

SIKLUS HIDUP USAHA DAN POLA PENDANAAN UKM

Maria Rio Rita

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana

Abstract. *Capital needs are one of the inputs needed to support business continuity, including SMEs. The purpose of this study is to explore and describe the SME funding patterns that are associated with the business life cycle. The object of the research is batik UKM located in Pekalongan, Central Java. The sample is determined based on the criteria required by the researcher (purposive sampling method), and 50 entrepreneurs were selected as respondents. The collected data is processed using a qualitative descriptive method to describe the SME funding patterns in each life cycle. This study found a variation in funding patterns between SMEs (cross section) in each business phase. Each business phase has different conditions, so it demands different capital requirements (sources and quantities). The implication of this research is to show that employers need to adjust their funding decisions according to changes in the life phase of the company, so that business can continue.*

Keywords: *Business Life Cycle, Financing Decision, Capital Structure, SME*

Abstrak. Kebutuhan dana merupakan salah satu input yang diperlukan untuk menunjang keberlangsungan usaha, tidak terkecuali bagi UKM. Tujuan penelitian ini adalah mengeksplorasi dan menggambarkan pola pendanaan UKM yang dikaitkan dengan siklus hidup usahanya. Obyek penelitiannya adalah UKM batik yang berlokasi di Pekalongan, Jawa Tengah. Sampel ditentukan berdasarkan kriteria yang ditetapkan peneliti (purposive sampling method), dan terpilih 50 pengusaha sebagai responden. Data yang telah terkumpul selanjutnya diolah secara deskriptif kualitatif untuk menggambarkan pola pendanaan UKM pada masing-masing siklus hidupnya. Penelitian ini menemukan adanya variasi pola pendanaan antar (cross section) pada setiap fase usaha. Setiap fase usaha memiliki kondisi yang berbeda-beda, sehingga menuntut kebutuhan modal (sumber dan jumlah) yang berbeda pula. Implikasi dari riset ini adalah menunjukkan bahwa pengusaha perlu menyesuaikan keputusan pendanaannya sesuai dengan perubahan fase hidup perusahaan. agar usaha dapat terus berkelanjutan.

Kata Kunci: Siklus Hidup Usaha, Keputusan Pendanaan, Struktur Modal, UKM

PENDAHULUAN

Ketersediaan dana, baik jumlah maupun sumbernya, merupakan pendukung untuk operasional sehari-hari maupun memenuhi kebutuhan investasi bagi perusahaan, demikian pula bagi UKM. Temuan-temuan penelitian terdahulu menyimpulkan bahwa kendala pendanaan dapat berpengaruh negatif terhadap kinerja suatu usaha (Edewor, Imhonopi, & Amusan, 2014; Oseifuah, 2010; Wise, 2013). Adanya modal dianggap oleh pengusaha sebagai anteseden, sumber daya yang mutlak harus ada untuk memulai suatu bisnis. Kehadiran dana diperlukan untuk memunculkan peluang usaha (Rita, Wahyudi, & Muharam, 2017). Kondisi permodalan yang sehat akan mampu mendorong proses bisnis dan inovasi suatu usaha (Baker & Nelson, 2005; Farkas, 2016).

Meskipun modal diperlukan bagi setiap perusahaan, namun ternyata kebutuhan modal ini berbeda-beda ketika dilihat berdasarkan siklus hidup usahanya (*business life cycle*) (Fluck, 2000; Winton & Yerramilli, 2008). Mayoritas UKM yang berada pada tahap rintisan (*start-up*) menggunakan permodalan internal yang, yakni aset dan tabungan pribadi dari pemilik, tambahan dana dari keluarga bahkan teman dekat (Ullah & Taylor, 2007). Sementara UKM di China yang tergolong *high-tech* menggunakan sumber modal jangka menengah dan panjang baik yang berasal dari pasar modal pada fase pertumbuhannya (Xiao, 2011). Temuan tersebut hendak menunjukkan bahwa strategi pendanaan yang diterapkan masing-masing perusahaan akan berbeda sesuai dengan kebutuhan siklus hidupnya.

Keberagaman pola pendanaan ini dapat diamati per siklus usaha maupun dalam satu rentang siklus usaha yang lengkap, mulai dari tahap *existence* hingga *decline*. Jadi pengamatan pola pendanaan ini dapat dikaji *cross section* maupun *time series*. Sepanjang pengamatan dan pengetahuan penulis, metode perbandingan seperti ini masih belum banyak dilakukan dalam riset tentang UKM. Penelitian ini bermanfaat untuk memperkaya perspektif keputusan pendanaan di bidang manajemen keuangan untuk usaha kecil (*entrepreneurial finance*).

