



## Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Kebijakan *Corporate Cash Holding*: Studi pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Annisa Kintan Sari<sup>1</sup>, Muhammad Saiful Hakim<sup>2</sup>, Santy Dwi Cempaka<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Program Studi Sains Manajemen, Institut Teknologi Sepuluh Nopember, Indonesia, [annisasari48@gmail.com](mailto:annisasari48@gmail.com)

<sup>2</sup>Program Studi Sains Manajemen, Institut Teknologi Sepuluh Nopember, Indonesia, [ms\\_hakim@mb.its.ac.id](mailto:ms_hakim@mb.its.ac.id)

<sup>3</sup>Program Studi Sains Manajemen, Institut Teknologi Sepuluh Nopember, Indonesia, [scempaka@its.ac.id](mailto:scempaka@its.ac.id)

Corresponding Author: [annisasari48@gmail.com](mailto:annisasari48@gmail.com)<sup>1</sup>

**Abstract:** *This study aims to analyze the effect of three corporate governance mechanisms, namely geographic distance of independent director, audit committee size, and board size, on corporate cash holding policies in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2018–2023 period. The study employs a quantitative approach using panel data regression analysis on 145 manufacturing companies with a total of 870 firm-year observations. Model selection was conducted using the Chow Test, Hausman Test, and Lagrange Multiplier Test, followed by classical assumption tests and estimation using the Generalized Least Squares (GLS) method, as well as a robustness test through winsorizing. The regression results using the Random Effect Model indicate that geographic distance of independent director, audit committee size, and board size all have no significant effect on corporate cash holding ( $\text{Prob} > F = 0.8428$ ;  $R\text{-squared} = 0.0031$ ). These findings remain consistent after the winsorizing robustness test. This study enriches the literature on Agency Theory and Trade-off theory by demonstrating that the formal structure of corporate governance alone is insufficient to explain corporate cash holding policies in emerging markets such as Indonesia, thereby emphasizing the importance of the quality and effectiveness of corporate governance implementation rather than merely its structural dimensions.*

**Keywords:** *Corporate Governance, Corporate Cash Holding, Board Size, Audit Committee Size, Independent Director, Manufacturing Companies*

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh tiga mekanisme *corporate governance*, yaitu *geographic distance of independent director*, *audit committee size*, dan *board size*, terhadap kebijakan *corporate cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2023. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis regresi data panel pada 145 perusahaan manufaktur (870 observasi firm-year). Pemilihan model dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier, dilanjutkan dengan uji asumsi klasik dan estimasi *Generalized Least Squares* (GLS), serta uji robustness dengan winsorizing. Hasil regresi menggunakan *Random Effect Model* menunjukkan bahwa *geographic distance of independent director*, *audit committee size*, dan *board size* sama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.

(Prob > F = 0,8428; R-squared = 0,0031). Hasil ini konsisten setelah dilakukan uji robustness winsorizing. Penelitian ini memperkaya literatur *Agency Theory* dan *Trade-Off Theory* dengan menunjukkan bahwa struktur formal *corporate governance* saja belum cukup menjelaskan kebijakan *cash holding* di pasar negara berkembang seperti Indonesia, sehingga menegaskan pentingnya kualitas dan efektivitas implementasi tata kelola dibandingkan sekadar ukuran struktural.

**Kata Kunci:** *Corporate Governance, Corporate Cash Holding, Board Size, Audit Committee Size, Independent Director*, Perusahaan Manufaktur

---

## PENDAHULUAN

Isu tata kelola perusahaan (*Corporate governance*) menjadi sorotan penting seiring dengan meningkatnya kompleksitas dinamika bisnis global. Kolapsnya sejumlah perusahaan besar dunia akibat praktik *governance* yang buruk, serta kasus-kasus korporasi di Indonesia seperti Garuda Indonesia dan Jiwasraya, memperkuat argumen bahwa lemahnya sistem *governance* tidak hanya merugikan perusahaan tetapi juga berdampak sistemik terhadap perekonomian (Claessens & Yurtoglu, 2013; Lys et al., 2015). Good *Corporate governance* (GCG) berperan sebagai fondasi utama dalam membangun kepercayaan stakeholders dan menciptakan nilai perusahaan yang berkelanjutan (World Bank, 2019).

