

**THE ROLE OF THE FAMILY IN THE BOARD OF DIRECTORS AND THE
GENERATIONAL STAGE: DETERMINING EQUITY AND DEBT FINANCING
CHOICES IN FAMILY BUSINESSES IN INDONESIA**

**PERAN KELUARGA DALAM DEWAN DIREKSI DAN TAHAP GENERASI:
MENENTUKAN PILIHAN PENDANAAN EKUITAS DAN UTANG DI
PERUSAHAAN KELUARGA INDONESIA**

Asifah Asri Aini Harahap¹, Irdha Yusra²
Universitas Negeri Padang, Indonesia^{1,2}
asifah.asri16@gmail.com¹, irdhayusra@gmail.com²

ABSTRACT

The purpose of this study is to provide empirical evidence on the effect of family involvement in the board of directors and generational stage on equity and debt financing decisions in family firms in Indonesia. The data were obtained from family firms listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2019-2023. The sampling technique used was purposive sampling, resulting in 390 samples. However, in the data analysis process, several outliers were identified that could potentially distort the research findings. Therefore, the final sample used in this study consisted of 351 observations. Panel data analysis was utilized to examine the data. Based on model selection results, the Fixed Effect Model (FEM) was determined to be the most appropriate compared to the Common Effect Model (CEM) and Random Effect Model (REM). The control variables in this study include Firm age and company size. The findings indicate that the generational stage has a positive and significant influence on equity financing and a negative and significant influence on debt financing, suggesting that successor generations are more receptive to equity financing and less reliant on debt. In contracts, family involvement on the board of directors does not have a significant impact on either equity or debt financing decisions.

Keywords : Family business, Board of directors, Generation stage, Equity, Debt

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh keterlibatan keluarga dalam dewan direksi dan tahap generasi terhadap keputusan pendanaan ekuitas dan utang pada perusahaan keluarga di Indonesia. Data penelitian diperoleh dari perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2023. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*, sehingga diperoleh 390 sampel. Namun, dalam proses analisis data, ditemukan beberapa outlier yang berpotensi mengganggu hasil penelitian, sehingga jumlah sampel akhir yang dianalisis menjadi 351 observasi. Analisis data dilakukan menggunakan metode regresi data panel. Berdasarkan hasil pemilihan model, *Fixed Effect Model (FEM)* dipilih sebagai model terbaik dibandingkan dengan *Common Effect Model (CEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Firm age* dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tahap generasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap pendanaan ekuitas serta berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pendanaan utang. Temuan ini mengindikasikan bahwa generasi penerus lebih terbuka terhadap pendanaan ekuitas dan mengurangi ketergantungan pada utang. Sementara itu, keterlibatan keluarga dalam dewan direksi tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan ekuitas maupun utang.

Kata Kunci : Perusahaan keluarga, Dewan direksi, Tahap generasi, Ekuitas, Utang

PENDAHULUAN

Perusahaan keluarga merupakan bentuk bisnis yang dominan di sebagian besar perekonomian seluruh dunia dan memberikan kontribusi yang signifikan terhadap produk nasional bruto dan penciptaan lapangan kerja (Acedo-Ramírez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martínez, 2017). Perusahaan

keluarga memiliki karakteristik unik yang membedakannya dengan perusahaan non keluarga (Chua et al., 2011). Perusahaan keluarga memiliki banyak tantangan. Salah satu tantangan utama yang diakui oleh kebijakan uni eropa adalah akses terhadap pendanaan (Michiels & Molly, 2017). Perusahaan

dapat memilih untuk membiayai operasinya melalui ekuitas atau utang. Ekuitas memberikan modal yang lebih stabil namun dapat mengencerkan kepemilikan, sedangkan utang menawarkan fleksibilitas dan potensi peningkatan laba tetapi juga membawa beban bunga dan risiko likuiditas.

Berdasarkan data awal yang dianalisis, perusahaan BAJA cenderung mendominasi pendanaan melalui utang dengan proporsi yang sangat tinggi sepanjang periode, yaitu diatas 70% dan bahkan mencapai 90% pada tahun 2019. Sebaliknya, perusahaan INDF dan ERAA menunjukkan pola yang lebih seimbang antara pendanaan ekuitas dan utang dengan proporsi yang relatif stabil di kisaran 50%-60%. Sementara itu, perusahaan ALDO menunjukkan bahwa keputusan pendanaan cenderung menggunakan ekuitas, namun dengan perbedaan proporsi yang tidak jauh dengan utang.

Keterlibatan anggota keluarga di dalam dewan direksi menunjukkan sikap yang lebih waspada dalam menggunakan pendanaan ekuitas eksternal karena dapat mengurangi proporsi kepemilikan dan kontrol mereka atas perusahaan (Chua et al., 2011; Poutziouris, 2011). Dewan direksi bertugas memastikan bahwa manajemen menjalankan operasional perusahaan dengan mengutamakan kepentingan perusahaan, bukan kepentingan pribadi (Buachoom, 2018). Penelitian dari Bacci et al., (2018) menunjukkan bahwa generasi dewan direksi yang lebih muda atau modern cenderung lebih fleksibel dan terbuka terhadap penerbitan saham baru atau berkolaborasi dengan investor eksternal untuk mempercepat pertumbuhan. Berdasarkan data, perusahaan keluarga dengan tingkat keterlibatan keluarga yang tinggi biasanya menunjukkan kinerja jangka panjang yang lebih baik. Meski demikian, studi juga

mengungkapkan bahwa keterlibatan keluarga yang berlebihan dapat menghambat inovasi serta kemampuan beradaptasi terhadap dinamika perubahan lingkungan bisnis (Bintarto et al., 2022)

Dalam beberapa dekade terakhir, faktor suksesi dalam perusahaan keluarga semakin mendapat perhatian karena berpengaruh terhadap kelangsungan hidup perusahaan. Proses suksesi bisa mengubah perilaku anggota keluarga generasi pertama dan selanjutnya akibat penyebaran kepemilikan dan manajemen (García-Ramos, R., Díaz-Díaz, B., & García-Olalla, 2017). Perbedaan perspektif, pengalaman, dan nilai-nilai yang dimiliki oleh tiap generasi ikut membentuk dinamika perusahaan (Blanco-Mazagatos et al., 2018). Setelah suksesi, perusahaan perusahaan keluarga sering kali menjadi lebih menghindari risiko.