TELAAH TEORITIS

Teori yang mbingkai pembahasan mengenai keputusan pendanaan adalah teori struktur modal yang kerap digunakan dalam skopa *corporate finance*. Teori ini dapat diaplikasikan pada skopa usaha kecil, meski mengalami beberapa penyesuaian dalam pembahasannya agar mampu menjelaskan aspek keperilakuannya (Coleman, 2004). Baik perusahaan korporat maupun usaha kecil, ternyata memiliki kendala keuangan yang sama, yaitu dihadapkan pada *asymmetry information* dan *agency problem*. Meski demikian, magnitudo masalah yang dihadapi UKM lebih besar dibandingkan perusahaan korporat (Gompers & Sahlman, 2002).

2.1 Tonggak Teori Struktur Modal Modern -Teori MM

(Modigliani & Miller, 1958) memproposisikan bahwa apapun keputusan pendanaan (menggunakan hutang maupun tidak), tidak relevan dengan nilai perusahaan dengan asumsi pasar modal sempurna dan tidak ada pajak. Selanjutnya pada tahun 1963, MM mengoreksi pernyataannya tersebut dan menyatakan bahwa keberadaan pajak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kondisi ini terjadi pada perusahaan yang berhutang. Berkurangnya beban pajak akibat berhutang menyebabkan pendapatan bersih menjadi lebih besar dibandingkan perusahaan yang tidak berhutang/ *unlevered firm* (Modigliani & Miller, 1963).

2.2 Trade-off Theory

Perkembangan teori selanjutnya ditandai dari riset Kraus and Litzenberger (1973) dengan teorinya mengenai keseimbangan antara manfaat dan biaya yang muncul ketika perusahaan berhutang. Sejalan dengan ini, Miller (1977) menyatakan adanya titik optimal dari penggunaan hutang. Saat hutang terus ditambah, justru akan menurunkan nilai perusahaan (*trade-off theory*). Manfaat penghematan pajak dari berhutang tidak lagi sebanding dengan biaya yang muncul, yaitu berupa risiko kebangkrutan dan biaya keagenan yang semakin tinggi (Jensen & Meckling, 1976).

2.3 Pecking order theory,

Teori yang dikenal dengan teori pendanaan berjenjang ini membahas preferensi perusahaan terkait alternatif sumber pendanaan usaha, berdasarkan pertimbangan biaya modal dari jenis-jenis sumber dananya. Pendanaan yang menjadi pilihan pertama adalah laba ditahan, sedangkan jika masih kurang akan mengambil hutang, dan

penerbitan saham baru akan menjadi opsi terakhir karena mengandung biaya modal tertinggi (Myers, 1984).

Bagi UKM, pemilihan dan pemanfaatan sumber modal tersebut ditentukan oleh kondisi ketidakseimbangan informasi antara pihak eksternal dengan pengusaha UKM itu sendiri (Duan, Han, & Yang, 2009). Barnea, Haugen, and Senbet (1980) menyatakan bahwa UMKM mengalami situasi informasi asimetris lebih besar dibandingkan perusahaan yang telah *go public*. Hal tersebut disebabkan tidak adanya informasi yang bisa diandalkan oleh pihak eksternal mengenai keadaan riil dari usaha tersebut, sehingga dapat mengurangi minat investor untuk mendanai usahanya (Coleman, 2004).

2.4 Financial Life Cycle Theory

Komposisi permodalan usaha kecil biasanya akan berbeda dari perusahaan besar, maupun yang sudah berjalan lama (*established*). Pola pendanaan usaha yang berbeda ditunjukkan dari struktur modal pada perusahaan besar dan kecil pada setiap siklus hidupnya (Fluck, 2000). Diamond (1991) menunjukkan pola di mana perusahaan mengakses sumber pembiayaan yang berbeda saat mereka merintis dan sedang bertumbuh untuk membangun citra usaha di publik. Perusahaan tersebut akan memilih bank dalam pendanaan pada tahap awal siklus hidupnya, selanjutnya saat perusahaan sudah memiliki kredibilitas yang baik, akan beralih ke jenis pembiayaan lainnya seperti penerbitan hutang.

