme, le transfert des droits décisionnels ne s'accompagne pas de celui de l'aliénabilité, ce qui entraîne deux conséquences : (1) la co-localisation efficace ne se fait plus de façon spontanée et décentralisée ; (2) il n'existe plus de systèmes automatiques de mesure de performance et d'incitation conduisant les agents à utiliser leurs droits décisionnels dans l'intérêt de l'organisation. Dans cette situation, il faut recourir à l'autorité hiérarchique pour résoudre ce problème ainsi qu'à différents mécanismes organisationnels. L'organisation ne s'explique alors que si les handicaps liés à l'absence de

¹⁶ Ajoutons que le bon fonctionnement du mécanisme de l'aliénabilité est d'autant mieux garanti que les marchés sont liquides et que le système juridique assure le respect des droits de propriété. Enfin, il faut préciser que l'accent récemment mis par Jensen sur les coûts d'agence de la surévaluation conduit à une réévaluation du rôle de l'aliénabilité et des marchés dans le processus disciplinaire. De facto, la surévaluation peut entraîner l'inefficacité, au moins à court terme, de ce mécanisme de contrôle.

l'aliénabilité sont compensés par un certain nombre d'avantages : par exemple, les économies d'échelle et de champ, les réductions de coûts de transaction qui ne peuvent être obtenues par des agents indépendants, mais également l'argument « cognitif », avancé par Demsetz (1988) et cité par Jensen et Meckling (1992), selon lequel les firmes permettent « d'économiser la connaissance », en raison notamment du caractère long-termiste de la relation d'emploi.

En résumé, partant d'un modèle de rationalité individuelle permettant de rendre compte du comportement des individus, Jensen montre comment les règles organisationnelles représentent une solution alternative au mécanisme de l'aliénabilité associé au marché pour assurer le contrôle des comportements et parvenir à allouer la connaissance de façon optimale, en tenant compte des coûts de transfert de la connaissance et des coûts d'agence.

1.2. Une théorie de l'architecture organisationnelle et de la répartition des formes organisationnelles

Cette construction théorique centrée sur l'utilisation optimale de la connaissance spécifique permet d'explorer deux champs d'application complémentaires : (1) le champ interne de l'architecture des organisations et (2) le champ externe à l'organisation, relatif à l'explication de la diversité et de la répartition des formes organisationnelles.

1.2.1. L'architecture organisationnelle

L'argumentation présentée conduit à proposer une théorie de l'architecture organisationnelle fondée sur l'allocation des droits décisionnels à l'intérieur des organisations. Cette allocation ne reposant pas sur l'échange volontaire des droits entre acteurs, intervient *via* la politique organisationnelle. Les droits sont répartis par les dirigeants et leur respect est garanti par les systèmes de contrôle (évaluation de la performance et mesures incitatives) mis en place, compte tenu de l'environnement institutionnel. La répartition résulte des arbitrages entre les coûts liés à une mauvaise utilisation de la connaissance spécifique (décentralisation insuffisante des décisions) et ceux associés aux conflits d'intérêts (dus à la décentralisation). Les systèmes d'allocation des décisions, et de contrôle (incitation et évaluation de la performance) constituent les « règles du jeu organisationnelles ».

La théorie de l'architecture organisationnelle est ainsi articulée autour de deux¹⁷ dimensions qui constituent la base de la « taxinomie » centrale de la TPA :

- **L'allocation des droits décisionnels** à l'intérieur de l'organisation ; cette allocation peut entraîner une partition des droits décisionnels entre les « droits liés à la gestion de la décision » (*decision management rights*), qui comprennent les droits d'initier et de mettre en œuvre l'allocation des ressources, et ceux liés au « contrôle de la décision » (*decision control rights*) qui incluent la ratification et la surveillance des décisions.

Cette partition résulte de la modélisation en quatre phases du processus de décision dans les organisations proposée par Fama et Jensen (1983a, p. 303) : initiative, ratification, mise en œuvre, surveillance (mesure des performances des agents et récompenses et sanctions). Les fonctions d'initiative et de mise en œuvre, le plus souvent confiées à la même catégorie d'agents, sont regroupées pour former la « fonction de gestion de la décision » (*decision management*). Celles de ratification et de surveillance sont associées pour définir la « fonction de contrôle » (*decision control*).

- **La conception du système de contrôle**, en distinguant :

- le système d'évaluation et de mesure de la performance ;
- 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.

C'est la cohérence et la complémentarité entre allocation des décisions et système de contrôle qui sont censées déterminer le niveau d'efficience organisationnelle.

1.2.2. La répartition des formes organisationnelles

La TPA permet également d'appréhender la diversité et la répartition des formes organisationnelles¹⁸. Fama et Jensen (1983a, 1983b) proposent une explication des différentes formes organisationnelles, qui s'appuie également sur le rôle central de la connaissance spécifique et la minimisation des coûts d'agence. Leur argumentation procède d'une analyse des contrats considérés comme centraux dans toute organisation, c'est-à-dire de ceux qui spécifient, d'une part, la nature des « créances résiduelles¹⁹ » – permettant l'appropriation du

¹⁷ La deuxième dimension, celle du contrôle, regroupe l'évaluation de la performance d'une part, le système d'incitation d'autre part. Si on sépare ces deux éléments, on obtient trois dimensions. La théorie de l'architecture organisationnelle a recours indifféremment aux deux représentations en deux ou trois dimensions.

¹⁸ Une première réflexion sur ce thème avait été entreprise par Jensen et Meckling (1979).

