

Potret Pendanaan UMKM Berdasarkan Siklus Hidup Usaha

Portrait of UMKM Funding Based on the Business Life Cycle

Maria Rio Rita^a

Manajemen, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana

ARTICLES INFORMATION

E B B A N K

Vol. 9, No. 2, Desember 2018

Halaman : . 27 - 34

© LP3M STIEBBANK

ISSN (online) : 2442 - 4439

ISSN (print) : 2087 - 1406

Keywords :

. content, formatting, article.

JEL classifications :

M13 M20 M21

Contact Author :

^a maria.riorita@staff.uksw.edu

ABSTRACT

Fenomena UMKM masih tetap menarik untuk dibahas, terutama dari perspektif keuangannya. Salah satu keputusan keuangan yang penting bagi suatu usaha adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan ini nanti akan berlanjut pada keputusan investasi maupun operasionalisasi bisnis sehari-hari. Riset ini dilakukan di UMKM batik yang berlokasi di Lasem, Kabupaten Rembang-Jawa Tengah. Proses pemilihan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling, terpilih 30 pengusaha sebagai responden. Penyebaran kuesioner dan wawancara dilakukan untuk mengumpulkan data primer. Data tersebut diolah menggunakan metode deskriptif kualitatif untuk menggambarkan kondisi pola pendanaan UMKM berdasarkan siklus hidupnya. Hasilnya menemukan bahwa terdapat perbedaan pola sumber pendanaan yang digunakan oleh UMKM tersebut baik dibandingkan secara cross section maupun time series. Studi ini memiliki implikasi terapan bahwa penggunaan model siklus hidup perusahaan dapat membantu UMKM memahami bagaimana keputusan pembiayaannya harus disesuaikan seiring perubahan waktu.

The phenomenon of MSMEs is still interesting to discuss, especially from a financial perspective. One of the important financial decisions for a business is a financing decision. This decision will continue on investment decisions and the operationalization of daily business. This research was conducted at the batik UMKM located in Lasem, Rembang, Central Java. The sample selection process was conducted by purposive sampling method, 30 entrepreneurs were selected as respondents. The distribution of questionnaires and interviews was conducted to collect primary data. The data is processed using a qualitative descriptive method to describe the condition of MSME funding patterns based on their business life cycle. The results found that there were differences in the pattern of funding sources used by these MSMEs, both in cross section and time series. This study suggests a practical use of the firm life cycle model in helping MSME to understand how their financial decision is likely to adjust over time.

PENDAHULUAN

Kebutuhan dana sebagai modal usaha tidak dapat dipungkiri merupakan suatu sumber daya yang krusial bagi perusahaan, tidak terkecuali bagi Usaha Mikro, Kecil dan Menengah (UMKM). Dana tersebut merupakan pendukung untuk operasional sehari-hari maupun memenuhi kebutuhan investasi yang bersifat jangka panjang. Beberapa riset terdahulu mendokumentasikan bahwa masalah keterbatasan dana akan berdampak negative terhadap tumbuh kembangnya suatu usaha (Edewor, Imhonopi, & Amusan, 2014; Xiao, 2011). Sebaliknya, kecukupan permodalan akan memperkuat inovasi dan proses bisnis suatu usaha (Farkas, 2016). Bahkan Rita, Wahyudi, and Muharam (2017) menyatakan bahwa modal dipandang oleh pengusaha UKM sebagai suatu anteseden untuk memulai bisnis. Dana dianggap sebagai sumber daya yang mutlak harus tersedia untuk memulai suatu usaha, tanpa ada dana maka tidak akan muncul peluang usaha.

Salah satu masalah klasik yang kerap dihadapi UMKM yaitu kendala permodalan, di mana hal tersebut ditengarai menjadi penyebab kurang berkembangnya usaha ini. Padahal, UMKM menyimpan potensi besar terlebih bagi perekonomian suatu negara, bahkan terbukti mampu bertahan ketika suatu negara diterpa krisis ekonomi (Shinozaki, 2014). Mayoritas sumber daya UMKM yang berasal dari lokal/non impor seperti bahan baku, tenaga kerja bahkan permodalan justru membuatnya mampu bertahan di tengah gempuran krisis moneter (Shinozaki, 2014).