Hasil penelitian sebelumnya telah mendokumentasikan adanya hubungan antara siklus hidup usaha dengan struktur modalnya. Frielinghaus, Moster, and Firer (2005) membuktikan, bahwa dana dari hutang lebih banyak dijumpai pada tahap awal dan akhir daripada ketika perusahaan sedang berada pada kondisi prima (*prime*). *Prime stage* dimaknai sebagai siklus hidup optimal karena kapasitas perusahaan dapat beroperasi lebih efisien (Adizes, 1996). Berbanding terbalik dengan Frielinghaus, et. al (2005), Hovakimian, Opler, and Titman (2001) menemukan bahwa perusahaan menggunakan lebih banyak dana dari hutang untuk mendanai aset dan peluang pertumbuhan. Argumen yang mendukung hasil tersebut adalah ketika UMKM sedang berada pada tahap pertumbuhan (*growth*), akan memerlukan dana yang besar untuk melakukan penetrasi pasar dan mengembangkan usahanya

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

UKM batik yang berada di wilayah Kota Pekalongan merupakan populasi dalam riset ini. Sampel dipilih berdasarkan metode *nonprobability sampling* jenis *purposive sampling* dengan kriteria: a) UKM tersebut menggunakan sumber dana eksternal berupa hutang maupun modal ventura sebagai salah satu sumber modal usaha ketika riset ini dijalankan, di samping modal internal pemilik. Syarat ini ditetapkan untuk melihat keberagaman/ variasi jenis pendanaan usaha; b) UKM yang dipilih adalah yang termasuk kategori produsen batik, bukan hanya sebagai pedagang grosir maupun pengecer. Syarat ini dianggap lebih sesuai dengan kondisi produsen untuk mendapatkan potret pendanaan usahanya berdasarkan siklus bisnisnya, dibandingkan jika UKM tersebut hanya sebagai pedagang saja. Berdasarkan kriteria tersebut dan kurun waktu penelitian yang telah ditetapkan, maka diperoleh 50 UKM yang berlokasi di Kauman, Pekalongan yang merupakan salah satu klaster batik di wilayah tersebut.

3.2 Data dan Sumber Data

Data yang digunakan berupa data primer, meliputi sumber pendanaan yang digunakan dalam usahanya serta fase/ siklus usaha UKM pada saat riset ini dilakukan. Data primer diperoleh melalui penyebaran kuesioner yang dilengkapi dengan wawancara kepada responden. Data sekunder juga digunakan, berupa data UMKM dari dinas terkait dan paguyuban batik yang berada di lokasi penelitian.

3.3 Teknik Analisis Data

Kondisi pendanaan UKM yang akan diolah dan disajikan nantinya akan disesuaikan dengan siklus usaha yang dialami UKM tersebut. Kategori siklus hidup usaha dalam riset ini diadaptasi dari *five stage model*-nya Donald, John, and Shawn (2003), yang meliputi: a) *existence* (tahap merintis usaha; mengidentifikasi pasar/ pelanggan potensial; laju usaha sepenuhnya berada di tangan pemilik); b) *survival* (mulai terjadi peningkatan pendapatan dan laba usaha); c) *success* (pemilik lebih mengutamakan keputusan bisnis yang bersifat strategis; adanya mandatori kegiatan operasional sehari-hari ke orang kepercayaan; d) *renewal* (anggota organisasi bekerja lebih inovasi dan kreatif; lebih mengedepankan kebutuhan konsumen; mencoba menghasilkan produk baru di pasar); e) *decline* (pemilik lebih

mengutamakan tujuan pribadi dibanding tujuan untuk memajukan usahanya; terjadi penurunan profit dan penjualan; pasar sudah jenuh).

Berdasarkan kategori siklus usaha pada masing-masing UKM, nantinya akan dibuat pola pendanaannya, apakah menggunakan sumber modal internal, eksternal maupun kombinasinya. Analisis ini menghasilkan komparasi pola pendanaan antar UKM dalam satu siklus bisnis yang sama maupun antar siklus usaha dari *existence* hingga *decline*.

HASIL PENELITIAN

Profil Responden dan Profil Usaha

Profil pengusaha UKM batik yang menjadi responden dalam riset ini tersaji dalam Tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1. Profil Pengusaha UKM Batik di Klaster Kauman, Pekalongan

Item	Keterangan
Jenis Kelamin	Laki-Laki: 23 (46%) Perempuan: 27 (54%)
Umur	Min: 19 tahun Max: 65 tahun Rata-Rata: 36 tahun
Tingkat Pendidikan	SMP: 2 orang (4%) SMA: 28 orang (56%) D3/S1: 20 orang (40%)
Pengalaman Usaha	Min: 5 tahun Max: 48 tahun Rata-Rata: 17 tahun

Sumber: Data Primer, diolah (2018)

Tabel 4.1 menunjukkan bahwa sebagian besar responden adalah perempuan (54%), sementara usia responden dimulai dari 19 hingga 65 tahun, dengan rata-rata usia produktif (36 tahun). Responden mayoritas memiliki latar belakang pendidikan pada tingkat SMA dan sederajat (56%). Berdasarkan kategori lamanya berusaha di bidang batik, ada yang baru menginjak tahun kelima hingga ada yang telah berjalan selama 48 tahun.