Di Indonesia, urgensi tata kelola yang baik direspons melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No. 21/POJK.04/2015 yang mewajibkan seluruh emiten di Bursa Efek Indonesia (BEI) menerapkan prinsip-prinsip GCG secara konsisten. Penerapan GCG yang baik diharapkan turut mendorong efisiensi pengelolaan likuiditas perusahaan, termasuk kebijakan *cash holding*, karena mekanisme pengawasan yang ketat dapat meminimalkan praktik penimbunan kas (*cash hoarding*) yang berpotensi disalahgunakan oleh manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Sektor manufaktur menjadi konteks yang relevan untuk diteliti karena karakteristiknya yang padat modal, bergantung pada rantai pasok kompleks, serta membutuhkan pengelolaan keuangan yang optimal (Gereffi & Lee, 2016).

Penelitian ini secara spesifik menyoroti tiga mekanisme *corporate governance* yang merepresentasikan fungsi pengawasan dewan, yaitu *geographic distance of independent director*, *audit committee size*, dan *board size*. Jarak geografis direktur independen terhadap kantor pusat perusahaan berpotensi memengaruhi tingkat keterlibatan dan independensi mereka dalam pengawasan korporasi, di mana jarak yang terlalu jauh dapat menurunkan intensitas kehadiran dan keterlibatan dalam pengambilan keputusan strategis, sementara jarak yang terlalu dekat berisiko menimbulkan familiarity bias. Ukuran komite audit dan ukuran dewan direksi turut menjadi perhatian karena keduanya merupakan struktur formal yang secara teoritis berfungsi menekan agency problem antara manajemen dan pemegang saham.

Meskipun kajian mengenai *corporate governance* dan *cash holding* telah banyak dilakukan, penelitian yang secara spesifik menguji pengaruh ketiga mekanisme tersebut pada perusahaan manufaktur di Indonesia masih terbatas, khususnya dalam mengaitkan *geographic distance of independent director* dengan kebijakan *cash holding* pada konteks pasar negara berkembang. Studi ini dirancang untuk menjembatani kesenjangan tersebut dengan menganalisis pengaruh *geographic distance of independent director*, *audit committee size*, dan *board size* terhadap kebijakan *corporate cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018–2023, sekaligus memberikan wawasan bagi manajemen, investor, dan regulator mengenai efektivitas struktur tata kelola formal dalam memengaruhi keputusan pengelolaan kas perusahaan.

*Agency Theory* menjelaskan konflik kepentingan yang timbul ketika kepemilikan dan kontrol perusahaan terpisah, di mana manajer sebagai agent tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Salah satu manifestasi dari konflik ini adalah kecenderungan manajer menahan kas secara berlebihan (*excess cash*

*holding*) untuk kepentingan pribadi atau fleksibilitas manajerial. Mekanisme tata kelola seperti direktur independen, komite audit, dan dewan direksi diharapkan berfungsi sebagai instrumen pengawasan yang menekan kecenderungan tersebut.

Di sisi lain, *Trade-Off Theory* memandang kebijakan *cash holding* sebagai hasil penyeimbangan antara manfaat likuiditas dan biaya peluang dari dana yang mengendap (Opler et al., 1999). Perusahaan dengan tata kelola yang kuat idealnya mampu mencapai titik optimal antara menjaga likuiditas untuk kebutuhan operasional dan menghindari biaya peluang akibat kas yang menganggur. Kedua kerangka teori ini menjadi dasar dalam menjelaskan bagaimana struktur *governance* idealnya memengaruhi keputusan *cash holding*, meskipun bukti empiris mengenai hal ini masih beragam.