Menurut Belda-Ruiz et al., (2021), perusahaan keluarga generasi pertama, yang diawasi dan dipimpin langsung oleh keluarga pendirinya cenderung memiliki orientasi SEW yang kuat, sedangkan identifikasi dengan perusahaan dan keterikatan emosional menurun seiring dengan perpindahan perusahaan ke generasi berikutnya, dimana pertimbangan keuangan menjadi lebih penting (Gomez-Mejia et al., 2011; Sciascia et al., 2014). Generasi kedua lebih mementingkan pelestarian kekayaan dibandingkan penciptaan kekayaan, sehingga menghasilkan utang yang lebih rendah (Comino-Jurado et al., 2021). Berdasarkan hal tersebut, penelitian Molly et al., (2010) menunjukkan bahwa tingkat utang menurun ketika perusahaan keluarga beralih ke generasi kedua.

Beberapa penelitian internasional telah mengkaji keputusan pendanaan di perusahaan keluarga dengan berbagai

pendekatan dan hasil yang bervariasi. Namun, diantara beberapa penelitian terdahulu belum ada yang spesifik membandingkan antara keputusan pendanaan ekuitas dan utang, mereka hanya fokus pada salah satu keputusan pendanaan. Oleh karena itu, alasan ini semakin menegaskan pentingnya penelitian dalam menganalisis bagaimana keterlibatan keluarga dalam dewan direksi dan tahap generasi mempengaruhi keputusan pendanaan ekuitas dan utang pada perusahaan keluarga di Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Agency Theory

Berdasarkan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, (1976) teori keagenan menggambarkan hubungan kontraktual antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*) dalam suatu perusahaan. Dalam konteks perusahaan keluarga, masalah keagenan memiliki karakteristik khusus karena *principal* dan *agent* sering kali berasal dari kelompok keluarga yang sama, tetapi tidak selalu memiliki tujuan yang sepenuhnya selaras (Gomez-Mejia et al., 2011).

Dari perspektif teori keagenan, utang dapat berfungsi sebagai alat kontrol (*discipline mechanism*). Dengan demikian, utang akan memaksa manajer untuk lebih efisien dalam menggunakan sumber daya karena adanya kewajiban membayar bunga. Dalam konteks pendanaan ekuitas, teori keagenan menyoroti bahwa penerbitan saham baru dapat memperbesar masalah keagenan karena melibatkan pemilik saham baru yang mungkin memiliki kepentingan yang berbeda dengan keluarga (González et al., 2013).

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* yang diperkenalkan oleh Myers & Majluf

(1984) mengungkapkan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi dalam menentukan sumber pendanaan. Berdasarkan teori ini, perusahaan lebih cenderung memanfaatkan dana internal terlebih dahulu, kemudian mempertimbangkan pembiayaan melalui utang, dan menjadikan ekuitas sebagai pilihan terakhir. Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa biaya asimetri informasi memengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Gottardo & Moisello (2019) menjelaskan bahwa dalam konteks perusahaan keluarga, teori pecking order sering kali lebih relevan dibandingkan teori lainnya. Hal ini karena perusahaan keluarga cenderung menghindari pendanaan ekuitas untuk menjaga kendali keluarga atas perusahaan. Selain itu, perusahaan keluarga juga cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan utang karena risiko finansial dapat memengaruhi kesinambungan perusahaan dan reputasi keluarga.

Dewan Direksi dan Pendanaan Ekuitas

Dewan direksi berperan penting dalam merancang strategi pendanaan perusahaan. Kehadiran anggota keluarga dalam struktur dewan direksi dapat memberikan pengaruh yang besar terhadap keputusan terkait pendanaan ekuitas. Menurut *teori pecking order*, keluarga yang terlibat dalam dewan direksi cenderung lebih berhati-hati menggunakan ekuitas eksternal karena hal ini dapat menyebabkan pengurangan kendali keluarga atas perusahaan (Gottardo & Moisello 2019). Sebaliknya, keluarga sering memprioritaskan pendanaan utang (Koropp et al., 2014).

Sedangkan dalam perspektif teori keagenan, keberadaan anggota keluarga dalam dewan direksi mampu mengurangi konflik antara pemilik dan

manajer karena kepentingan keluarga cenderung lebih sejalan dengan tujuan perusahaan. Keengganan keluarga untuk menerbitkan saham baru dapat disebabkan oleh kekhawatiran dilusi kepemilikan dan potensi hilangnya kontrol.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Koropp et al., (2014) terhadap 118 perusahaan keluarga di Jerman menunjukkan bahwa anggota keluarga dalam dewan tidak selalu berdampak signifikan pada pengambilan keputusan pendanaan ekuitas. Ketidaksignifikan ini muncul akibat faktor *perceived behavioral control*, yaitu persepsi bahwa akses ke sumber daya eksternal terbatas, sehingga perusahaan lebih memilih pendanaan utang. Hal ini mengindikasikan bahwa keputusan terkait pendanaan tidak semata-mata dipengaruhi oleh keinginan untuk mempertahankan kendali, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor eksternal yang dapat membatasi fleksibilitas finansial perusahaan.

