



Institutionen för ekonomi och IT
Avdelningen för företagsekonomi

Kandidatuppsats, 15 hp i företagsekonomi med inriktning redovisning

Konkursprediktion

En jämförelse mellan Altmans Z' -score och revisorns samt ledningens signalering

Kursens namn: EXC517
Vårterminen 2025

Författare: Mirjam Kela
Författare: Evelina Eriksson

Handledare: Eva Johansson
Examinator: Stefan Hellman

Förord

Detta examensarbete markerar slutet på en viktig resa för oss, och vi vill med stor värme rikta vårt tack till alla som har funnits med längs vägen och gjort detta möjligt.

Först och främst ett innerligt tack till vår handledare Eva Johansson, samt bihandledare Helen Holmgren och Annika Larsson. Ert engagemang, klokhet och kunskap har betytt oerhört mycket för oss. Ni har inte bara varit vägledare i arbetet, utan också ett tryggt stöd när vi har tvivlat eller kört fast. Tack för att ni alltid tagit er tid, lyssnat och delat med er av all er kunskap.

Ett stort tack till våra opponenter, som med sina kloka synpunkter och konstruktiva kommentarer hjälpt oss att se vårt arbete med nya ögon. Er feedback har verkligen gjort skillnad.

Slutligen vill vi tacka våra familjer, vänner och alla andra som stöttat och hjälpt oss både i arbetet och under utbildningen. Tack för att ni har hejat på oss, lyssnat, peppat och trott på oss även när vi själva tvivlat. Ert stöd har varit ovärderligt.

Avslutningsvis vill vi tacka alla som på något sätt har stöttat oss under arbetets och utbildningens gång. Tack för att ni varit en del av vår resa!

Sammanfattning

Författare: Mirjam Kela och Evelina Eriksson

Kurs: EXC517, Examensarbete i företagsekonomi, kandidatexamen, inriktning redovisning, 15 hp

Termin: Vårtermin 2025

Handledare: Eva Johansson

Examinator: Stefan Hellman

Titel: Konkursprediktion - En jämförelse mellan Altmans Z' -score och revisorns samt ledningens signalering

I takt med att antalet företagskonkurser ökar i Sverige växer behovet av effektiva verktyg för att identifiera finansiellt utsatta företag. Denna studie undersöker hur väl konkursprediktionsmodellen Altman Z' -score överensstämmer med signaler om fortsatt drift i företags årsredovisningar, särskilt genom företagsledningens uttalanden i förvaltningsberättelsen och revisorns bedömningar i revisionsberättelsen. Studien bygger på en kvalitativ innehållsanalys av 60 svenska tillverkningsföretag som försattes i konkurs under perioden april 2024 till april 2025. Genom att kombinera kvantitativa data från Z' -score-modellen med tolkning av kvalitativa uttalanden om fortsatt drift, analyseras i vilken grad dessa informationskällor ger samstämmiga signaler om konkursrisk. Resultatet visar att Z' -score-modellen är den indikator som oftast identifierar risk i ett tidigt skede, men att dess träffsäkerhet förbättras väsentligt när den kombineras med revisorns och ledningens bedömningar. Endast i 35 % av fallen samstämde samtliga tre indikatorer om hög risk, och i 13 % om låg risk. I övriga fall fanns betydande skillnader i hur risk uttrycktes. Studien visar att ingen enskild metod är tillräcklig för att på egen hand förutsäga konkurs med hög precision. Däremot ger en kombinerad analysmodell, där kvantitativa och kvalitativa indikatorer vägs samman, en mer tillförlitlig helhetsbild av ett företags finansiella hälsa. Resultatet är av värde för bland annat investerare, revisorer och beslutsfattare som arbetar med finansiell riskbedömning.

Nyckelord: konkursprediktion, Altman Z' -score, fortsatt drift, årsredovisning, tillverkningsföretag, revision, förvaltningsberättelse, finansiell analys.

Abstract

Authors: Mirjam Kela and Evelina Eriksson

Course: EXC517, Degree project, Business Administration, Bachelor, Accounting, 15 HE Credits.