Meski tidak dapat dipungkiri bahwa dana/modal itu sangat dibutuhkan oleh semua perusahaan untuk memutar roda bisnisnya. Meskipun demikian, kebutuhan pendanaan bagi setiap perusahaan berbeda-beda, apalagi ketika keputusan pendanaan ini dihubungkan dengan siklus hidup perusahaan (*business life cycle*), akan nampak pola bervariasi antar perusahaan (Winton & Yerramilli, 2008). Bagi UKM yang masih berada pada fase *start-up*, kebanyakan akan memanfaatkan sumber modal berupa tabungan pribadi dari pemilik, modal dari anggota keluarga bahkan teman dekat (Ullah & Taylor, 2007). Xiao (2011) yang meneliti UKM di China menemukan bahwa bagi UKM *high-tech* yang masuk fase pertumbuhan dan ingin mencapai keunggulan teknologi dapat menggunakan sumber modal jangka menengah dan panjang baik yang berasal dari pasar modal. Temuan tersebut menyuratkan bahwa tidak ada satu strategi pendanaan yang sama dan diterapkan pada semua perusahaan sesuai siklus hidupnya.

Variasi pola pendanaan tersebut sebenarnya dapat dilihat per siklus usahanya maupun dalam satu siklus usaha yang sama. Artinya, variasi pola pendanaan tersebut dapat dilihat secara *cross section* maupun *time series*. Sejauh pengetahuan peneliti, perspektif ini masih jarang dibahas dalam riset-riset pendanaan UMKM secara khususnya, sehingga melandasi dilakukannya riset ini. Penelitian ini berkontribusi untuk menambah wawasan dan perspektif yang baru di bidang Manajemen Keuangan untuk usaha kecil atau yang lebih dikenal dengan istilah *entrepreneurial finance*, terkhusus pada keputusan pendanaan. Kajian di bidang ini masih jarang diteliti (di samping kajian di bidang *corporate finance*, *behavioral finance*, dan *personal finance*), sehingga masih menyisakan banyak ruang untuk diisi oleh peneliti lainnya.

TELAAH TEORITIS

Pembahasan mengenai pendanaan/pembiayaan usaha dapat dijelaskan menggunakan teori struktur modal dalam corporate finance. Meski terdapat perbedaan karakteristik mendasar antara perusahaan besar dengan UMKM, namun keduanya memiliki permasalahan sama dalam keuangan. Keduanya juga dihadapkan pada masalah *asymmetry information* dan *agency problem*, namun UMKM memiliki tekanan yang lebih besar dibandingkan perusahaan skala besar (Gompers & Sahlman, 2002). Persamaan berikutnya antar keduanya dilihat dari jenis kebijakan keuangan yang diputuskan, namun meski demikian teori-teori yang digunakan pada level korporat sebaiknya disesuaikan dengan skopa usaha kecil agar mampu menjelaskan aspek keperilakuannya (Coleman, 2004).

Teori MM. Proposisi MM menyimpulkan bahwa keputusan pendanaan apapun (baik berhutang maupun tidak berhutang) tidak berdampak pada kemakmuran pemilik, dengan asumsi pasar modal sempurna, tidak ada pajak (Modigliani & Miller, 1958). Namun pada 1963, Modigliani dan Miller mengoreksi pernyataannya, dan menyimpulkan bahwa keberadaan pajak justru meningkatkan nilai perusahaan yang berhutang dibandingkan perusahaan yang tidak menggunakan hutang sebagai modal usaha. Berkurangnya beban pajak akibat berhutang menyebabkan pendapatan bersih, menjadi lebih besar (Modigliani & Miller, 1963).

Trade-off theory. Kraus and Litzenberger (1973) muncul dengan pernyataan mengenai keseimbangan antara manfaat penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan ketika perusahaan meningkatkan hutangnya. Berada pada aliran yang sama yakni Miller (1977), terdapat titik optimal dari penggunaan hutang, namun ketika hutang terus naik justru menurunkan nilai perusahaan (*trade-off theory*). Hal ini memuat konsekuensi negatif berupa risiko kebangkrutan, dan memperbesar biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976).

Pecking Order Theory. Teori ini memuat preferensi perusahaan terkait alternatif sumber pendanaan usaha, dengan mempertimbangkan biaya modal yang timbul dari jenis-jenis pendanaan. Urutan pendanaan yang menjadi pilihan bagi perusahaan adalah menggunakan laba ditahan dulu, jika masih kurang akan mengambil hutang, dan alternatif terakhir berupa penerbitan saham baru (Myers, 1984). Pemilihan sumber pendanaan ini tidak terlepas dari situasi ketidakseimbangan informasi yang dimiliki orang dalam perusahaan dengan pihak eksternal. Barnea, Haugen, and Senbet (1980) menyatakan bahwa UMKM cenderung menanggung biaya informasi asimetris lebih besar dibandingkan perusahaan yang telah *go public*. Tidak adanya sumber informasi bagi pihak eksternal seperti laporan keuangan yang telah diaudit (bahkan jika adapun, kualitas informasinya belum terjamin keabsahannya), akan memperbesar situasi ketidakseimbangan informasi.