¹⁹ Les créances résiduelles (*residual claims*) sont celles 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. Rappelons que chez Alchian et Demsetz

« résidu », du profit ou l'absorption des pertes, donc l'assomption du risque –, d'autre part, l'allocation des étapes du processus de décision entre les agents. Elle aboutit à établir des prédictions sur la répartition de l'activité économique en fonction de la structure de propriété, caractérisée par la répartition des « créances résiduelles ».

En associant la notion de complexité organisationnelle à celle de dispersion de la connaissance spécifique et en étudiant l'efficacité des différentes configurations fonctionnelles (décision, contrôle, assomption du risque), Fama et Jensen (1983a, p. 304) parviennent à deux propositions fondamentales :

- La séparation des fonctions d'assomption du risque et de gestion de la décision conduit à des systèmes décisionnels caractérisés par une séparation des fonctions de gestion et de contrôle de la décision. L'exemple type en est la grande société par actions, cotée en bourse et au capital fortement dispersé entre de multiples actionnaires.

- La réunion des fonctions de gestion et de contrôle de la décision entre les mains d'un nombre limité d'agents induit une concentration des titres de créances résiduelles chez ces mêmes agents. Ce cas peut s'illustrer par les petites entreprises, notamment les entreprises personnelles.

Fama et Jensen trouvent une confirmation de leur théorie dans le fait que, quasiment toutes les organisations, caractérisées par une séparation des fonctions de gestion de la décision et d'assomption du risque, présentent les mêmes structures de décision et de contrôle. Ils appliquent leur grille théorique à un spectre très large d'organisations (sociétés cotées, sociétés mutuelles, organisations à but non lucratif, sociétés « fermées²⁰ »...).

Comme on le remarquera, ces deux propositions constituent également des conditions de cohérence à l'instar de celles évoquées dans le cadre de la théorie de l'architecture organisationnelle. Et de même, elles portent sur les fonctions de décision et de contrôle (mesure de la performance et système incitatif). Mais si la logique de ces propositions procède des mêmes fondements, elles trouvent un champ d'application différent, puisqu'il s'agit ici non plus d'expliquer l'architecture interne de l'organisation, mais la répartition des formes juridiques, en fonction notamment du degré d'aliénabilité des créances résiduelles.

L'argumentation apparaît également directement liée à la notion d'aliénabilité, centrale pour comprendre le fonctionnement du mécanisme de marché. S'il y a séparation des

(1972), c'est le statut de créancier résiduel du dirigeant dans la firme classique (entrepreneuriale) qui le conduit à s'autocontrôler. Il a intérêt à assurer une gestion efficace de la firme vue comme une équipe de facteurs de production, car il se rémunère sur le « résidu » (le profit), c'est-à-dire ce qui reste après avoir rémunéré les autres facteurs.

fonctions de gestion de la décision et d'assomption du risque – les dirigeants n'étant plus les propriétaires –, l'aliénabilité ne peut plus, à elle seule, assurer la discipline, il faut donc faire intervenir d'autres mécanismes de contrôle de nature organisationnelle, par exemple, le conseil d'administration. Inversement, en cas de réunion de ces fonctions, la concentration des titres entre les mains d'un même propriétaire restitue le rôle disciplinaire à l'aliénabilité, mais l'efficacité de ce rôle est alors freinée par l'étroitesse (sinon l'inexistence) du marché des créances résiduelles. L'aliénabilité occupe donc un rôle central et unificateur entre les deux champs d'application de la TPA. Mais l'explication de la répartition des formes organisationnelles et juridiques nécessite de prendre en compte le degré d'aliénabilité des créances résiduelles qui est fonction de l'état du marché de ces créances. On peut aussi remarquer que l'introduction des coûts d'agence liés à la surévaluation conduit, également dans ce domaine, à réévaluer l'efficacité des systèmes de contrôle fondés, plus ou moins directement, sur l'aliénabilité et l'évaluation par le marché financier. Ainsi, une des solutions traditionnelles préconisées par la TPA, pour remédier aux inconvénients de la séparation, est que le conseil d'administration évalue et rémunère les dirigeants sur la base de la valeur boursière. Si cette dernière peut être manipulée et surévaluée, ce palliatif perd son efficacité.

2. L'influence de la théorie positive de l'agence : une illustration dans le domaine de la gestion

La place centrale qu'occupent les dirigeants dans la TPA, la prédestinait à jouer un rôle déterminant dans le développement des sciences de gestion. La lecture des revues scientifiques, souvent considérées comme parmi les « meilleures » dans leurs domaines respectifs, par exemple, le *Journal of Financial Economics*, le *Journal of Accounting and Economics* ou, encore, le *Strategic Management Journal* permet de saisir l'ampleur de l'influence de cette théorie sur les sciences de gestion.

Si la TPA a pu apparaître initialement comme une théorie de la finance, elle a rapidement étendu son influence au-delà du domaine financier pour proposer de nouvelles analyses dans la plupart des champs de la gestion. Certains ouvrages comme, par exemple, celui de Watts et Zimmerman (1986) en comptabilité ont révolutionné la recherche dans leur domaine. Par ailleurs, la TPA est à l'origine de champs théoriques nouveaux comme la « gouvernance des entreprises ». La théorie de la gouvernance a permis notamment de renouveler ou de prolonger les analyses concernant la comparaison des performances des systèmes

²⁰ Une société fermée est une société dont le capital est détenu par un nombre très limité de personnes et dont les titres ne sont pas cotés.