Semester: Spring 2025

Supervisor: Eva Johansson

Examiner: Stefan Hellman

As the number of corporate bankruptcies increases in Sweden, the need for effective tools to identify financially distressed companies is growing. This study examines how well the bankruptcy prediction model Altman Z'-score aligns with going concern signals in companies' annual reports, particularly through management statements in the directors' report and auditors' assessments in the audit report. The study is based on a qualitative content analysis of 60 Swedish manufacturing companies that went bankrupt between April 2024 and April 2025. By combining quantitative data from the Z'-score model with interpretations of qualitative statements regarding going concern, an analysis is conducted on the extent to which these sources provide consistent signals regarding bankruptcy risk. The results show that the Z'-score model is the indicator that most frequently identifies risk at an early stage, but its accuracy improves significantly when combined with the assessments of auditors and management. In only 35% of the cases did all three indicators agree on high risk, and in 13% on low risk. In the remaining cases, there were significant differences in how risk was expressed. The study demonstrates that no single method is sufficient to predict bankruptcy with high precision on its own. However, a combined analytical model where quantitative and qualitative indicators are integrated provides a more reliable overall picture of a company's financial health. The results are valuable for investors, auditors, and decision makers involved in financial risk assessment.

Keywords: bankruptcy prediction, Altman Z' score, going concern, annual report, manufacturing company, audit, management report, financial analysis

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Syfte	3
1.4 Forskningsfrågor	3
2. Teoretisk referensram	4
2.1 Konkursprediktion	4
2.1.1 <i>Altmans tre Z-score-modeller</i>	5
2.1.2 <i>Icke finansiella nyckeltal</i>	7
2.2 Fortlevnadsprincipen	7
2.2.1 <i>Förvaltningsberättelser</i>	8
2.2.2 <i>Revisionsberättelser</i>	9
2.2.3 <i>Skillnaden mellan varning om fortsatt drift i förvaltningsberättelsen och revisionsberättelsen</i>	10
2.3 Försenade skatteinbetalningar	11
2.4 Användare av konkursprediktion	11
2.5 Branschspecifika faktorer /tillverkning	12
2.6 Samhällsfaktorernas påverkan på konkurser	13
2.7 Teoretisk diskussion och analysmodell	14
2.7.1 <i>Analysmodell</i>	15
3. Metod	17
3.1 Vetenskapligt synsätt och undersökningsansats	17
3.2 Datainsamling	18
3.2.1 <i>Urval</i>	18
3.2.2 <i>Granskning genomförande</i>	19
3.3 Forskningsetiska principer	20
3.4 Analysmetoder	20
3.5 Källkritik	22
3.6 Tillförlitlighet och trovärdighet	23
4. Empiri	25
4.1 Altmans Z'-score	25
4.2 Förvaltningsberättelse	26
4.2.1 <i>Teman</i>	27
4.3 Revisionsberättelse	29
4.4 Sammanställning till analysmodell	31
4.5 Ej förväntade empiriska data	33

4.5.1 Företag med låg risk för konkurs.....	33
4.5.2 Revisionspliktiga företag utan revision	34
4.5.2 Ej revisionspliktiga företag.....	35
5. Analys	36
5.1 Altman Z'-score	36
5.2 Förvaltningsberättelsens signaler	37
5.3 Revisorns roll och signaler	38
5.4 Samstämmighet mellan Z'-score, förvaltnings- och revisionsberättelse	39
5.4.1 Olika typer av varningssignaler från indikatorerna	40
5.5 Ej förväntade empiriska data	41
5.5.1 Företag med låg risk för konkurs.....	41
5.5.2 Revisionspliktiga företag utan revision	42
5.5.3 Ej revisionspliktiga företag.....	43
5.5.4 Återhållsamma revisionsuttalanden.....	44
6. Slutsats.....	45
6.1 Slutsats och diskussion	45
6.2 Studiens begränsningar	46
6.3 Förslag till fortsatt forskning.....	47
Referenser	48
Bilagor	I
Bilaga 1. Granskningsschema.....	I
Bilaga 2. Retriever Business sökfilter	II
Bilaga 3. Business Source Complete sökfilter.....	III
Bilaga 4. Litteraturgenomgång	IV
Bilaga 5. Utökat granskningsschema.....	V
Bilaga 6. Författarens individuella bidrag och delaktighet.....	VI