Sementara itu, penelitian yang dilakukan Molly et al., (2019) terhadap 327 UKM keluarga di Belgia dengan menggunakan metode regresi kuadrat terkecil menunjukkan hasil yang signifikan, dimana tujuan keluarga berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat utang melalui mediasi representasi keluarga di dewan direksi. Penelitian ini menyatakan bahwa keberadaan anggota keluarga dalam dewan direksi juga dapat berkontribusi terhadap penggunaan ekuitas dalam kondisi tertentu, misalnya untuk mendukung ekspansi atau ketika perusahaan menghadapi kendala likuiditas. Berdasarkan argumen yang telah dikemukakan, penelitian ini akan menguji hipotesis pertama, yaitu :

H1 : Keterlibatan keluarga dalam dewan direksi memiliki pengaruh

negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan ekuitas

Dewan Direksi dan Pendanaan Utang

Kesuksesan kepemilikan keluarga membutuhkan keaktifan dan kerja sama yang melibatkan pemilik dan dewan direksi. Oleh karena itu, keterlibatan keluarga dalam dewan direksi dipandang sebagai salah satu sumber heterogenitas yang lebih penting dalam kelompok perusahaan keluarga (Chua et al., 2011; Daspit et al., 2018) yang dapat bervariasi. Dalam perspektif *agency theory*, anggota keluarga yang terlibat dalam dewan direksi dapat mengurangi permasalahan tentang perbedaan kepentingan manajemen antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajer) ketika keluarga lebih mengutamakan kepentingannya sendiri.

Dewan direksi dapat mempengaruhi keputusan pendanaan utang dengan cara yang unik karena mereka lebih konservatif dalam mengambil utang untuk menghindari risiko kebangkrutan yang dapat mempengaruhi stabilitas keluarga. Keluarga dapat secara aktif melakukan kontrol atas keputusan strategis perusahaan dengan menunjuk anggota keluarga sebagai CEO atau ketua dewan. Oleh karena itu, kehadiran keluarga dalam pengambilan keputusan yang aktif meningkatkan leverage karena kekayaan keluarga di perusahaan lebih tinggi (Gottardo & Moisello 2019).

Penelitian yang telah dilakukan oleh Comino-Jurado et al., (2021) terhadap 8.157 perusahaan keluarga di Spanyol dengan menggunakan metode SEM-PLS menunjukkan hasil yang signifikan, dimana anggota keluarga yang terlibat dalam dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap utang. Ketika keluarga terlibat dalam dewan direksi, maka mereka akan

lebih berhati-hati dalam menggunakan utang.

Berdasarkan penelitian terdahulu, dapat disimpulkan adanya hubungan langsung antara keberadaan anggota keluarga dalam dewan direksi dan utang di perusahaan keluarga. Perusahaan keluarga yang mengutamakan tujuan yang berpusat pada keluarga cenderung memanfaatkan sumber daya internal karena mereka berusaha menghindari pembiayaan melalui utang guna mengurangi risiko kehilangan kendali akibat pengawasan dari pihak kreditur (Schmid, 2013; Molly et al., 2019; Baixauli-Soler et al., 2021). Namun karena dana internal terbatas, perusahaan mungkin harus beralih ke sumber keuangan eksternal sehingga perusahaan keluarga akan meningkatkan utang dibandingkan menggunakan pembiayaan saham dengan tujuan mempertahankan kendali keluarga (Gottardo & Moisello 2019). Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini akan menguji hipotesis kedua sebagai berikut :

H2 : Keterlibatan keluarga dalam dewan direksi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pendanaan utang

Tahap Generasi dan Pendanaan Ekuitas

Tahap generasi dalam perusahaan keluarga merujuk pada fase dimana perusahaan dikelola oleh generasi yang berbeda, mulai dari pendiri (generasi pertama) hingga generasi penerus (generasi kedua dan seterusnya). Penelitian dari Koropp et al., (2014) terhadap 118 perusahaan keluarga di Jerman menunjukkan hasil yang signifikan, dimana normal keluarga atau sikap berpengaruh positif signifikan terhadap pendanaan ekuitas. Generasi pertama biasanya lebih emosional terhadap perusahaan. Hal ini

membuat mereka cenderung menghindari pendanaan ekuitas eksternal karena mereka ingin mempertahankan kontrol penuh atas perusahaan sebagai bagian dari warisan yang akan diturunkan kepada keluarga.

Ketika perusahaan beralih pada generasi kedua dan seterusnya, pendekatan terhadap ekuitas sering kali berubah oleh (Comino-Jurado et al., 2021). Generasi penerus cenderung lebih pragmatis dan berfokus pada efisiensi keuangan, sehingga mereka lebih terbuka terhadap pendanaan ekuitas jika hal tersebut diperlukan untuk mendukung pertumbuhan perusahaan (Molly et al., 2012). Hal ini terutama berlaku ketika perusahaan membutuhkan modal yang tinggi, dimana ekuitas dapat menjadi solusi yang lebih efektif dari pada utang.