économiques (par exemple, le traditionnel débat opposant les entreprises publiques aux entreprises privées qui sous-tend la question de l'opportunité des privatisations) et des différentes formes organisationnelles (sociétés, mutuelles, coopératives...). Ce faisant, la TPA est devenue l'une des principales grammaires utilisées dans les sciences de gestion. En particulier, elle a permis, à travers sa grille de lecture de l'architecture organisationnelle d'établir, sinon de rétablir, des liens, entre des champs disciplinaires qui, souvent, avaient évolué, avec des conséquences très dommageables, de façon indépendante. Ce caractère intégrateur se comprend aisément. La TPA, rappelons-le, a pour objectif d'être une théorie générale de la coordination et du contrôle permettant de comprendre comment les règles du jeu organisationnelles affectent la capacité des dirigeants à atteindre leurs objectifs et de proposer des solutions pour les réformer de façon à créer davantage de valeur. Dans cette perspective, Jensen et Meckling (1998, p. 17) ont défini quatre principaux axes de recherche abordant respectivement : (1) la modélisation du comportement humain, les systèmes de contrôle (mesure de la performance, systèmes incitatifs), (2) les liens entre la structure des tâches, (3) les frontières organisationnelles et la nature de la technologie et, (4) les relations entre les systèmes de gouvernance, la finance d'entreprise et la performance organisationnelle.

De façon à illustrer les apports de la TPA, par rapport aux domaines traditionnels de la gestion, nous allons successivement considérer les apports les plus significatifs de cette théorie aux domaines de la finance et de la gouvernance d'entreprise et à ceux des domaines du contrôle de gestion et de la gestion des ressources humaines, vus à travers les contributions personnelles de Jensen. Précisons que ces travaux ne rendent pas compte de l'ensemble des recherches effectuées par Jensen dans le domaine des organisations, puisque ce dernier a également conduit (Wruck et Jensen, 1994) une recherche fondée sur la théorie de l'architecture organisationnelle, visant à identifier les facteurs de succès et d'échec de la gestion de la qualité totale.

2.1. Les travaux de Jensen en finance et gouvernance d'entreprise

Le paradigme dominant en finance d'entreprise préalablement à l'article de Jensen et Meckling de 1976, reposait principalement sur les deux théorèmes de neutralité établis par Modigliani et Miller²¹, touchant à la structure de financement et à la politique de dividende,

²¹ 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

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. Résumons ces innovations avant de présenter les apports proprement dits de Jensen à l'analyse des décisions financières, – notamment les décisions de financement, la politique de dividendes et des prises de contrôle –, puis, plus récemment, au débat concernant l'objectif de maximisation de la valeur de la firme.

2.1.1. Un renouvellement complet de la perspective financière

L'article de Jensen et Meckling (1976) contribuait à une analyse rénovée des phénomènes financiers sur trois principaux points :

Premièrement, il rompait avec le modèle de rationalité substantielle de la finance traditionnelle en s'appuyant sur le modèle REMM, qui suppose non seulement que l'information est coûteuse et dispersée, mais que les individus ne sont pas omniscients et disposent de capacités créatives facilitant leur adaptation.

Deuxièmement, il inscrivait les phénomènes financiers dans une perspective organisationnelle²². 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, mais un « nœud de contrats », un « nœud coopératif » en équilibre facilitant une gestion commune des relations contractuelles avec l'ensemble des facteurs de production (financiers ou autres) et des clients.

Troisièmement, 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, 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 inscrite dans une perspective de coordination et de contrôle et, plus généralement, gestionnaire. Les imbrications impliquées par cette vision ont entraîné une extension sensible des thèmes abordés par les financiers. Ainsi, au-delà des thèmes financiers traditionnels sont apparues dans les revues de finance 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,

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.

²² Une première analyse de l'apport de la TPA à l'histoire de la finance est présente dans Jensen et Smith (1984).

rôle et droits des actionnaires,...) et des formes légales (statut juridique des organisations, forme des titres), de la production de l'information (liens avec l'information comptable, rôle des analystes financiers).

2.1.2. *Les décisions financières comme mécanismes de gouvernance : structure de financement, prises de contrôle, choix d'investissement*

Cette inscription de 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 « gouvernance d'entreprise²³ » –, pour étudier les décisions financières. La plus belle illustration en est 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 proposent un modèle explicatif de la structure de financement (dette contre fonds propres) ou, plutôt, pour reprendre leurs propres termes, de 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 financement²⁴, issue de l'analyse de Irving Fisher, et maintenue dans les travaux de Modigliani et Miller. 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, que les analyses traditionnelles, qui assimilent la décision d'investissement à un choix parmi un menu prédéfini, ont conduit à ignorer. Ultérieurement, Jensen (1993) reviendra sur la question de l'investissement – sans d'ailleurs véritablement la traiter –, pour regretter le peu d'attention porté aux processus effectifs de prise de décision au sein des entreprises par la recherche financière²⁵.

²³ La gouvernance d'entreprise se préoccupe de la régulation des dirigeants, c'est-à-dire des systèmes qui encadrent et définissent leur latitude décisionnelle. Il ne faut pas confondre « gouvernance » et management de l'entreprise. La gouvernance est parfois qualifiée de « management du management ».

²⁴ 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.

²⁵ 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* »; « *La profession financière s'est focalisée sur la façon dont les décisions financières devaient être prises et a négligé de procéder à une étude systématique de la façon dont elles étaient réellement prises en pratique* ». Cet aspect est plus particulièrement développé dans Charreaux (2001 b).

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 établir des liens avec des domaines ne relevant pas traditionnellement de la finance. La performance résultant de la réduction des coûts d'agence associés 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, 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 contre-pied 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 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 son article de 1986 (Jensen, 1986 b), dans lequel il critique 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).