Financial Life Cycle Theory. Fluck (2000), mengkaji secara khusus dinamika struktur pendanaan pada perusahaan besar dan kecil, mengapa perusahaan tersebut memilih struktur modal yang berbeda pada setiap siklus hidupnya. Umumnya, struktur modal dari usaha kecil biasanya sangat berbeda dari perusahaan besar, maupun yang sudah berjalan lama. Diamond (1991) menunjukkan pola di mana perusahaan mengakses sumber pembiayaan yang berbeda saat mereka berkembang dan sedang membangun reputasinya. Perusahaan tersebut akan memilih bank dalam pendanaan pada tahap awal siklus hidupnya. Ketika perusahaan tersebut mampu mengembangkan reputasi dengan baik, maka akan beralih ke jenis pembiayaan yang lebih murah seperti hutang publik.

Frielinghaus, Moster, and Firer (2005) menemukan adanya hubungan antara siklus hidup usaha dengan struktur modalnya, di mana hutang lebih banyak digunakan pada tahap awal (*early stage*) dan akhir (*late stage*) dibandingkan ketika perusahaan berada pada masa prima. Adizes (1996) mengartikan masa prima sebagai siklus hidup yang optimal, di mana perusahaan beroperasi dengan kapasitas efisien. Studi Hovakimian, Opler, and Titman (2001) menyatakan bahwa perusahaan harus menggunakan lebih banyak hutang untuk membiayai aset dan membiayai peluang pertumbuhan. Kondisi ini cocok diterapkan untuk UMKM yang berada pada tahap pertumbuhan (*growth*), di mana kebutuhan dana sangat besar untuk mengembangkan sayap usahanya.

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan berupa data primer, meliputi status siklus usaha UKM batik dan sumber pendanaan yang digunakan dalam usahanya. Data tersebut diperoleh melalui penyebaran kuesioner kepada responden yang terpilih. Data sekunder berupa jumlah UMKM yang berada di lokasi penelitian diperoleh dari dinas terkait.

Populasinya adalah UMKM batik yang terletak di Kabupaten Rembang sebanyak 120 (Dinas Koperasi & UMKM Kabupaten Rembang, 2017), sementara sampel dipilih berdasarkan metode purposive sampling dengan kriteria UMKM tersebut yang mengakses sumber dana eksternal berupa hutang maupun modal ventura sebagai salah satu sumber modal usaha ketika riset ini dilakukan. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 40 UMKM yang memenuhi syarat, dan semuanya berlokasi di Desa Lasem yang merupakan salah satu daerah penghasil batik terbesar di kabupaten tersebut.

Data yang telah diperoleh tersebut akan diolah, disajikan sehingga dapat menggambarkan potret pendanaan UMKM batik berdasarkan siklus usaha yang dialami. Adapun kategori siklus usaha dalam riset ini memodifikasi *five stage model* dari Donald, John, and Shawn (2003), yang meliputi: *existence* (baru mulai merintis usaha; identifikasi pasar potensial bagi produknya; keputusan usaha sepenuhnya berada di tangan pemilik), *survival* (berupaya meningkatkan pendapatan dan profit untuk mengembangkan usahanya), *success* (pemilik lebih mengutamakan pada perencanaan dan hal-hal yang bersifat strategis dalam usahanya; kegiatan operasional sehari-hari dialihkan ke pegawai atau orang yang dipercaya), *renewal* (adanya kerjasama dalam organisasi untuk lebih berinovasi dan kreatif; lebih mengutamakan kebutuhan konsumen) dan *decline* (pemilik lebih mengutamakan tujuan pribadi dibanding tujuan untuk memajukan usahanya; profit dan penjualan turun). Berdasarkan kategori siklus usaha tersebut, maka akan dipetakan pola pendanaan UMKM batik tersebut, apakah menggunakan sumber modal internal, eksternal maupun kombinasinya. Hasilnya akan diperoleh komparasi pola pendanaan antar UMKM maupun antar siklus usaha.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Profil Responden dan Profil Usaha