Untuk memperoleh gambaran lebih lengkap mengenai UKM batik di Kauman-Pekalongan, akan ditampilkan profil pendanaan yang berasal dari hutang, modal ventura maupun modal internal pemilik beserta tahapan siklus usahanya.

Tabel 4.2. Profil Pendanaan dan Tahapan Siklus Usaha

Pendanaan Usaha	Keterangan
Hutang	Min: Rp. 0 Max: Rp. 6.151.928.694 Rata-Rata: Rp. 460.305.472
Modal Ventura	Min: Rp. 0 Max: Rp. 15.000.000 Rata-Rata: Rp. 2.055.556
Setoran Modal Pemilik	Min: Rp. 0 Max: Rp. 2.000.000.000 Rata-Rata: Rp. 328.372.449
Tahapan Siklus Usaha	<i>Existence</i> : 2 (4%) <i>Survival</i> : 18 (36%) <i>Success</i> : 14 (28%) <i>Renewal</i> : 12 (24%) <i>Decline</i> : 4 (8%)

Sumber: Data Primer, diolah (2018)

Tabel 4.2. menyajikan profil pendanaan dari UKM batik, baik yang berasal dari modal internal berupa setoran modal pemilik maupun modal eksternal (ventura dan hutang). Ada beberapa UKM yang tidak pernah menggunakan hutang, modal ventura maupun dana dari pemilik pribadi untuk mendanai usahanya. Hal tersebut sudah mencerminkan variasi keputusan pembiayaan usaha dari pengusaha UKM batik ini.

Menilik siklus hidup usaha per UKM, ternyata berada pada fase yang lengkap mulai dari *existence* hingga *decline*. Komposisi terbesar berada pada fase *survival* (36%) disusul fase *renewal* dan *decline* masing-masing-masing 24% dan 8%. UKM yang masuk kategori *renewal* dan *decline* hanya sebanyak 15% dan 12,5%. Temuan empirik tersebut menyiratkan bahwa mayoritas UMKM batik di Kauman-Pekalongan sedang berupaya untuk mengembangkan skala usahany melalui peningkatan pendapatan dan laba usaha.

4.2. Pola Pendanaan berdasarkan Siklus Hidup Usaha

Menjawab persoalan penelitian mengenai gambaran pola pendanaan UKM batik berdasarkan siklus hidup usaha, akan dipaparkan berikut ini:

Tabel 4.3. Pola Pendanaan Berdasarkan Siklus Hidup Usaha

Pola Pendanaan	<i>Existence</i>	<i>Survival</i>	<i>Success</i>	<i>Renewal</i>	<i>Decline</i>
H,P	4%	34%	22%	20%	8%
P	-	-	-	-	2%
M	-	-	2%	-	-
H	-	-	2%	-	-
M,P	-	2%	-	8%	2%

Sumber: Data Primer, diolah (2018)

Keterangan:

H : Hutang,

P : Setoran Modal Pemilik

M : Modal Ventura

Berdasarkan Tabel 4.3. nampak pola pendanaan yang bervariasi antar UMKM baik per fase hidupnya maupun ketika dibandingkan sepanjang siklus hidup usaha mulai dari *existence* hingga *decline*. Komparasi secara *cross section* menunjukkan bahwa pada fase *existence* hanya 4% responden yang menggunakan hutang, di mana pada fase ini pengusaha baru mulai merintis usaha sembari mencari pasar potensial yang menjadi target layanan. Hutang bisa menjadi salah satu sumber modal, terutama yang bersumber dari keluarga ataupun teman dekat, dengan biaya modal rendah atau bahkan tanpa biaya sama sekali. Hutang dari lembaga keuangan formal belum banyak diambil karena adanya kendala informasi asimetri dari UMKM ini yang menghambat akses ke modal eksternal (Denis, 2004).

Fase *survival*, modal hutang dan setoran modal pemilik paling banyak digunakan (34%) di samping kombinasi modal ventura dan setoran modal pemilik (2%). Pada fase ini mulai muncul sumber dana baru berupa modal ventura yang dapat dimanfaatkan bersama dengan sumber dana lainnya untuk memenuhi kebutuhan usaha.

Fase *success*, memiliki kombinasi pola pendanaan yang berbeda dibanding dua fase sebelumnya. Hutang dikombinasikan dengan setoran modal pemilik (22%), di samping itu muncul pola pendanaan tunggal seperti modal ventura saja (2%) dan hutang saja (2%), baik hutang jangka panjang maupun jangka pendek.