Cette attention privilégiée portée aux prises de contrôle allait également se retrouver au centre d'un de ses plus célèbres articles (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* », le *Free Cash Flow* étant égal aux fonds excédant le montant nécessaire pour financer l'ensemble des projets potentiellement créateurs de valeur. 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, c'est-à-dire dans les entreprises disposant de *Free Cash Flows*. Ce gaspillage doit être éliminé en trouvant les moyens d'obliger 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 habituellement profitable : les rémunérations des dirigeants sont 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 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 de se financer par dette. Contrairement aux distributions de dividendes ou aux rachats d'actions, qui sont également un moyen d'éliminer le gaspillage des fonds, mais dont la survenance et l'importance restent fortement subordonnées aux décisions des dirigeants, la discipline par la dette est plus efficace. 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 levier disciplinaire fort pour réduire la latitude discrétionnaire des dirigeants, mesurée 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 sa théorie aux prises de contrôle, Jensen prédit que celles qui sont financées au moyen de liquidités ou par

recours à la dette, du fait de leur capacité à réduire le gaspillage des fonds, 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 co-écrit avec Fama (Fama et Jensen, 1985), Jensen, à partir d'une analyse normative, fondée sur leur théorie des formes organisationnelles²⁶, montre que la nature des créances résiduelles conditionne les règles optimales de choix 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 efficaces, Fama et Jensen concluent 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 –, 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 désavantage 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.

2.1.3. Gouvernance et objectif de maximisation de la valeur de la firme valeur actionnariale ou valeur partenariale

Si Jensen a longtemps été un défenseur fervent de la maximisation de la valeur actionnariale évaluée par la valeur boursière et un chantre du libéralisme le plus exacerbé²⁷, notamment à travers son évaluation du rôle du marché des prises de contrôle hostiles, ses

²⁶ Rappelons que cette théorie conduit à distinguer les formes organisationnelles en fonction des caractéristiques des créances résiduelles, notamment leur degré d'aliénabilité.

²⁷ On consultera notamment Jensen (1979, 1984, 1989 b, 1991) et Jensen et Meckling (1983).

positions ont évolué au cours du temps, non pas d'ailleurs pour remettre en cause le rôle jugé primordial du marché, mais pour souligner la nécessité de mettre en place des règles institutionnelles permettant au marché de jouer pleinement son rôle. Ce rôle de défenseur inconditionnel du marché l'a conduit à préconiser une réforme des systèmes de gouvernance des firmes managériales en s'inspirant de l'exemple des nouvelles formes organisationnelles telles que les LBO. Plus récemment, il a précisé ses positions sur l'objectif de maximisation de la valeur en matière de pilotage des firmes, en raison des problèmes posés par la surévaluation des marchés financiers ayant abouti à l'éclatement spectaculaire de la bulle spéculative.

Jensen (2001) a notamment pris position contre la perspective partenariale – la *Stakeholder Theory* – de la gouvernance, dans la version particulière proposée par certains courants du management stratégique, consistant à préconiser une prise en compte simultanée, à travers un compromis, des intérêts de l'ensemble des parties-prenantes de la firme (clients, salariés, actionnaires, créanciers...). Son argumentation, assez sommaire, pour rejeter cette perspective, consiste à prétendre qu'il n'est pas possible pour les dirigeants de poursuivre plusieurs objectifs simultanément ce qu'ils seraient conduits à faire faute de disposer de règles permettant d'arbitrer entre les différents intérêts contradictoires. Il reconnaît cependant que la perspective partenariale peut contribuer à enrichir l'objectif de maximisation de la valeur de marché de la firme, ce qui le conduit à proposer une version « éclairée » (« *enlightened* ») de la maximisation de la valeur de marché et de la théorie partenariale.

Pour Jensen (2001), le seul objectif de maximisation de la valeur de marché – « non éclairé » – constitue un critère de pilotage insuffisant car il ne dit rien sur la stratégie à mettre en œuvre pour créer de la valeur sur le long terme. Or, il ne lui semble pas possible de maximiser la valeur sur le long terme si l'organisation ignore ou spolie ses partenaires les plus importants. De ce point de vue, la perspective partenariale peut contribuer à aider les dirigeants à mieux formuler leurs stratégies en prenant en compte l'ensemble des parties-prenantes dans une perspective véritablement à long terme. Jensen introduit ainsi les parties prenantes pour corriger les failles des marchés financiers qui peuvent être dans l'impossibilité – tout au moins à court terme – de comprendre les conséquences des stratégies mises en œuvre par les entreprises. L'objectif de création de valeur ne pourrait être atteint en raison de l'ignorance des marchés financiers qui fluctuent au jour le jour, faute de correctement appréhender les véritables mécanismes de création de valeur.

Plus récemment (Jensen et Murphy, 2004), Jensen précise sa conception de la maximisation de la valeur en relation avec une approche partenariale, en la reliant de façon

assez traditionnelle à l'objectif de maximisation du bien-être social. Ce dernier est supposé être atteint si en dépensant un dollar, la firme génère un gain jugé supérieur à un dollar pour une des parties prenantes à la firme quelle qu'elle soit, par exemple des clients ou des employés de la firme.