Figurförteckning

Figur 1 Analysmodell.....	15
Figur 2 Altman Z'-score uppdelad på risk	25
Figur 3 Altman Z'-score sammanslagen risk	26
Figur 4 Förvaltningsberättelse uppdelad	26
Figur 5 Förvaltningsberättelse sammanslagen	27
Figur 6 Fullständig revisionsberättelse	29
Figur 7 Justerad revisionsberättelse	31
Figur 8 Resultat analysmodell.....	33

Tabellförteckning

Tabell 1 Altman Z-score modeller	5
Tabell 2 Z'-scores fem nyckeltal.....	5
Tabell 3 Teman och riskbedömning.....	27
Tabell 4 Riskbedömning revisionsberättelse.....	30
Tabell 5 Sammanställning av analysmodell.....	32
Tabell 6 Företag med låg risk för konkurs	34
Tabell 7 Företag med revisionsplikt.....	34
Tabell 8 Företag utan revisionsplikt.....	35

1. Inledning

Bakgrundsavsnittet visar att konkurser är något som händer regelbundet, men som ofta får stora negativa följder för både företag, individer och samhället. Här lyfts det fram att konkurser är ett problem på flera nivåer och att det därför är önskvärt att kunna upptäcka och förebygga dem i tid.

1.1 Bakgrund

Företagskonkurser utgör ett återkommande och komplext problem med betydande konsekvenser för såväl enskilda aktörer som samhällsekonomin. En konkurs uppstår när ett företag inte längre kan uppfylla sina ekonomiska åtaganden och tvingas upphöra med sin verksamhet. Detta påverkar ett brett spektrum av intressenter: anställda förlorar sina arbeten, leverantörer och kunder kan gå miste om betalningar och leveranser, medan investerare och ägare riskerar omfattande ekonomiska förluster. På ett bredare plan kan konkurser också bidra till minskade skatteintäkter, ökad belastning på socialförsäkringssystemet samt försämrad ekonomisk tillväxt och stabilitet (Bragoli m.fl., 2022).

Även om konkurser i viss utsträckning är ett naturligt inslag i en fungerande marknadsekonomi där konkurrens, innovation och strukturell omvandling är drivkrafter kan en hög konkursfrekvens vara ett tecken på djupare problem. Det kan röra sig om exempelvis svag efterfrågan, bristande anpassningsförmåga eller ineffektiv resursfördelning. Dessutom får konkurser ofta sociala följder i form av arbetslöshet, ekonomisk utsatthet och regionala obalanser. Av dessa skäl är det ur ett samhällsperspektiv angeläget att, i den mån det är möjligt, förhindra konkurser särskilt sådana som hade kunnat förutses och förebyggas med rätt verktyg (Chiosea & Hategan, 2024; Ivanova m.fl. 2024).

Den ekonomiska utvecklingen under 2020-talet har tydligt visat hur yttre faktorer som konjunkturedgångar och kostnadsökningar påverkar företags överlevnadsförmåga. I Sverige ökade antalet konkurser kraftigt under denna period. Enligt statistik från Tillväxtanalys (2025) försattes 10 762 företag i konkurs under 2024, vilket är den högsta nivån sedan 1996. Denna utveckling kan bland annat kopplas till högre räntekostnader, långvarig inflation samt osäker efterfrågan i en instabil marknad (Konjunkturinstitutet, 2023; Tillväxtanalys, 2025).

Mot bakgrund av detta har behovet ökat för att i god tid identifiera företag som befinner sig i finansiell riskzon. Ett viktigt verktyg i detta förebyggande arbete är det ansvar som företagsledningar och revisorer har att informera om företagets framtidsutsikter. Enligt årsredovisningslagen (ÅRL) och internationella revisionsstandarder finns krav på att företag i sina årsredovisningar ska utgå från antagandet om fortsatt drift den så kallade fortlevnadsprincipen såvida det inte finns välgrundad osäkerhet om detta (2 kap. 3a och 4 §§ ÅRL; ISA 570). Företagsledningen ska enligt 6 kap. 1 § tredje stycket ÅRL redogöra för väsentliga risker och osäkerhetsfaktorer i förvaltningsberättelsen. Revisorn har sedan till uppgift att pröva denna bedömning och, vid tvivel om företagets fortlevnad, upplysa om detta i revisionsberättelsen (ISA 570 p. 6 och 9a).