Penelitian dari Samuel Baixauli-Soler et al., (2021) terhadap 420 perusahaan keluarga UKM swasta di Spanyol menggunakan metode regresi OLS dan menghasilkan temuan yang signifikan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa generasi kedua dan seterusnya lebih terbuka untuk berbagi kepemilikan dengan investor eksternal karena pertimbangan ekonomi mulai lebih diutamakan dibandingkan ikatan emosional terhadap perusahaan. Dengan demikian, tahap generasi memengaruhi orientasi strategis perusahaan keluarga terhadap pendanaan ekuitas, dimana generasi pertama cenderung konservatif sedangkan generasi kedua dan selanjutnya lebih fleksibel dan adaptif. Berdasarkan argumen ini, hipotesis ketiga adalah :

H3 : Tahap generasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pendanaan ekuitas

Tahap Generasi dan Pendanaan Utang

Ketika terjadi proses suksesi di perusahaan keluarga, segalanya bisa berubah karena perilaku anggota keluarga pada generasi berikutnya bisa berbeda karena penyebaran kepemilikan dan manajemen (García-Castro & Sharma, 2011). Penelitian dari Comino-Jurado et al., (2021) terhadap 8157 perusahaan keluarga di Spanyol menunjukkan hasil yang signifikan dimana tahap generasi berpengaruh signifikan terhadap utang. Penelitian ini menyatakan bahwa tingkat utang dapat meningkat setelah terjadi proses suksesi karena anggota keluarga yang tidak terlibat aktif dalam bisnis ingin meningkatkan utang dan mencoba menggunakannya sebagai mekanisme tata kelola dan menghindari oportunisme manajerial.

Sejalan dengan pendekatan terakhir, peneliti memperkirakan adanya dampak negatif tahap generasi terhadap tingkat utang perusahaan keluarga berdasarkan beberapa argumen. Pertama, Karena penyebaran kepemilikan lebih tinggi pada generasi kedua dan berikutnya, keinginan anggota keluarga untuk mempertahankan SEW menurun, dan mereka mungkin lebih bersedia mengizinkan masuknya anggota non-keluarga, sehingga meningkatkan ekuitas dengan mengorbankan utang. Kedua, Setelah suksesi perusahaan keluarga menjadi lebih menghindari risiko dan berusaha menghindari utang serta kesulitan untuk menghadapi konflik antar keluarga terkait pembagian tanggung jawab dan perbedaan visi (Arrondo-garcía et al., 2016). Terakhir, Generasi kedua dan selanjutnya tidak terlalu mengkhawatirkan pertumbuhan perusahaan melainkan menjaga kekayaan, sehingga mengurangi kebutuhan pendanaan eksternal. Berdasarkan argumen tersebut penelitian

ini akan menguji hipotesis keempat yaitu sebagai berikut :

H4 : Tahap generasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap pendanaan utang

METODE PENELITIAN

Penelitian ini meneliti perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2023 melalui web www.idx.co.id, serta situs resmi masing-masing perusahaan yang diteliti. Setelah dilakukan seleksi berdasarkan kriteria sampel, ditemukan sebanyak 78 perusahaan keluarga yang memenuhi kriteria sampel. Dengan periode pengamatan selama 5 tahun, maka jumlah observasi mencapai 390 sampel. Namun, dalam proses analisis data ditemukan adanya beberapa outlier yang berpotensi mengganggu hasil penelitian sehingga jumlah sampel akhir yang digunakan dalam penelitian ini menjadi 351 observasi. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi data panel menggunakan *evIEWS 13*.

Defenisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

a. Pendanaan Ekuitas (Y1)

$$\text{Equity to Assets Ratio} = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Total Aset}}$$

b. Pendanaan Utang (Y2)

$$\text{Debt to Assets Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Independen

a. Dewan Direksi

Dewan Direksi menggunakan *dummy*

1. Bernilai 1 jika lebih dari satu anggota keluarga dalam dewan
2. Bernilai 2 jika hanya satu anggota keluarga dalam dewan

b. Tahap Generasi

Tahap Generasi menggunakan *dummy*

1. Bernilai 1 ketika perusahaan berusia 25 tahun kebawah (generasi pertama)

2. Bernilai 2 ketika perusahaan berusia diatas 25 tahun hingga 50 tahun (generasi kedua)
3. Bernilai 3 ketika perusahaan berusia lebih dari 50 tahun (generasi ketiga)

Variabel Kontrol

a. *Firm Age*

F_{AGE} = Tahun saat ini - Tahun masa depan

b. Ukuran Perusahaan

Size = Ln (Total Aset)

TEKNIK ANALISIS DATA

Dalam penelitian ini, teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi data panel, dimana terdapat tiga model estimasi utama, yaitu *Common Effect Model (CEM)*, *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Untuk memilih model terbaik diantara ketiganya, dilakukan beberapa uji. Pertama, uji chow untuk menentukan apakah *Fixed Effect Model (FEM)* lebih baik dibandingkan *Common Effect Model (CEM)*. Kedua, uji hausman untuk membandingkan antara *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Ketiga, uji *Langrange Multiplier (LM)* untuk memilih antara *Random Effect Model (REM)* dan *Common Effect Model (CEM)*. Berdasarkan hasil uji tersebut, diperoleh bahwa *Fixed Effect Model (FEM)* merupakan model yang paling sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini, sehingga perlu dilakukan uji asumsi klasik multikolinearitas dan heteroskedasitas.

Pada penelitian ini, ada dua variabel dependen yaitu pendanaan ekuitas dan pendanaan utang. Adapun model persamaan regresi data panel yang

digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. $PE_{it} = \alpha + \beta 1DD_{it} + \beta 2TG_{it} + \beta 3AGE_{it} + \beta 4UP_{it} + \epsilon$

b. $PU_{it} = \alpha + \beta 1DD_{it} + \beta 2TG_{it} + \beta 3AGE_{it} + \beta 4UP_{it} + \epsilon$

Model persamaan regresi ini mendefenisikan PE sebagai Pendanaan Ekuitas dan PU sebagai Pendanaan Utang. Indeks i dan t masing-masing merujuk pada perusahaan ke-i pada periode waktu-t. Parameter α adalah konstanta dalam model, sedangkan β merupakan koefisien regresi dari variabel independen. DD adalah variabel yang menggambarkan Dewan Direksi, TG adalah variabel Tahap Generasi, AGE menunjukkan usia perusahaan (*Firm Age*) dan UP adalah variabel Ukuran Perusahaan. Sementara itu, ϵ adalah error term yang merepresentasikan faktor- faktor lain yang tidak tercakup dalam model.