La critique de la valeur boursière, comme mesure de la valeur de la firme sur le long terme, est amplifiée à travers son analyse (Jensen, 2004) des coûts d'agence associés à la surévaluation des marchés financiers et des défaillances du système de gouvernance des sociétés managériales, notamment à travers les comportements délictueux des analystes financiers, des banques d'investissement et des firmes d'audit lors des crises récentes. En particulier, Jensen attribue la dernière crise financière à la focalisation des dirigeants sur la seule croissance de la valeur boursière à court terme au détriment de la création de valeur à long terme. Il conclut en prétendant que l'objectif de maximisation de la valeur n'équivaut plus à la maximisation du cours de l'action, comme la finance traditionnelle l'a longtemps supposé et enseigné. Par ailleurs, et en complément, il préconise une réforme du rôle des administrateurs (Jensen et Fuller, 2003), de façon, d'une part, à ce qu'ils soient garants de l'honnêteté et de l'intégrité de l'ensemble des membres de l'organisation, d'autre part, à ce qu'ils assurent un rôle d'intermédiaire entre les dirigeants et les marchés financiers, de telle sorte que ces derniers comprennent mieux les conséquences des choix stratégiques sur la valeur de la firme (Jensen et Murphy, 2004), assumant ainsi la responsabilité de la valeur stratégique (*Strategic Value Accountability*).

2.2. Les travaux de Jensen en contrôle de gestion et en gestion des ressources humaines

Si la TPA a permis de reconstruire la finance à travers le triptyque allocation (et coordination) des décisions, mesure de performance et systèmes incitatifs, elle conduit également à une relecture de la gestion des ressources humaines et du contrôle de gestion fondée sur la même perspective. Le principal apport de la TPA réside d'ailleurs dans cette intégration des différentes dimensions, un des principaux messages de la théorie de l'architecture organisationnelle directement issue de la TPA étant qu'il doit y avoir cohérence entre les différentes dimensions. Une source fréquente d'incohérence trouve son origine dans l'imbrication occasionnelle de ces dimensions, qui peut être génératrice d'effets pervers. Ainsi Jensen (2003) montre-t-il que le double usage des budgets, comme instruments de

²⁸ Une société managériale est une société dont le capital est très fortement dispersé et dont les dirigeants détiennent une part non significative du capital. Les grandes firmes cotées, notamment américaines, illustrent ce cas de figure peu fréquent en dehors des Etats-Unis.

mesure de performance et de base de fixation des rémunérations, produit des effets pervers en incitant les managers à biaiser l'information. Ce type d'effets se retrouve également dans certaines pratiques de la gestion du personnel. Par exemple, le système de promotion, comme fondement du système incitatif, recèle une ambiguïté similaire puisqu'il conduit à utiliser un même outil pour agir sur l'allocation des décisions et l'incitation, ce qui peut contribuer à promouvoir des incompetents (Baker, Jensen et Murphy, 1988). Cette focalisation sur la cohérence des dimensions de l'architecture organisationnelle conduit à proposer un cadre théorique permettant d'enrichir les analyses des spécialistes des domaines du contrôle budgétaire ou des systèmes de rémunération.

Les travaux de Jensen, permettant d'éclairer significativement les pratiques de contrôle de gestion et de gestion des ressources humaines, sont moins nombreux et développés que ceux qui s'inscrivent dans le domaine de la finance. Pour les présenter, même si ce choix est critiquable en raison de l'imbrication des différentes dimensions, nous distinguerons les travaux relatifs au contrôle de gestion de ceux qui portent sur les pratiques de gestion des ressources humaines.

2.2.1. Les travaux effectués dans le domaine du contrôle de gestion : les déterminants des systèmes d'évaluation de la performance

Les travaux effectués par Jensen dans le domaine du contrôle de gestion portent sur la mesure de la performance divisionnelle et le rôle des budgets. Comme l'écrivent Jensen et Meckling (1986, p. 19), le choix d'une mesure de performance doit pouvoir s'appuyer sur une théorie permettant d'établir quelle est la meilleure mesure en termes d'efficacité. Dans cet article, leur objectif est de construire en conséquence une théorie des déterminants de la mesure de performance permettant d'expliquer pourquoi une division est organisée comme centre de coût, de dépense, de revenu, de profit ou d'investissement. L'explication fournie s'appuie sur la théorie de l'architecture organisationnelle. Le choix du type de centre dépend en premier lieu de la distribution de la connaissance spécifique, puisque la TPA fait dépendre l'efficacité de la bonne utilisation de la connaissance. La décentralisation des décisions au niveau d'une division suppose qu'elle dispose de la connaissance spécifique – par exemple, le savoir-faire en matière de production – permettant de créer le maximum de valeur.

Cette décentralisation pose la question du contrôle de la division, donc celle du choix du type de centre approprié, sachant qu'il doit y avoir cohérence entre les décisions déléguées, la mesure de performance et le système incitatif des managers de division. A titre d'exemple, comparativement à un centre d'investissement qui s'accompagne d'une autonomie

décisionnelle maximale (délégation des décisions de production, de commercialisation, d'investissement), le centre de coût correspond à une délégation réduite aux seules décisions de production. Si pour un centre d'investissement, la mesure de la performance s'appuie sur la rentabilité du capital investi, en revanche, pour un centre de coût, la mesure est fondée, soit sur la minimisation des coûts pour un niveau de production donné, soit sur la maximisation de la production pour un budget de production fixé. La tâche du responsable de division consiste donc, dans ce type de centre, à s'approvisionner au meilleur coût et à utiliser au mieux ses inputs par rapport à ces objectifs.