Trots dessa regler visar forskning att uttalanden om fortsatt drift inte alltid är tillräckliga för att i tid varna för konkurs. Både ledningens och revisorns information kan vara bristfällig eller för sent kommunicerad, vilket ökar risken för att externa aktörer inte hinner reagera i tid (Alexeyeva & Sundgren, 2022). Därför finns ett växande behov av att utveckla tillförlitliga metoder för att förutse konkurser och därmed minska de negativa effekterna såväl ekonomiskt som socialt. Effektiva prediktionsmetoder kan bidra till att stärka både företagens överlevnadsförmåga och samhällets motståndskraft mot finansiella kriser (Altman m.fl., 2017; Abid m.fl., 2022).

1.2 Problemdiskussion

Ett sätt att försöka minska de negativa effekterna av företagskonkurser är att i förväg identifiera vilka företag som befinner sig i ekonomisk riskzon. Detta kallas konkursprediktion och innebär att man med hjälp av olika indikatorer försöker förutse sannolikheten för att ett företag ska hamna i konkurs. Sådan information är central för många aktörer exempelvis investerare, långgivare och myndigheter men också för företagets egna beslutsfattare, som behöver fatta strategiska beslut i tid (Altman m.fl., 2017).

Inom konkursprediktion finns framför allt två olika metoder: kvantitativa modeller och kvalitativa bedömningar. De kvantitativa modellerna, såsom Altman Z-score, använder finansiella nyckeltal för att bedöma ett företags ekonomiska hälsa. Denna modell, ursprungligen utvecklad 1968, är ett av de mest etablerade verktygen för att statistiskt identifiera konkursrisk (Altman m.fl., 2017). Fördelen med sådana modeller är att de bygger på siffror och fakta, vilket gör att bedömningen blir mer neutral och mindre beroende av personliga åsikter och tolkningar.

Samtidigt finns det skäl att rikta kritisk uppmärksamhet mot etablerade kvantitativa modeller såsom Altman Z-score. Trots att modellen länge använts inom konkursprediktion, har den visat begränsningar i sin förmåga att anpassa sig till olika branscher, länder och ekonomiska förutsättningar (Karas & Reznakova, 2017; Mukhopadhyay & Bhattacharya, 2024). Z-score-modellen bygger på fasta nyckeltal från en viss typ av företag i en specifik tid, och tar inte hänsyn till faktorer som konjunktur, räntenivåer eller redovisningspraxis, vilket kan leda till felaktiga slutsatser i dagens mer komplexa företagsmiljö (Altman m.fl., 2017). Detta visar att det inte är tillräckligt att förutse konkurser med enbart denna modell.

Även företagsledningens och revisorns uttalanden spelar en viktig roll i bedömningen av konkursrisk. Enligt ÅRL ska ledningen i förvaltningsberättelsen informera om väsentliga risker och osäkerheter, medan revisorn enligt revisionsstandarden ISA 570 har ett ansvar att granska dessa bedömningar och vid behov kommentera företagets möjlighet till fortsatt drift. Detta är en del av det som kallas fortlevnadsprincipen. Men trots detta visar tidigare forskning att dessa uttalanden inte alltid är tillräckligt tydliga eller tillförlitliga som varningssignaler (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

I denna studie används begreppet konkursprediktion för att omfatta både dessa kvalitativa uttalanden och kvantitativa modeller. Forskning visar att dessa två tillvägagångssätt ofta behandlas separat. Den ena forskningslinjen fokuserar på texter och uttalanden från revisorer

och företagsledare (Visvanathan, 2021), medan den andra bygger på analys av finansiella data med hjälp av statistiska eller maskininlärningsbaserade metoder (Abid m.fl., 2022; Bragoli m.fl., 2022).

Problemet är att det saknas tidigare studier med kunskap om hur väl dessa olika metoder samstämmer med varandra. Det är inte ovanligt att revisorns bedömning pekar i en riktning, medan en statistisk modell pekar i en annan. Sådana motsägelser kan skapa osäkerhet hos externa aktörer som försöker tolka företagets ekonomiska ställning. Det gäller särskilt i en svensk kontext, där regleringen ser annorlunda ut jämfört med många internationella sammanhang, och inom specifika branscher såsom tillverkningsindustrin, där företagsstrukturer kan vara komplexa. Mot denna bakgrund uppstår behovet av att undersöka hur väl de kvalitativa och kvantitativa metoderna faktiskt överensstämmer och i förlängningen, om någon metod är mer träffsäker.