*Corporate governance* merupakan kerangka aturan, praktik, dan proses yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar sejalan dengan kepentingan pemegang saham (Lys et al., 2015). Dalam konteks pengawasan dewan, *geographic distance of independent director* menjadi perhatian karena lokasi tempat tinggal direktur independen relatif terhadap kantor pusat dapat memengaruhi intensitas keterlibatan mereka; direktur yang tinggal jauh cenderung memiliki tingkat kehadiran rapat yang lebih rendah, sementara yang terlalu dekat berisiko kehilangan independensi (Shang et al., 2023).

*Audit committee size* berkaitan dengan kapasitas komite audit dalam menjalankan fungsi pengawasan laporan keuangan; ukuran yang terlalu kecil berisiko kekurangan sumber daya, sedangkan ukuran yang terlalu besar berpotensi menghadapi masalah koordinasi. Adapun *board size* mencerminkan kapasitas dewan direksi dalam menjalankan fungsi pengawasan dan penyusunan strategi, di mana dewan yang terlalu besar berisiko menghadapi inefisiensi koordinasi (Lipton & Lorsch, 1992), sementara dewan yang lebih ramping dapat memfasilitasi pengambilan keputusan yang lebih cepat.

### Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kerangka *Agency Theory*, direktur independen yang berlokasi jauh dari kantor pusat berpotensi mengalami keterbatasan pengawasan sehingga cenderung meningkatkan risiko penyimpangan pengelolaan kas. Namun demikian, beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa jarak geografis direktur independen tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap efektivitas pengambilan keputusan keuangan, termasuk *cash holding* (Shang et al., 2023). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis pertama yang diajukan adalah: H1: *Geographic distance of independent director* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *cash holding*.

Komite audit yang lebih besar secara teoritis dapat meningkatkan kualitas pengawasan dan mengurangi asimetri informasi, sehingga perusahaan dapat mengelola kas secara lebih efisien tanpa perlu menahan kas dalam jumlah berlebihan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis kedua yang diajukan adalah: H2: *Audit committee size* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *cash holding*.

Sejalan dengan *Trade-Off Theory*, dewan direksi yang lebih besar berpotensi menyediakan keahlian yang lebih beragam dalam mengelola keuangan dan risiko sehingga dapat mengurangi kebutuhan menahan kas dalam jumlah besar, meskipun dewan yang terlalu besar juga berisiko menimbulkan masalah koordinasi yang justru mendorong kehati-hatian manajerial dalam bentuk *cash holding* yang lebih tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis ketiga yang diajukan adalah: H3: *Board size* berpengaruh signifikan terhadap tingkat *cash holding*.

### METODE

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif eksplanatori yang menguji hubungan kausal antara mekanisme *corporate governance* dan kebijakan *corporate cash holding*. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018–2023. Sampel dipilih menggunakan teknik purposive sampling dengan kriteria: (1)

terdaftar di BEI pada periode 2018–2023; (2) memiliki data keuangan yang lengkap serta menerapkan prinsip GCG; dan (3) tidak mengalami perubahan besar dalam struktur manajemen atau kesulitan keuangan selama periode pengamatan. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 145 perusahaan manufaktur dengan total 870 observasi firm-year.

**Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

| Variabel                                           | Definisi Operasional                                       | Pengukuran                      | Sumber                   |
|----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------|--------------------------|
| <i>Cash holding</i>                                | Proporsi kas terhadap total aset perusahaan.               | (Kas + Setara Kas) / Total Aset | Abuhijleh & Zaid (2023)  |
| <i>Geographic distance of independent director</i> | Jarak geografis direktur independen terhadap kantor pusat. | 1 / (D + 1)                     | Abuhijleh & Zaid (2023)  |
| <i>Audit committee size</i>                        | Jumlah anggota komite audit.                               | Jumlah anggota komite audit     | Abuhijleh & Zaid (2023)  |
| <i>Board size</i>                                  | Jumlah anggota dewan direksi.                              | Jumlah anggota dewan direksi    | Abuhijleh & Zaid (2023)  |
| <i>Firm Size</i>                                   | Ukuran perusahaan.                                         | Ln (Total Aset)                 | Hassanein & Kokel (2022) |
| <i>Leverage</i>                                    | Rasio total liabilitas terhadap total aset.                | Total Liabilitas / Total Aset   | Hassanein & Kokel (2022) |
| <i>ROA</i>                                         | Rasio profitabilitas.                                      | Laba Bersih / Total Aset        | Hassanein & Kokel (2022) |

Penelitian ini menggunakan tiga model regresi data panel yang masing-masing menempatkan satu komponen *corporate governance* sebagai variabel independen utama, dengan *Leverage*, ROA, dan firm size sebagai variabel kontrol, sebagaimana dituliskan pada persamaan berikut:

- Model 1:  $CashHolding_{it} = \alpha + \beta_1 GeographicDistance_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FirmSize_{it} + \epsilon_{it}$
- Model 2:  $CashHolding_{it} = \alpha + \beta_1 AuditCommitteeSize_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FirmSize_{it} + \epsilon_{it}$
- Model 3:  $CashHolding_{it} = \alpha + \beta_1 BoardSize_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 FirmSize_{it} + \epsilon_{it}$

Pemilihan model estimasi terbaik antara Common Effect Model, Fixed Effect Model, dan *Random Effect Model* dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier. Selanjutnya, model diuji menggunakan uji asumsi klasik (normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi). Karena ditemukan indikasi heteroskedastisitas, estimasi akhir menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS), dan hasil regresi utama diperkuat dengan uji robustness menggunakan teknik winsorizing untuk mengantisipasi pengaruh *outlier*.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

**Tabel 2. Statistik Deskriptif**

| Variabel                    | N   | Mean    | Std. Dev. | Min    | Max     |
|-----------------------------|-----|---------|-----------|--------|---------|
| <i>Cash holding</i>         | 870 | 0.2948  | 0.1207    | 0.1006 | 0.9987  |
| <i>Geographic Distance</i>  | 870 | 1.3168  | 0.771     | 0      | 3.3214  |
| <i>Audit committee size</i> | 870 | 3.2636  | 0.2348    | 2      | 5       |
| <i>Board size</i>           | 870 | 4.3011  | 1.8525    | 2      | 11      |
| ROA                         | 870 | 0.0668  | 0.0056    | 0.0134 | 0.0802  |
| Firm Size                   | 870 | 33.8156 | 1.0217    | 32.059 | 35.3154 |
| <i>Leverage</i>             | 870 | 0.3237  | 0.0846    | 0.0959 | 0.9523  |

Rata-rata *cash holding* perusahaan sampel sebesar 0,2948, yang menunjukkan bahwa secara umum perusahaan manufaktur menyimpan sekitar 29% dari total asetnya dalam bentuk kas dan setara kas, mengindikasikan preferensi likuiditas yang cukup tinggi. Variabel

*geographic distance of independent director* menunjukkan variasi yang cukup besar (mean = 1,3168; SD = 0,7710), sementara *audit committee size* relatif homogen (mean = 3,2636; SD = 0,2348), dan *board size* menunjukkan rata-rata 4–5 anggota dengan variasi yang moderat (SD = 1,8525).