Un tel système pour fonctionner suppose que l'échelon supérieur ait la connaissance nécessaire pour fixer les quantités de production optimales des différents produits, ainsi que le niveau de qualité requis pour éviter que les objectifs quantitatifs ne soient satisfaits au détriment de cette dernière. Il faut également que l'échelon supérieur soit à même de mesurer les quantités et la qualité. Si ces conditions ne sont pas satisfaites, il est nécessaire d'opter pour un autre type de centre, par exemple, un centre de profit. Par ailleurs, pour assurer la cohérence du système, le système de rémunération doit être conçu de telle sorte que le responsable du centre de coût soit incité à réaliser les objectifs qui lui ont été fixés. En appliquant ce type de raisonnement aux différents types de centres, Jensen et Meckling identifient les déterminants du choix des différents types de centres ainsi que les problèmes qu'ils induisent, par exemple en matière de prix de cession internes. Cette analyse s'étend également aux effets pervers associés au découpage par centre, en liaison notamment avec le problème traditionnel de l'imputation des charges fixes qui introduit une incertitude sur le résultat du centre contrôlé et donc sur la rémunération du dirigeant du centre, cette imputation échappant à son contrôle. Il s'agit d'une illustration des effets induits par le conflit d'intérêts traditionnel opposant les dirigeants des divisions à ceux du siège.

L'analyse des effets pervers des systèmes de mesure de performance est particulièrement privilégiée dans les recherches de Jensen portant sur l'utilisation des budgets. Si le rôle des budgets dans l'architecture organisationnelle fait déjà l'objet d'une analyse succincte dans les articles de Jensen et Meckling (1986, 1992), cet aspect sera surtout développé ultérieurement dans un article extrêmement critique (Jensen 2001) sur l'utilisation des budgets et des objectifs ciblés dans les systèmes de contrôle. L'argumentation développée s'appuie sur la confusion introduite par le budget en raison de son double rôle. Si le budget sert simultanément à recueillir de l'information lors de sa construction, puis de *benchmark* pour mesurer la performance et déterminer la rémunération, les personnes contrôlées sont directement incitées à biaiser l'information qu'ils fournissent, puis à agir de telle sorte que les

objectifs soient atteints fut-ce en prenant des décisions destructrices de valeur. Pour Jensen, les budgets incitent les agents à mentir et à tricher. Le système de contrôle les conduit à se comporter de façon malhonnête. Cet argument selon lequel les comportements malhonnêtes seraient un produit du système et non des valeurs intrinsèques aux individus, résultant par exemple d'un déterminisme culturel, sera réutilisé ultérieurement par Jensen pour évaluer les conséquences des coûts d'agence de la surévaluation. Remarquons qu'il est déjà présent dans la présentation du modèle REMM.

Jensen cependant ne se contente pas de souligner les effets pervers des budgets et de la gestion par objectifs. Il suggère également des solutions pour corriger ces effets. Il suffirait de dissocier les deux dimensions du budget (recueil d'information et évaluation de la performance) de façon à ne plus induire de comportements opportunistes, notamment en ne faisant plus dépendre les promotions et les rémunérations de la réalisation des budgets ou des objectifs et, plus généralement, en supprimant tous les systèmes de rémunération qui reposent sur des relations non linéaires ou discontinues avec la performance. De nouveau, on perçoit la connexion directe entre les systèmes de mesure de la performance et les systèmes incitatifs.

2.2.2. Les travaux effectués dans le domaine de la gestion des ressources humaines : de la cohérence des systèmes de rémunération

En relation avec son projet de construction d'une théorie de l'architecture organisationnelle et de la gouvernance financière, Jensen a fait de la gestion des ressources humaines un de ses thèmes de recherche privilégiés.

Sa première contribution significative dans le domaine est un article collectif (Baker, Jensen et Murphy, 1988) publié dans le *Journal of Finance*, ce qui témoigne de l'extension du champ des préoccupations financières entraînée par la théorie positive de l'agence. L'objectif de cet article est de tenter de mieux comprendre les pratiques effectives de gestion des ressources humaines utilisées par les entreprises à la lumière des apports de la théorie des contrats. Les auteurs de l'article portent principalement leur attention sur un certain nombre de pratiques jugées paradoxales en regard de la théorie, dans la mesure où elles sont indépendantes de la performance, par exemple le recours prédominant aux systèmes de promotion comme mécanisme incitatif, au rôle important de l'ancienneté dans les rémunérations, à la pratique « promu ou exclu » ou, encore, au biais systématiquement favorable des évaluations du personnel. Parmi ces pratiques, l'une d'elles, ayant trait à la rémunération des principaux dirigeants, fait l'objet d'une analyse spécifique par Jensen et Murphy (1990 a). Selon la théorie principal-agent, il conviendrait de lier la rémunération des

dirigeants à la richesse des actionnaires pour limiter les conséquences des conflits d'intérêts. Or, à la lumière d'une analyse des rémunérations des principaux dirigeants américains, Jensen et Murphy constatent que cette relation, si elle existe, est ténue : pour une variation de la richesse des actionnaires de 1000 \$, celle des dirigeants ne serait que de 3,25\$. Dans le même sens, la probabilité de licenciement du dirigeant, à la suite d'une mauvaise performance apparaît également très faible.

Tous ces aspects constituent autant de défis pour la théorie des contrats qu'elle doit relever pour pouvoir contribuer utilement à la construction d'une théorie des organisations, éventuellement en intégrant dans le cadre économique traditionnel, les explications apportées par les psychologues ou les spécialistes du management des ressources humaines, qui font intervenir des notions telles que l'équité, la morale, la confiance, la responsabilité sociale ou la culture. D'une certaine façon, un ouvrage comme celui de « *Personnel Economics* » de Lazear (1998) est révélateur des progrès accomplis par la théorie économique pour relever ces défis.

Une explication alternative de ces paradoxes, avancée par Jensen et Murphy (1990), emprunte la voie politique. La faible relation entre la rémunération et la performance constatée sur la période 1974-1986 serait due à la réglementation mise en place par les politiques en raison d'une idéologie égalitaire hostile aux fortes rémunérations. Sur la période considérée, les rémunérations des dirigeants, après correction de l'inflation, auraient diminué depuis les années 30. Cette conclusion les conduisait à recommander dans un article très normatif (Jensen et Murphy, 1990b) qu'il était urgent d'accroître les rémunérations des dirigeants, mais en les rendant sensibles à l'amélioration de la performance boursière de façon à réduire les conflits d'agence avec les actionnaires.