Selanjutnya, dilakukan uji hipotesis meliputi *t-test* untuk mengetahui pengaruh masing- masing variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial, Uji F untuk melihat apakah semua variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara bersamaan, dan Koefisien Determinasi (R^2) untuk mengukur sejauh mana model dapat menjelaskan variasi pada variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Pemilihan Model Estimasi Regresi Data Panel

a. Uji Chow

Tabel 1. Hasil Uji Chow Pendanaan Ekuitas (Y1)

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	21.682792	(73,273)	0.0000

Cross-section Chi-square	672.734656	73	0.0000
--------------------------	------------	----	--------

Sumber : Eviews 13, Data diolah

Hasil *uji chow* pada model persamaan Pendanaan Ekuitas (Y1) menunjukkan bahwa nilai probabilitas cross section F sebesar 0,0000 yang berarti $< 0,05$ sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian, model yang paling tepat adalah *Fixed Effect Model (FEM)*.

Tabel 2. Hasil Uji Chow Pendanaan Utang (Y2)

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	27.043836	(73,273)	0.0000
Cross-section Chi-square	73.989.644	73	0.0000

Sumber : Eviews 13, Data diolah

Berdasarkan hasil *uji chow* pada model persamaan Pendanaan Utang (Y2), diperoleh nilai probabilitas cross section F sebesar $0,0000 < 0,05$. Hal ini mengindikasikan bahwa H_0 ditolak, sehingga model yang paling tepat digunakan adalah *Fixed Effect Model (FEM)*.

b. Uji Hausman

Tabel 3. Hasil Uji Hausman Pendanaan Ekuitas (Y1)

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	11.220.979	4	0,0242

Sumber : Eviews 13, Data diolah

Uji hausman untuk model persamaan Pendanaan Ekuitas (Y1) menghasilkan nilai probabilitas cross section random sebesar 0,0242 yang berarti $< 0,05$. Dengan demikian, H_0 ditolak dan model yang paling sesuai adalah *Fixed Effect Model (FEM)*.

Tabel 4. Hasil Uji Hausman Pendanaan Utang (Y2)

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.910.440	4	0,0420

Sumber : Eviews 13, Data diolah

Sementara itu, pada tabel 4 dapat dilihat bahwa *uji hausman* untuk model persamaan Pendanaan Utang (Y2), diperoleh nilai probabilitas cross section random sebesar 0,0420 yang artinya $< 0,05$. Kondisi ini menunjukkan H_0 ditolak, sehingga model yang paling tepat untuk digunakan adalah *Fixed Effect Model (FEM)*.

Uji Asumsi Klasik

Karena model yang terpilih adalah *Fandom Effect Model (FEM)*, maka perlu dilakukan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang diterapkan adalah uji multikolinieritas dan heteroskedasitas (Basuki dan Yuliadi, 2015).

a. Uji Multikolinieritas

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinieritas

	Dewan Direksi	Tahap Generasi	Firm Age	Ukuran Perusahaan
Dewan Direksi (X1)	1,000000	-0.134337	-0.144661	0.141540
Tahap Generasi (X2)	-0,13434	1,000000	0.792580	0.012226
Firm Age (K1)	-0,14466	0.792580	1,000000	-0.025480

Ukuran Perusahaan (K2)	0.141540	0.012226	-0,025480	1,000000
---------------------------	----------	----------	-----------	----------

Sumber : Eviews 13, Data diolah

Hasil uji multikolinearitas pada tabel 5 menunjukkan bahwa nilai korelasi antar variabel independen lebih kecil dari 0,80. Dengan demikian, dapat

disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah multikolinearitas diantara semua variabel independen.

b. Uji Heteroskedasitas

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedasitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.120260	0.113471	1,059825	0.2902
Dewan Direksi (X1)	0.042973	0.052161	0.823851	0.4107
Tahap Generasi (X2)	0.005661	0.016531	0.342432	0.7323
Firm Age (K1)	-0.000902	0.002757	0.327090	0.7439
Ukuran Perusahaan (K2)	-9.60E-15	5.02E-14	0.191145	0.8486

Sumber : Eviews 13, Data diolah

Berdasarkan tabel 6, hasil uji menyatakan nilai *probability* variabel independen lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak mengalami masalah heteroskedasitas.

Analisis Regresi Data Panel

a. Persamaan Regresi Data Panel

Pendanaan Ekuitas (Y1)

$$PE = 0,215143 - 0,032189 DD - 0,047722 TG + 0,012517 AGE - 2,510283 UP + e$$

Berdasarkan model persamaan diatas, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

1. Koefisien konstanta sebesar 0,215143 menunjukkan bahwa ketika seluruh variabel independen bernilai nol, pendanaan ekuitas (Y1) adalah sebesar 0,215143
2. Nilai koefisien regresi dewan direksi sebesar -0,032189 mengindikasikan bahwa setiap terjadi penambahan satu orang anggota keluarga dalam dewan direksi akan menurunkan pendanaan ekuitas (Y1) sebesar 0,032189

3. Nilai koefisien regresi tahap generasi sebesar -0,047722 yang berarti bahwa peningkatan 1 tahun dalam tahap generasi akan menyebabkan penurunan pendanaan ekuitas (Y1) sebesar 0,047722

4. Nilai koefisien regresi *firm age* sebesar 0,012517 menunjukkan bahwa setiap tambahan satu tahun usia perusahaan akan meningkatkan pendanaan ekuitas (Y1) sebesar 0,012517