Berikut ini adalah profil pengusaha UMKM batik yang menjadi responden dalam riset ini:

Tabel 1. Profil Responden

Item	Keterangan
Jenis Kelamin	Laki-Laki: 14 (35%) Perempuan: 26 (65%)
Umur	Min: 22 tahun Max: 60 tahun Rata-Rata: 42 tahun
Tingkat Pendidikan	SD: 8 orang (20%) SMP: 10 orang (25%) SMA: 15 orang (37,5%) D3/S1: 7 orang (17,5%)
Pengalaman Usaha	Min: 5 tahun Max: 42 tahun Rata-Rata: 11 tahun

Sumber: Data Primer, diolah (2018)

Pada Tabel 1 terlihat bahwa mayoritas responden adalah perempuan, sementara usia responden dimulai dari 22 hingga 60 tahun, dengan rerata 42 tahun. Sebanyak 25% responden menyelesaikan pendidikan pada tingkat SMP dan 37,5% menyelesaikan jenjang SMA. Ditilik dari lamanya pengalaman usaha di bidang batik, ada yang baru berjalan 5 tahun hingga paling lama yakni 42 tahun, dengan rerata 11 tahun.

Untuk memperoleh gambaran lebih lengkap mengenai UMKM batik di daerah Lasem-Rembang, maka berikut ini juga akan ditampilkan profil pendanaan beserta tahapan siklus usahanya.

Tabel 2. Profil Pendanaan dan Tahapan Siklus Usaha

Pendanaan Usaha	Keterangan
Hutang	Min: Rp. 0 Max: Rp. 100.000.000 Rata-Rata: Rp. 22.810.256
Modal Ventura	Min: Rp. 0 Max: Rp. 100.000.000 Rata-Rata: Rp. 10.416.667
Setoran Modal Pemilik	Min: Rp. 5.000.000 Max: Rp. 2.000.000.000 Rata-Rata: Rp. 176.666.667
Tahapan Siklus Usaha	<i>Existence</i> : 8 (20%) <i>Survival</i> : 12 (30%) <i>Success</i> : 9 (22,5%) <i>Renewal</i> : 6 (15%) <i>Decline</i> : 5 (12,5%)

Sumber: Data Primer, diolah (2018)

Tabel 2. menggambarkan profil pendanaan yang digunakan oleh UMKM batik tersebut, baik yang berasal dari modal internal berupa setoran modal pemilik maupun modal eksternal yang berupa modal ventura dan hutang. Ada beberapa UMKM yang tidak pernah menggunakan hutang ataupun modal ventura untuk mendanai usahanya, sementara seluruh responden menyatakan menggunakan modal pribadi dari pemilik untuk mencukupi kebutuhan usaha.

Berdasarkan siklus hidup usaha masing-masing UMKM, ternyata berada pada fase yang beragam mulai dari existence hingga decline. Porsi terbesar berada pada fase survival (30%) disusul fase success dan existence masing-masing-masing 22,5% dan 20%. UMKM yang masuk kategori renewal dan decline hanya sebanyak 15% dan 12,5%. Kondisi lapangan tersebut mengindikasikan bahwa mayoritas UMKM batik di Lasem-Rembang sedang berupaya untuk meningkatkan pendapatan dan profitnya agar dapat lebih mengembangkan usahanya.

Pola Pendanaan berdasarkan Siklus Hidup Usaha

Merujuk kembali pada tujuan riset ini yang ingin menggambarkan pola pendanaan UMKM batik berdasarkan siklus hidup usahanya, demikian temuan yang dapat dilaporkan:

Tabel 3. Pola Pendanaan Berdasarkan Siklus Hidup Usaha

Pola Pendanaan	Existence	Survival	Success	Renewal	Decline
H,P	87,5%	66%	67%	83%	100%
P	12,5%	-	-	17%	-
H,M	-	17%	-	-	-
H,P,M	-	17%	22%	-	-
M,P	-	-	11%	-	-

Sumber: Data Primer, diolah (2018)

Keterangan:

H : Hutang,

P : Setoran Modal Pemilik

M : Modal Ventura

Berdasarkan Tabel 3 nampak pola pendanaan yang bervariasi antar UMKM baik per fase/siklus hidup usaha maupun ketika dikomparasikan sepanjang siklus hidup usaha mulai dari *existence* hingga *decline*. Komparasi secara *cross section* menunjukkan bahwa pada fase *existence* sebanyak 87,5% responden menggunakan kombinasi sumber dana dari hutang dan setoran modal pemilik, sisanya hanya mengandalkan setoran pribadi saja (12,5%). Pada fase *existence* memang pengusaha baru mulai membangun usahanya sambil mencari ceruk pasar yang bisa dilayani. Kondisi usaha yang masih sangat prematur ini membuat segala keputusan bisnis berada di tangan pemilik (*owner*). Bahkan dalam urusan permodalan, setoran pemilik yang berasal dari tabungan pribadi, penjualan aset pribadi dan lain-lain cukup mendominasi struktur keuangannya. Hutang bisa saja menjadi salah satu sumber modal, terutama yang berasal dari pinjaman anggota keluarga dan teman dekat, dengan atau tanpa biaya modal sama sekali. Hutang dari lembaga keuangan formal belum banyak diambil karena adanya kendala informasi asimetri dari UMKM ini yang menyulitkannya mengakses modal eksternal (Denis, 2004), terutama pada fase *existence*.

Fase *survival*, modal hutang dan setoran modal pemilik masih mendominasi (66%) di samping kombinasi hutang-modal ventura dan hutang-setoran modal pemilik-modal ventura. Pada fase ini mulai muncul sumber dana baru berupa modal ventura yang dapat dimanfaatkan bersama dengan sumber dana lainnya untuk tumbuh dan berkembangnya usaha.

Fase *success*, memiliki keberagaman kombinasi pola pendanaan. Jika dicermati, modal ventura digunakan bersamaan dengan hutang jangka pendek (jatuh tempo di bawah 1 tahun) maupun jangka panjang (jatuh tempo di atas 1 tahun) dan setoran modal pemilik. Meski demikian, porsi hutang-setoran modal pemilik masih mendominasi pada tahapan ini (67%).

Fase *renewal* memiliki pola pendanaan yang lebih sederhana dibandingkan fase sebelumnya yakni hanya bersumber dari kombinasi hutang-setoran modal pemilik (83%) dan murni dari pemilik saja (17%). Pada fase ini, UMKM memfokuskan diri pada aktivitas inovasi dan kreatifitas agar dapat memenuhi kebutuhan pasar. Perlu adanya sesuatu yang baru yang ditawarkan ke pasar agar bisnis yang dijalankan selama ini dapat terus berkelanjutan. Untuk keperluan itu, dibutuhkan modal yang berasal dari setoran pemilik dan hutang saja. Pemilik usaha merasa tidak perlu adanya intervensi dari pihak investor terhadap laju usahanya, sehingga modal ventura tidak terlalu diminati pada tahapan ini.

Fase *decline* yang merupakan fase krusial dan perlu mendapat perhatian lebih serius, menunjukkan pola pendanaan yang berbeda signifikan dengan fase-fase sebelumnya. Terlihat bahwa 100% sumber dana berasal dari kombinasi hutang-setoran modal pemilik. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut, ketika suatu usaha berada pada tahapan kritis dan butuh dipertahankan maka akan memerlukan sumberdaya yang memadai. Salah satunya berupa kecukupan modal untuk kelangsungan usaha tersebut. Ketika modal pribadi tidak lagi mencukupi kebutuhan, maka alternatif hutang dapat diambil untuk menyelamatkan usaha tersebut. Bahkan tidak jarang, hutang dari saudara atau kerabat dekat menjadi pilihan di samping hutang dari lembaga keuangan formal. Adomdza, Åstebro, and Yong (2016) menyatakan bahwa jenis investor *strong-tie* dapat lebih mudah memberikan dana dibanding investor tipe *weak-tie* karena adanya beban sosial ketika tidak bisa membantu seseorang yang memiliki hubungan baik dengannya.

Komparasi pola pendanaan juga dapat dilakukan secara *time series*, dengan cara melihat pola di setiap siklus hidup usaha. Merujuk pada Tabel 3, pola pendanaan hutang-setoran modal pemilik muncul di semua tahapan siklus usaha, dan porsi terbesar berada pada tahapan *decline* (100%). Modal ventura jarang digunakan oleh UMKM, sebab hanya muncul pada fase *survival* dan *success*. Sementara 100% setoran modal pemilik terlihat pada fase *renewal* dan *existence*. Hasil riset ini sejalan dengan Berger and Udell (1998) dan Frielinghaus et al. (2005) yang menyatakan bahwa perusahaan perlu menyesuaikan tipe pendanaannya setiap waktu seiring perubahan siklus usaha.