La dernière incursion de Jensen dans ce domaine (Jensen et Murphy, 2004), la plus significative, vise à tirer les leçons de l'évolution des pratiques de rémunération des dirigeants qui s'est produite aux Etats-Unis (mais également dans d'autres nations) depuis les années 80. La très forte augmentation des rémunérations qui s'est produite, est souvent associée dans l'opinion publique aux scandales financiers de ces dernières années. Jensen et Murphy montrent ainsi que la rémunération moyenne des dirigeants (après correction de l'inflation) est passée de 850000 \$ en 1970 à 14 millions de \$ en 2000, avant de revenir à 9,4 millions de \$ en 2002. Cet accroissement spectaculaire s'est accompagné d'une forte modification de la structure de la rémunération, la part du salaire fixe chutant de 38% à 17%, celle des bonus de 22% à 17%, alors que celle des stock-options passait de 24% à 49%, les autres composantes (avantages en nature, retraites, assurances...) restant stables. En dehors de cette évolution, il

faut également noter une augmentation de la proportion de dirigeants recrutés à l'extérieur de l'entreprise, – cette proportion est passée de 15 % dans les années 70 à près de 25 % lors de la décennie 90 – ce type de dirigeant étant habituellement recruté avec une rémunération supérieure à celle des dirigeants issus de la promotion interne.

Pour les auteurs, la forte hausse des rémunérations s'explique principalement par la focalisation sur la valeur actionnariale, due à l'influence grandissante des actionnaires et de la recherche financière (les auteurs citent notamment leurs propres articles...), ainsi que par les aménagements de certaines règles comptables et fiscales. Un autre facteur explicatif important semble lié cependant à une erreur de raisonnement : les membres des comités de rémunération, ignorant les coûts d'opportunité, auraient cru que les options étaient gratuites et les auraient distribuées beaucoup trop généreusement. Cette évolution de la structure des rémunérations a eu une influence directe sur la crise financière, puisque les dirigeants avaient un intérêt direct à la surévaluation des cours. Toutefois, pour Jensen et Murphy, même si les dirigeants étaient incités à biaiser l'information fournie, la surévaluation a eu également d'autres causes, en particulier la naïveté des petits porteurs et le comportement des banques d'investissement et des firmes d'audit. Ils accordent cependant une attention privilégiée – toujours dans la perspective de la théorie de l'architecture organisationnelle –, au système de rémunération des dirigeants pour en souligner les effets pervers et préconiser un certain nombre de réformes touchant tant la structure des rémunérations que les organes de gouvernance.

Conclusion

La TPA occupe une position originale, parfois méconnue, au sein des théories des organisations ; en particulier, elle ne saurait être assimilée à la théorie principal-agent ou à la TCT²⁹. Si elle reste positionnée au sein des paradigmes contractualistes, le rôle central qu'elle attribue à la connaissance spécifique, ainsi que les évolutions de la modélisation de la rationalité sur laquelle elle s'appuie, tendent à la rapprocher, notamment dans ses développements les plus récents, de la théorie évolutionniste ou de certaines théories du management stratégique.

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 sa justification simpliste de l'objectif de maximisation de la valeur de

²⁹ Pour une comparaison des deux théories voir Williamson (1988) et Charreaux (2000).

marché de la firme fondée sur l'hypothèse forte d'absence d'externalités, sa représentation très superficielle 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 « calculatrice » vers un modèle de rationalité élargi intégrant le *Pain Avoidance Model*, soulève inévitablement des interrogations en matière de cohérence interne. L'importance accordée aux aspects adaptatifs et créatifs conduit également à questionner la pertinence 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. Enfin, la récente prise de position de Jensen en faveur d'un objectif de maximisation de la valeur à long terme, qui s'opposerait à celui de la valeur boursière jugé court-termiste, fait resurgir le problème de l'évaluation de la création de valeur.

Les apports de la TPA sont nombreux et importants, en finance et gouvernance bien entendu, mais également en comptabilité, contrôle de gestion et gestion des ressources humaines. Ils ont influencé fortement les différents domaines des sciences de gestion en renouvelant les grilles de lecture. Les développements récents de la TPA conduisent, en outre, à un rapprochement avec les autres paradigmes de recherche traditionnels en gestion. Enfin, après avoir souligné les limites de la formalisation mathématique et de l'économétrie pour étudier le fonctionnement des organisations, Jensen (1983) a préconisé un recours important aux études cliniques, contribuant ici encore à accentuer le rôle de la TPA dans le champ des sciences de gestion.

Tout en insistant sur la vocation explicative de sa théorie, Jensen a toujours affirmé une option pragmatique très forte. Dans son article portant sur la méthodologie de la TPA (Jensen, 1983), il insistait fortement sur le caractère instrumentaliste (dans un sens pragmatique) des théories. *In fine*, une bonne théorie est une théorie qui permet aux dirigeants de prendre de meilleures décisions, de créer davantage de valeur. Cette préoccupation l'a également conduit à faire de très nombreuses préconisations, en matière de gouvernance notamment. Elles ont souvent une base idéologique forte très favorable à l'économie de marché. Si celui-ci fonctionne mal c'est parce que les politiques, la presse (Jensen, 1979), ou encore des collusions d'intérêts privés, mettent en place des entraves à son bon fonctionnement. Il faut donc tout faire pour supprimer ces entraves...