### Pemilihan Model dan Uji Asumsi Klasik

**Tabel 3. Uji Asumsi Klasik**

| Pengujian               | Prob (p-value) | Model Terpilih      |
|-------------------------|----------------|---------------------|
| Uji Chow                | 0,0360         | Fixed Effect Model  |
| Uji Hausman             | 0,8240         | Random Effect Model |
| Uji Lagrange Multiplier | 0,0371         | Random Effect Model |

Uji Chow menunjukkan bahwa Fixed Effect Model lebih tepat dibandingkan Common Effect Model ( $p = 0,0360$ ), sementara Uji Hausman menunjukkan bahwa *Random Effect Model* lebih tepat dibandingkan Fixed Effect Model ( $p = 0,8240$ ). Karena hasil Uji Chow dan Uji Hausman tidak konsisten, dilakukan Uji Lagrange Multiplier, yang mengonfirmasi *Random Effect Model* sebagai model terbaik ( $p = 0,0371$ ). Dengan demikian, seluruh analisis regresi selanjutnya menggunakan Random Effect Model.

Uji asumsi klasik menunjukkan bahwa model bebas dari masalah multikolinearitas (seluruh nilai VIF di bawah 10 dan Tolerance di atas 0,10) serta bebas dari autokorelasi berdasarkan Uji Wooldridge ( $p = 0,3488$ ). Namun demikian, Uji Breusch-Pagan mengindikasikan adanya heteroskedastisitas dalam model ( $p = 0,0018$ ), sehingga estimasi akhir menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS) untuk menghasilkan estimator yang tetap efisien dan tidak bias.

### Hasil Regresi dan Pengujian Hipotesis

**Tabel 4. Hasil Regresi dan Pengujian Hipotesis**

| Variabel                                           | Koefisien | p-value |
|----------------------------------------------------|-----------|---------|
| <i>Geographic distance of independent director</i> | 0,00631   | 0,238   |
| <i>Audit committee size</i>                        | 0,00332   | 0,860   |
| <i>Board size</i>                                  | -0,00235  | 0,331   |
| <i>Leverage</i>                                    | 0,0328    | 0,495   |
| <i>ROA</i>                                         | 0,105     | 0,889   |
| <i>Firm Size</i>                                   | -0,00188  | 0,508   |
| Konstanta                                          | 0,332*    | 0,068   |

Observasi = 870; Model = *Random Effect Model* (GLS); Prob > F = 0,8428; R-squared = 0,0031. \*signifikan pada  $\alpha = 10\%$

Hasil regresi menunjukkan bahwa *geographic distance of independent director* memiliki koefisien positif sebesar 0,00631 namun tidak signifikan secara statistik ( $p = 0,238$ ), sehingga H1 tidak didukung oleh data. *Audit committee size* juga tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding* (koefisien = 0,00332;  $p = 0,860$ ), sehingga H2 ditolak. Demikian pula, *board size* menunjukkan koefisien negatif namun tidak signifikan (koefisien = -0,00235;  $p = 0,331$ ), sehingga H3 juga ditolak. Uji F simultan mengonfirmasi bahwa seluruh variabel independen bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding* (Prob > F = 0,8428), dengan nilai R-squared yang sangat rendah (0,0031), yang berarti model hanya mampu menjelaskan sekitar 0,31% variasi *cash holding*, sementara 99,69% sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Hasil ini tetap konsisten setelah dilakukan uji robustness dengan winsorizing, yang menunjukkan bahwa temuan penelitian relatif stabil terhadap pengaruh outlier.



## Pembahasan

Temuan bahwa *geographic distance of independent director* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding* mengindikasikan bahwa jarak fisik semata belum tentu mencerminkan kualitas atau intensitas pengawasan yang dilakukan direktur independen terhadap manajemen. Hasil ini sejalan dengan Shang et al. (2023) yang juga menemukan bahwa jarak geografis direktur independen tidak selalu berkorelasi dengan efektivitas pengambilan keputusan keuangan perusahaan. Dalam kerangka *Agency Theory*, hal ini menunjukkan bahwa keberadaan struktural direktur independen belum cukup untuk menjamin fungsi pengawasan yang efektif terhadap kebijakan keuangan strategis.