Fase *renewal* memiliki pola pendanaan yang unik, di mana setoran modal pemilik dikombinasikan dengan hutang (20%) dan dikombinasikan dengan modal ventura (8%). Pada fase ini, UMKM memfokuskan pada aktivitas inovasi dan kreatifitas agar dapat memenuhi kebutuhan pasar. Oleh sebab itu, setoran pribadi pemilik dirasa tidak mencukupi kebutuhan usaha, sehingga perlu dikolaborasikan dengan sumber modal lainnya.

Fase *decline* yang merupakan fase krusial dan perlu mendapat perhatian lebih serius. Terlihat bahwa kebutuhan dana dipenuhi dari kombinasi hutang-setoran modal pemilik (8%) dan sisanya memanfaatkan modal pemilik saja maupun dikombinasikan

dengan modal ventura. Kondisi struktur modal itu dapat dijelaskan sebagai berikut: saat suatu usaha berada pada masa rentan kegagalan dan ingin tetap dipertahankan, maka akan memerlukan sumberdaya yang cukup besar, seperti kecukupan modal untuk kelangsungan usaha tersebut. Ketika modal pribadi tidak lagi mencukupi kebutuhan, maka alternatif hutang maupun dana dari investor lain akan diambil untuk memulihkan kondisi usaha tersebut. Ketika hutang formal tidak lagi memungkinkan diakses, tidak jarang hutang dari saudara atau kerabat dekat menjadi alternatif. Jenis investor *strong-tie* akan lebih mudah memberikan dana dibanding investor tipe *weak-tie* karena adanya beban sosial untuk membantu seseorang yang memiliki hubungan baik dengannya (Adomdza, Åstebro, & Yong, 2016).

Selain membandingkan pola pendanaan secara *cross section*, analisis juga akan dilakukan secara *time series*. Merujuk pada Tabel 4.3, pola pendanaan menggunakan kombinasi hutang-setoran modal pemilik muncul di semua tahapan siklus usaha, dan porsi terbesar berada pada tahapan *survival* (34%). Disusul kombinasi modal ventura-setoran modal pemilik, di mana komposisi terbesar muncul pada fase *renewal*. Model pendanaan tunggal yang hanya mengandalkan hutang saja, modal ventura ataupun modal pemilik saja sangat jarang ditemui pada keseluruhan siklus hidup UKM. Hal ini mengindikasikan bahwa satu sumber dana saja tidak akan mencukupi kebutuhan usaha, sehingga perlu ditambah ataupun dikombinasikan dengan sumber dana lainnya. Temuan ini mendukung Berger and Udell (1998) dan Frielinghaus et al. (2005) yang menyatakan bahwa perusahaan perlu secara dinamis menyesuaikan tipe pendanaannya seiring perubahan siklus usaha yang dihadapinya

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

1. Tidak ada keseragaman pola pendanaan UKM meskipun berada dalam industri dan siklus/ fase hidup yang sama. Kebutuhan modal dapat disesuaikan dengan kebutuhan usaha dan situasi kewirausahaan yang dialami masing-masing UKM.
2. UKM perlu melakukan penyesuaian struktur modalnya seiring perubahan siklus usahanya, sebab pola pendanaan setiap UKM mengalami perubahan di sepanjang siklus hidupnya.

Keterbatasan dan Saran Penelitian

Studi ini sebatas membahas pola pendanaan saja, belum mencakup keputusan investasi yang dilakukan UKM di sepanjang siklus hidup usahanya. Oleh sebab itu kelemahan ini dapat menjadi usulan riset selanjutnya, mengingat keputusan pendanaan berhubungan dengan keputusan investasi. Teknik analisis yang digunakan dalam riset ini bersifat deskriptif kualitatif, dimungkinkan dilakukan pengujian secara inferensia mengenai hubungan siklus hidup usaha terhadap keputusan pendanaan maupun investasi pada UKM.

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
- Baker, T., & Nelson, R. E. (2005). Creating something from nothing: Resource construction through entrepreneurial bricolage. *Administrative Science Quarterly*, 50(3), 329-366.
- 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
- Duan, H., Han, X., & Yang, H. (2009). An analysis of causes for SMEs financing difficulty. *International Journal of Business and Management*, 4(6), 73-75.
- 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). Association 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.
- Oseifuah, E. K. (2010). Financial literacy and youth entrepreneurship in South Africa. *African journal of Economic and management studies*, 1(2), 164-182.
- 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.
- 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
- Wise, S. (2013). The impact of financial literacy on new venture survival. *International Journal of Business and Management*, 8(23), 30.
- 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