Bibliographie

- Alchian A.A. et Demsetz H., 1972, « Production, Information Costs, and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, p. 777-795.
- Baker G.P., Jensen M.C. et Murphy K.J., 1988, « Compensation and Incentives : Practice vs. Theory », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July, p. 593-616.
- Brickley J.A., Smith C.W. et Zimmerman J.L., 1997, *Managerial Economics and Organizational Architecture*, Irwin/McGraw-Hill.
- Brunner K., 1984, « The Perception of Man and the Conception of Society: Two Approaches to Understanding Society », *Economic Inquiry*, vol. 25, n° 3, July.
- Brunner K. et Meckling W.H., 1977, « The Perception of Man and the Conception of Government », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 9, p. 70-85.
- Charreaux G. (éd.), 1997, *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Economica, 1997.
- Charreaux G., 1999, « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. Koenig (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, Economica, p. 61-141.
- Charreaux G., 2000, « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », *Revue d'économie industrielle*, n° 92, 2e et 3e trimestres 2000, p. 193-214.
- Charreaux G., 2001, « L'approche économico-financière de l'investissement », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement – Au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, p. 13-60.
- Charreaux G., 2003, « Michael C. Jensen : le pionnier de la finance organisationnelle », in M. Albouy (coord.), *Les grands auteurs en finance*, Editions EMS, p. 121-145.
- Demsetz H., 1988, « 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., 1969, « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, February, p. 1-21.
- Fama E.F. et Jensen M.C., 1983a, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 301-326.
- Fama E.F. et Jensen M.C., 1983b, « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 327-350.
- Fama E.F. et Jensen M.C., 1985, « Organizational Forms and Investment Decisions », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, p. 101-119.

- Fransman M., 1998, « Information, Knowledge, Vision and Theories of the Firm », in G. Dosi, D.J. Teece et J. Chitry, *Technology, Organization and Competitiveness – Perspectives on Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press, p. 147- 191.
- Jensen M.C., 1968, « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *Journal of Finance*, vol. 23, n° 2, May, p. 389-416.
- Jensen M.C., 1979, « Toward a Theory of the Press », in K. Brunner (ed.), *Economics and Social Institutions*, Martinus Nijhoff Publishing Company.
- Jensen M.C., 1983, « Organization Theory and Methodology », *Accounting Review*, vol. 58, April 1983, p. 319-339.
- Jensen M.C., 1984, « Takeovers: Folklore and Science », *Harvard Business Review*, November-December.
- Jensen M.C., 1986a, « The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, May.
- Jensen M.C., 1986b, « The Takeover Controversy: Analysis and Evidence », *The Midland Corporate Finance Journal*, Summer.
- Jensen M.C., 1989a, « Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2, n° 1, Spring, p. 35-44.
- Jensen M.C., 1989b « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, September-October.
- Jensen M.C., 1991, « Corporate Control and the Politics of Finance », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, p. 13-33.
- Jensen M.C., 1993, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, July, p. 831-880.
- Jensen M.C., 1994, « Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, vol. 7, n° 2.
- Jensen M.C., 1998, *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press.
- Jensen M.C., 2001, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n° 3, Fall, p. 8-21.
- Jensen M.C., 2003, « Paying People to Lie : The Truth about the Budgeting Process », *European Financial Management*, vol. 9, p. 379-406.
- Jensen M.C., 2004, « The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance », *European Financial Management*, vol. 10, n° 4, p. 549-565.

Jensen M.C. et Fuller M.C., 2003, « What's a Director to Do ? », in *Best Practices : Ideas and Insights from the World's Foremost Business Thinkers*, Cambridge, MA : Perseus Publishing and London, Bloomsbury Publishing.

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

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

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1983, « 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., 1986, « Divisional Performance Measurement », Harvard Colloquium on Field Studies in Accounting, June 18-20, in M.C. Jensen, *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998, p. 345-361.

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

Jensen M.C. et Meckling W.H., 1994, « The Nature of Man », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, p. 4-19.

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

Jensen M.C. et Murphy K.J., 1990a, « Performance Pay and Top Management Incentives », *Journal of Political Economy*, April, p. 225-265.

Jensen M.C. et Murphy K.J., 1990b, « CEO Incentives : It's Not How Much You Pay, But How », *Harvard Business Review*, n° 3, May-June, p. 138-153.

Jensen M.C. et Murphy K.J., 2004, « Remuneration : Where we've Been, how we Got to here, what Are the Problems, and how to Fix them », European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, n° 44/2004, July.

Jensen M.C. et Ruback R.S., 1983, « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, n° 1-4, April.

Jensen M.C. et Smith C.W., 1984, « The Theory of Corporate Finance : A Historical Overview », in M.C. Jensen et C.W. Smith, Jr. (eds.), *The Modern Theory of Corporate Finance*, p. 2-20.

Langlois R.N., 1998, « Rule-following, Expertise, and Rationality : A New Behavioral Economics ? », in K. Dennis (ed.), *Rationality in Economics : Alternative Perspectives*, Dordrecht : Kluwer Academic Publishers, p. 57-80.

Lazear E.P., 1998, *Personnel Economics for Managers*, John Wiley & Sons.

Meckling W., 1976, « 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., 1961, « Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, October, p. 411-433.

Modigliani F. et Miller M., 1958, « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, June, p. 261-297.

North D.C., 2005, *Understanding the Process of Economic Change*, Princeton University Press.

Watts R.L. et Zimmerman J.L., 1986, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986.

Williamson O.E., 1988, « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July, p. 567-591.

Wruck K.H. et Jensen M.C., 1994, « Specific Knowledge, and Total Quality Management », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, p. 247-287.