5. Nilai koefisien regresi ukuran perusahaan sebesar -2,510283 mengartikan bahwa setiap kenaikan ukuran perusahaan sebesar 1 juta rupiah akan menurunkan pendanaan ekuitas (Y1) sebesar 2,510283

b. Persamaan Regresi Data Panel

Pendanaan Utang (Y2)

$$PU = 0,706627 + 0,026395 DD + 0,041554 TG - 0,009951 AGE + 1,904818 UP + e$$

Berdasarkan model persamaan diatas, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Koefisien konstanta sebesar 0,706627 menunjukkan bahwa apabila variabel

- independen bernilai nol, pendanaan utang (Y2) akan sebesar 0,706627
2. Koefisien regresi dewan direksi sebesar 0,026395 berarti bahwa setiap peningkatan satu orang anggota keluarga dalam dewan direksi akan menyebabkan peningkatan pendanaan utang (Y2) sebesar 0,026395
 3. Koefisien regresi tahap generasi sebesar 0,041554 menunjukkan bahwa setiap terjadi penambahan satu tahun dalam tahap generasi akan meningkatkan pendanaan utang (Y2) sebesar 0,041554
 4. Koefisien regresi *firm age* sebesar - 0,009951 mengindikasikan bahwa setiap penambahan satu tahun usia perusahaan akan mengurangi pendanaan utang (Y2) sebesar 0,009951
 5. Koefisien regresi ukuran perusahaan sebesar 1,904818 berarti bahwa setiap kenaikan ukuran perusahaan sebesar 1 juta rupiah akan meningkatkan pendanaan utang (Y2) sebesar 1,904818

Uji Hipotesis
a. Uji Parsial (t- test)

Tabel 7. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Deskripsi	t-Statistic	Prob.	Kesimpulan
H1	DD-> Ekuitas	-0,486091	0.6273	H1 Ditolak
H2	DD-> Utang	0.445176	0.6565	H2 Ditolak
H3	TG-> Ekuitas	2,273905	0,0237	H3 Diterima
H4	TG-> Utang	-2.211.365	0.0278	H4 Diterima

Sumber : Eviews 13, Data diolah

- Berdasarkan hasil uji hipotesis pada tabel 7, dapat disimpulkan bahwa :
1. Variabel keterlibatan keluarga dalam dewan direksi terhadap pendanaan ekuitas menunjukkan nilai probabilitas 0.6273 yang lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pendanaan ekuitas, sehingga H1 ditolak.
 2. Variabel keterlibatan keluarga dalam dewan direksi terhadap pendanaan utang memiliki nilai probabilitas 0.6565 yang lebih besar dari 0,05. Artinya, dewan direksi tidak mempengaruhi secara signifikan terhadap pendanaan utang, sehingga H2 ditolak.
 3. Variabel Tahap generasi terhadap pendanaan ekuitas menunjukkan nilai probabilitas 0.0237 yang lebih kecil dari 0,05. Ini berarti tahap generasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pendanaan ekuitas, sehingga H3 diterima.
 4. Variabel Tahap generasi terhadap pendanaan utang memiliki nilai probabilitas 0.0278 yang lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, tahap generasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap pendanaan utang yang artinya H4 diterima.

b. Uji Simultan (Uji F)

Tabel 8. Hasil Uji Uji F

Model	F-statistic	Prob (F-Statistiic)
Ekuitas (Y1)	22,09332	0,000000
Utang (Y2)	27,74119	0,000000

Sumber : Eviews 13, Data diolah

- Dari tabel 8, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas F-statistic untuk model pendanaan ekuitas (Y1) dan pendanaan utang (Y2) adalah 0,00000 yang berarti lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa

variabel independen secara bersamaan mempengaruhi variabel dependen

pendanaan ekuitas (Y1) maupun variabel dependen pendanaan utang (Y2).

c. Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 9. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R-squared	Adjusted R-squared
Ekuitas (Y1)	0.861715	0.822712
Utang (Y2)	0.886678	0.854716

Sumber : *Eviews 13, Data diolah*

Dapat dilihat dari tabel 9 bahwa *Adjusted R-squared* pada model pendanaan ekuitas (Y1) adalah 0,822712 yang menunjukkan bahwa variabel independen dalam model ini dapat menjelaskan sebesar 82,27% variasi pada variabel dependen. Sementara itu, sisanya 17,73% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini. Untuk model pendanaan utang (Y2) *Adjusted R-squared* sebesar 0,854716 mengindikasikan bahwa variabel independen dalam model dapat menjelaskan 85,47% variasi pada pendanaan utang (Y2).

Pembahasan

Dewan Direksi dan Pendanaan Ekuitas

Hasil analisis data statistik menunjukkan bahwa keterlibatan keluarga dalam dewan direksi tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pendanaan ekuitas. Hal ini mengarah pada pemahaman bahwa kehadiran anggota keluarga dalam dewan direksi tidak secara langsung mempengaruhi keputusan terkait pendanaan ekuitas perusahaan. Perusahaan keluarga cenderung untuk mempertahankan sumber pendanaan yang paling sesuai dengan kebutuhan operasional mereka.

Teori *Stewardship* menyatakan bahwa manajer perusahaan bertindak sebagai pelayan (*stewards*) yang lebih mengutamakan kepentingan perusahaan dibandingkan kepentingan pribadi. Oleh

karena itu, meskipun anggota keluarga terlibat dalam dewan direksi, keputusan terkait pendanaan ekuitas lebih dipengaruhi oleh tujuan bisnis jangka panjang dan keberlanjutan hidup perusahaan, sehingga keberadaan anggota keluarga dalam dewan direksi tidak menentukan secara langsung pilihan pendanaan ekuitas.