Demikian pula, tidak signifikannya pengaruh *audit committee size* mengindikasikan bahwa ukuran komite audit saja tidak cukup menjamin efektivitas pengawasan terhadap kebijakan *cash holding*. Hal ini sejalan dengan argumen bahwa kualitas pengawasan lebih ditentukan oleh independensi, kompetensi, dan intensitas keterlibatan anggota komite dibandingkan sekadar jumlah anggotanya. Demikian pula *board size* yang tidak berpengaruh signifikan konsisten dengan pandangan Lipton & Lorsch (1992) mengenai potensi inefisiensi koordinasi pada dewan yang terlalu besar, yang menyebabkan ukuran dewan tidak selalu mencerminkan efektivitas fungsi pengawasannya.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini mendukung argumen bahwa efektivitas tata kelola perusahaan lebih ditentukan oleh kualitas implementasi dan partisipasi aktif organ *governance*, bukan semata oleh ukuran atau struktur formalnya (Opler et al., 1999). Nilai R-squared yang sangat rendah juga mengindikasikan bahwa kebijakan *cash holding* pada perusahaan manufaktur di Indonesia lebih banyak dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar struktur *governance* yang diuji, seperti karakteristik industri, kondisi makroekonomi, atau faktor perilaku manajerial yang tidak tercakup dalam model penelitian ini.

## KESIMPULAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh tiga mekanisme *corporate governance*, yaitu *geographic distance of independent director*, *audit committee size*, dan *board size*, terhadap kebijakan *corporate cash holding* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2018–2023. Hasil regresi data panel dengan *Random Effect Model* menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*, baik secara parsial maupun simultan. Temuan ini mengindikasikan bahwa struktur formal tata kelola perusahaan belum cukup efektif dalam memengaruhi keputusan manajerial terkait pengelolaan kas, sehingga memperkuat argumen bahwa efektivitas *governance* lebih ditentukan oleh kualitas implementasi dibandingkan ukuran struktural semata.

Penelitian ini memiliki keterbatasan, di antaranya cakupan sampel yang terbatas pada sektor manufaktur serta rendahnya daya jelas model ( $R\text{-squared} = 0,0031$ ), yang mengindikasikan adanya faktor-faktor lain di luar model yang lebih dominan memengaruhi *cash holding*. Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengeksplorasi variabel non-struktural seperti kualitas kepemimpinan, budaya organisasi, kompetensi dan independensi aktual anggota dewan/komite audit, serta faktor eksternal seperti ketidakpastian makroekonomi, dengan pendekatan mixed-method atau studi longitudinal untuk menangkap dinamika pengambilan keputusan yang lebih kompleks. Bagi manajemen dan regulator, hasil ini menekankan pentingnya evaluasi menyeluruh terhadap kualitas pengawasan, bukan hanya kepatuhan terhadap struktur *formal governance*.

## REFERENSI

Abuhijleh, S. T. F., & Zaid, M. A. A. (2023). Do political connections shape the nexus between board attributes and *corporate cash holdings*? *EuroMed Journal of Business*, 18(1), 85–110. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2021-0136>

- Boone, A. L., Casares Field, L., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate *board size* and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66–101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). *Corporate governance* in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Gereffi, G., & Lee, J. (2016). Economic and social upgrading in global value chains and industrial clusters: Why *governance* matters. *Journal of Business Ethics*, 133(1), 25–38. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2373-7>
- Hassanein, A., & Kokel, A. (2022). Corporate *cash hoarding* and *corporate governance* mechanisms: Evidence from Borsa Istanbul. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 831–848. <https://doi.org/10.1080/16081625.2019.1617753>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved *corporate governance*. *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56–72. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.03.001>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of *corporate cash holdings*. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46.
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect *corporate governance* and firm value? *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285–306. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.005>
- Shang, D., Yuan, D., Li, D., & Fan, L. (2023). The effect of geographic distance on *independent directors'* performance from the perspective of inefficient investment. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36(2). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2142810>
- World Bank. (2019). *Corporate governance: A framework for implementation*. World Bank.