PENUTUP

Pada sesi ini akan dipaparkan kesimpulan dan keterbatasan yang dapat menjadi agenda riset mendatang pada topik yang serupa.

Simpulan.

Terdapat dua hal yang bisa disimpulkan dalam riset ini, yaitu:

- 1) Tidak ada pola pendanaan seragam yang diterapkan oleh masing-masing UMKM meski berada dalam industri dan siklus usaha yang sama. Kebutuhan modal disesuaikan dengan kebutuhan usaha dan situasi kewirausahaan yang dihadapi setiap UMKM.
- 2) Pola pendanaan setiap UMKM juga mengalami perubahan di sepanjang siklus hidupnya. Hal ini mengindikasikan bahwa UMKM perlu melakukan penyesuaian/adaptasi keputusan pendanaannya seiring perubahan siklus bisnisnya agar dapat tetap bertahan.

Saran.

Riset ini memiliki ruang lingkup keputusan keuangan sebatas pola pendanaan saja, belum mencakup aspek keputusan investasi yang dilakukan UMKM di sepanjang siklus hidup usahanya. Usulan ini dapat menjadi agenda riset mendatang mengingat keputusan pendanaan erat kaitannya dengan keputusan investasi. Selain itu, obyek penelitian dalam studi ini adalah UMKM yang masuk kategori industri kreatif. Dimungkinkan ditemui pola pendanaan sama atau berbeda dengan temuan ini ketika mengkaji obyek penelitian UMKM di sektor lain. Metode yang digunakan dalam riset ini bersifat deskriptif kualitatif, sehingga memungkinkan dilakukan pengujian secara empirik mengenai pengaruh siklus hidup usaha terhadap keputusan pendanaan maupun investasi pada UMKM.

DAFTAR PUSTAKA

- Adizes, I. (1996). The 10 stages of corporate life cycles. *Inc.*, 18(14), 95-97.
- Adomdza, G. K., Åstebro, T., & Yong, K. (2016). Decision Biases and Entrepreneurial Finance. *Small Business Economics*, 47(4), 819–834. doi:10.1007/s11187-016-9739-4
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *The Journal Of Finance*, 35(5), 1223-1234.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 613-673.
- Coleman, S. (2004). Variations on A Theme: Teaching Entrepreneurial finance. *Journal of Entrepreneurship Education*, 7, 73-81.
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10, 301-326.
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737.
- Donald, L. L., John, A. P., & Shawn, C. (2003). Organizational Life Cycle: A Five-Stage Empirical Scale. *The International Journal of Organizational Analysis*, 11(4), 339-354. doi:10.1108/eb028979
- Edewor, P. A., Imhonopi, D., & Amusan, T. (2014). Socio-Cultural and Demographic Dynamics in Sustainable Entrepreneurial Development in Nigeria *Developing Country Studies*, 4(4), 58-64.

- Farkas, G. (2016). The effects of strategic orientations and perceived environment on firm performance. *Journal of Competitiveness*, 8(1).
- Fluck, Z. (2000). Capital Structure Decisions in Small and Large Firms: A Life-Cycle Theory of Financing.
- Frielinghaus, A., Moster, B., & Firer, C. (2005). Capital Structure and Firm's Life Stage. *South African Journal of Business Management*, 36(4).
- Gompers, P. A., & Sahlman, W. A. (2002). *Entrepreneurial finance: a case book*: John Wiley & Sons.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- 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.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal Of Finance, September*, 911-922.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal Of Finance*, 57(3), 575-592.
- Rita, M. R., Wahyudi, S., & Muharam, H. (2017). *The Power of Finance: The Dynamics of Female Entrepreneurs in Fulfilling Their Financial Needs*. Paper presented at the Global Conference on Business, Management and Entrepreneurship, Surabaya.
- Shinozaki, S. (2014). A New Regime of Sme Finance in Emerging Asia: Enhancing Access To Growth Capital and Policy Implications. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 5(3), 1-27. doi:10.1142/S1793993314400109
- Ullah, F., & Taylor, P. (2007). Are UK technology-based small firms still finance constrained? *International Entrepreneurship and Management Journal*, 3(2), 189-203.
- Winton, A., & Yerramilli, V. (2008). Entrepreneurial Finance: Banks versus Venture capital. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 51-79. doi:10.1016/j.jfineco.2007.05.004
- Xiao, L. (2011). Financing High-Tech Smes in China: A Three-Stage Model of Business Development. *Entrepreneurship and Regional Development*, 23(3-4), 217-234. doi:10.1080/08985620903233937