Temuan penelitian ini konsisten dengan studi yang telah dilakukan oleh Koropp et al., (2014) yang menyatakan bahwa keterlibatan keluarga dalam dewan direksi tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan ekuitas. Pengaruh tidak signifikan ini mengindikasikan bahwa anggota keluarga yang terlibat dalam dewan direksi bukanlah faktor utama yang mempengaruhi keputusan pendanaan ekuitas pada perusahaan keluarga. Hal ini mungkin disebabkan oleh adanya faktor lain yang turut berperan, seperti norma keluarga, sikap dewan, intervensi dari investor serta kebutuhan internal perusahaan yang lebih mempengaruhi perusahaan dalam menentukan keputusan pendanaan ekuitas (Kupp et al., 2019).

Dewan Direksi dan Pendanaan Utang

Hasil analisis statistik menunjukkan bahwa keterlibatan keluarga dalam dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan utang. Temuan ini menjelaskan bahwa anggota keluarga yang terlibat dalam dewan direksi tidak

mempengaruhi secara langsung keputusan pendanaan utang perusahaan.

Dari perspektif *Contingency theory*, tidak ada pendekatan universal yang terbaik dalam manajemen atau pengambilan keputusan karena efektivitasnya bergantung pada kondisi eksternal dan internal yang dihadapi oleh perusahaan. Dalam hal ini, keputusan terkait pendanaan utang lebih dipengaruhi oleh faktor eksternal, seperti kondisi pasar keuangan, tingkat suku bunga dan regulasi yang berlaku. Selain itu, faktor internal seperti arus kas, profitabilitas dan strategi pertumbuhan perusahaan juga memainkan peran yang lebih besar dalam menentukan pilihan pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan

Temuan penelitian ini mendukung temuan dari López-Delgado & Diéguez-Soto, (2020) yang menunjukkan anggota keluarga yang terlibat dalam dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan pada keputusan pendanaan utang di perusahaan keluarga swasta Spanyol, terutama ketika adanya jumlah direktur perempuan dalam dewan direksi tidak mencukupi. Ketidaksignifikanan ini menunjukkan bahwa anggota keluarga yang terlibat dalam dewan direksi bukan faktor utama yang mempengaruhi keputusan pendanaan utang pada perusahaan keluarga. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh adanya faktor lain, seperti gender dalam dewan direksi yang mengelola perusahaan (López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020), atau faktor internal seperti profitabilitas dan usia perusahaan.

Tahap Generasi dan Pendanaan Ekuitas

Hasil uji parsial menunjukkan bahwa tahap generasi memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pendanaan ekuitas. Ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi generasi yang

sedang memegang kendali perusahaan, maka semakin besar kemungkinan mereka untuk memilih pendanaan ekuitas. Berdasarkan *agency theory*, konflik keagenan dapat diminimalkan dalam perusahaan keluarga karena kepemilikan berada ditangan anggota keluarga. Seiring bertambahnya usia perusahaan, perusahaan keluarga cenderung lebih berpengalaman, memiliki reputasi yang lebih kuat, serta akses yang lebih baik ke investor dan akumulasi aset yang lebih besar, yang meningkatkan kepercayaan diri mereka dalam menggunakan pendanaan ekuitas.

Temuan dalam penelitian ini sejalan dengan studi yang telah dilakukan oleh Comino-Jurado et al., (2021) yang menjelaskan bahwa ketika perusahaan beralih ke generasi kedua dan seterusnya, maka perusahaan lebih terbuka terhadap keputusan pendanaan ekuitas. Data yang diperoleh peneliti dari perusahaan keluarga yang ada di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan keluarga telah dikelola oleh generasi kedua dan ketiga, sementara sisanya masih berada pada tahap generasi pertama. Temuan ini memperkuat pernyataan terkait tahap generasi yang sedang mengelola perusahaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pendanaan ekuitas karena mayoritas perusahaan keluarga di Indonesia saat ini dikelola oleh generasi kedua.

Tahap Generasi dan Pendanaan Utang

Hasil uji hipotesis menyatakan bahwa tahap generasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap utang. Hasil tersebut menjelaskan bahwa semakin tinggi tahap generasi yang mengelola perusahaan, semakin kecil kecenderungan mereka untuk menggunakan pendanaan utang. Generasi kedua dan seterusnya lebih

menghindari utang karena tingginya utang dapat mengakibatkan risiko kebangkrutan jika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban pembayaran utangnya.

Dalam perspektif *agency theory*, pada tahap awal generasi perusahaan keluarga cenderung lebih mengandalkan utang sebagai sumber pendanaan karena tidak terbuka pada investor luar yang dapat mengurangi kontrol mereka atas perusahaan. Namun, seiring bertambahnya usia perusahaan dan beralih ke generasi selanjutnya perusahaan menjadi lebih memilih untuk menghindari utang guna menghindari tekanan kreditur serta mengurangi risiko kebangkrutan (Comino-Jurado et al., 2021)

Temuan penelitian dari Samuel Baixauli-Soler et al., (2021) dan Comino-Jurado et al., (2021) mendukung hasil penelitian ini, yaitu ketika perusahaan memasuki tahap generasi kedua dan berikutnya, mereka akan lebih menghindari dalam mengambil keputusan mengenai pendanaan utang. Dari hasil data yang diperoleh oleh peneliti mayoritas perusahaan keluarga dikelola oleh generasi kedua dan ketiga, Hal ini memperkuat hasil penelitian yang menyatakan bahwa tahap generasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap pendanaan utang karena sebagian besar perusahaan berada pada tahap generasi kedua dan ketiga sehingga lebih menghindari penggunaan utang sebagai sumber pendanaan.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dikemukakan, kesimpulan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Keterlibatan keluarga dalam Dewan direksi tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap keputusan

pendanaan ekuitas pada perusahaan keluarga di Indonesia

2. Keterlibatan keluarga dalam Dewan direksi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan utang pada perusahaan keluarga di Indonesia
3. Tahap generasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan ekuitas pada perusahaan keluarga di Indonesia
4. Tahap generasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan utang pada perusahaan keluarga di Indonesia

Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini, disarankan agar penelitian selanjutnya mempertimbangkan variabel independen lain yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan ekuitas dan utang pada perusahaan keluarga. Selain itu, penelitian di masa depan dapat mempertimbangkan perancangan dan pengiriman kuisioner sebagai metode pengumpulan data secara langsung sebagai data sumber heterogenitas generasi yang sedang mengelola perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Acedo-Ramírez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martínez, E. (2017). Determinants of capital structure: Family businesses versus non-family firms. *Finance a Uver - Czech. Journal of Economics and Finance*, 67(2), 80–103.
- Agus Tri Basuki dan Imamuddin Yuliadi. (2015). *Ekonometrika Teori & Aplikasi*. Mitra Pustaka Nurani.
- Arrondo-garcía, R., Fernández-méndez, C., & Menéndez-requejo, S. (2016). *Translated by Google Jurnal Strategi Bisnis Keluarga*

- Pertumbuhan dan kinerja bisnis keluarga selama krisis keuangan global: Peran generasi dalam pengendalian.*
- Bacci, S., Cirillo, A., Mussolino, D., & Terzani, S. (2018). The influence of family ownership dispersion on debt level in privately held firms. *Small Business Economics*, 51(3), 557–576.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11187-017-9930-2>
- Belda-Ruiz, M., Sánchez-Marín, G., & Baixauli-Soler, J. S. (2021). Influence of family-centered goals on dividend policy in family firms: A socioemotional wealth approach. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 18(4), 1503–1526.
<https://doi.org/10.1007/s11365-021-00741-x>
- Blanco-Mazagatos, V., De Quevedo-Puente, E., & Delgado-García, J. B. (2018). Human resource practices and organizational human capital in the family firm: The effect of generational stage. *Journal of Business Research*, 84, 337–348.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.09.017>
- Buachoom, W. (2018). *How do board structures of Thai firms influence on different quantile levels of firm performance?* 157–189.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1108/s2514-46502018000006004>
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Kellermanns, F., & Wu, Z. (2011). Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 472–488.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.11.002>
- Comino-Jurado, M., Sánchez-Andújar, S., & Parrado-Martínez, P. (2021). Reassessing debt-financing decisions in family firms: Family involvement on the board of directors and generational stage. *Journal of Business Research*, 135, 426–435.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.06.060>
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W., & Mahto, R. V. (2018). Governance as a Source of Family Firm Heterogeneity. *Journal of Business Research*, 84, 293–300.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.12.041>
- Elshabyta Auditya Bintarto, Mohammad Nasih, Imran Haider, I. H. and F. K. G. P. (2022). Managerial compensation, family firms and firms' innovation: evidence from Indonesia. *Journal of Managerial an Financial Accounting*, 14(1), 35–55.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1504/IJMFA.2022.120936>
- García-Castro, R., & Sharma, P. (2011). Family involvement-firm performance link: Winning configurations Revealed by settheoretic Methods. *Universia Business Review*, 32.
- García-Ramos, R., Díaz-Díaz, B., & García-Olalla, M. (2017). Independent directors, large shareholders and firm performance: The generational stage of family businesses and the socioemotional wealth approach. *Review of Managerial Science*, 11(1), 119–156.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11846-015-0182-8>
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & de Castro, J. (2011). The Bind that ties: Socioemotional

- wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653–707. <https://doi.org/10.1080/19416520.2011.593320>
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308–2320. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.03.014>
- Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2019). *Family control and capital structure choices. In Capital Structure, Earnings Management, and Risk of Financial Distress*. 13–40.
- Jensen, M.C. and Meckling, W. H. (1976). (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial Decision Making in Family Firms: An Adaptation of the Theory of Planned Behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307–327. <https://doi.org/10.1177/0894486514522483>
- Kupp, M., Schmitz, B., & Habel, J. (2019). When do family firms consider issuing external equity? Understanding the contingent role of families' need for control. *Journal of Family Business Management*, 9(3), 271–296. <https://doi.org/10.1108/JFBM-08-2018-0021>
- López-Delgado, P., & Diéguez-Soto, J. (2020). Indebtedness in family-managed firms: the moderating role of female directors on the board. In *Review of Managerial Science* (Vol. 14, Issue 4). Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0307-y>
- Michiels, A., & Molly, V. (2017). Financing Decisions in Family Businesses: A Review and Suggestions for Developing the Field. *Family Business Review*, 30(4), 369–399. <https://doi.org/10.1177/0894486517736958>
- Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*, 23(2), 131–147. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/0894486510365062>
- Molly, V., Laveren, E., & Jorissen, A. (2012). Intergenerational Differences in Family Firms: Impact on Capital Structure and Growth Behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(4), 703–725. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00429.x>
- Molly, V., Uhlaner, L. M., De Massis, A., & Laveren, E. (2019). Family-centered goals, family board representation, and debt financing. *Small Business Economics*, 53(1), 269–286. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0058-9>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Poutziouris. (2011). Financial structure and profitability in family-owned businesses: Evidence from the UK economy. *University Business Review*, 32(70).

Samuel Baixauli-Soler, J., Belda-Ruiz, M., & Sánchez-Marín, G. (2021). Socioemotional wealth and financial decisions in private family SMEs. *Journal of Business Research*, 123(June 2020), 657–668.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.10.022>

Sciascia, S., Mazzola, P., & Kellermanns, F. W. (2014). Family management and profitability in private family-owned firms: Introducing generational stage and the socioemotional wealth perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 131–137.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.001>