Alexeyeva och Sundgren (2022) visar exempelvis att revisorns uttalanden i vissa fall har bättre samband med faktisk konkurs än vad ledningens gör, men att båda informationskällor har sina begränsningar. Visvanathan (2021) argumenterar för att kombinationen av finansiella data och textbaserad information skulle kunna öka prediktionens tillförlitlighet. Även Abid m.fl. (2022) och Bragoli m.fl. (2022) betonar att mer avancerade, datadrivna metoder ofta ger bättre resultat särskilt när flera olika variabler inkluderas.

Mot denna bakgrund blir det särskilt viktigt att undersöka hur olika informationskällor både finansiella och kvalitativa kan kombineras för att om möjligt öka träffsäkerheten i konkursprediktion. Genom att förstå om modellerna samstämmer eller skiljer sig åt, kan vi bidra till en mer tillförlitlig analys av konkursrisk som gynnar såväl företag som externa intressenter.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att öka kunskapen om i vilken utsträckning företagsledningens och revisorns uttalanden om fortsatt drift överensstämmer med den kvantitativa bedömningen av konkursrisk enligt Altman Z' -score.

1.4 Forskningsfrågor

- I vilken utsträckning överensstämmer konkursprediktionsmodellen Z' -score med företagsledningens och revisorns uttalande om fortsatt drift i årsredovisningen för företag som senare inlett konkurs?
- Hur träffsäkra är konkursprediktionsmodell Z' -score, förvaltningsberättelsen och revisionsberättelsen i samverkan i förhållande till de empiriska konkursutbrotten i tillverkningsföretag?

2. Teoretisk referensram

I denna teoretiska referensram presenteras centrala begrepp och modeller som ligger till grund för studien. Syftet med avsnittet är att ge en fördjupad förståelse för de teoretiska perspektiv som används för att analysera konkursrisk, samt att förklara hur dessa kopplas till studiens övergripande syfte att undersöka om Altman Z'-score-modellen stämmer överens med ledningens och revisorns uttalanden om fortsatt drift.

Avsnittet inleds med en översikt över forskning inom konkursprediktion, inklusive Altmans Z'-score och dess utveckling, samt relevansen av att inkludera både finansiella och icke-finansiella variabler. Därefter följer en genomgång av principen om fortlevnadsprincipen, med fokus på hur denna hanteras i förvaltningsberättelser och revisionsberättelser. Dessa delar skapar en teoretisk grund för att analysera om och hur olika informationskällor ger samstämmiga signaler eller inte inom studiens huvudområde för att förutse risk för konkurs.

2.1 Konkursprediktion

Sedan den första modellen för konkursprediktion togs fram på 1960-talet, har det varit ett område som intresserat många vilket också syns i forskningen då modellerna blivit många och har utvecklats, förändrats och testats. Förklaringen till denna utveckling är att många, däribland ägare, långgivare, leverantörer, kunder och myndigheter, har intresse av att utforma en enda modell som med stor träffsäkerhet tidigt kan förutspå en konkurs eller ekonomiska svårigheter (Sun m.fl., 2014). En modell som på ett tillförlitligt sätt kan förutse konkurser kan vara mycket värdefull för företag. Den kan inte bara hjälpa investerare och långgivare att upptäcka företag med hög risk för konkurs och därmed undvika förluster, utan också vara ett stöd för företagsledare och ägare att tidigt se varningssignaler och sätta in åtgärder för att försöka förhindra en konkurs (Youn & Gu, 2010). Forskning visar att konkursprediktionsmodeller ofta ger hög träffsäkerhet när det gäller att förutse konkurser på kort sikt, vanligtvis upp till två år. Detta gäller särskilt modeller som enbart baseras på finansiella nyckeltal (Altman m.fl., 2016).

Att välja rätt modell för att förutsäga konkurs är mycket viktigt, eftersom modellens träffsäkerhet kan variera beroende på vilken typ av företag den används på. En modell som fungerar bra i ett land eller en viss bransch kanske inte ger tillförlitliga resultat i ett annat sammanhang. Detta beror bland annat på att företag skiljer sig åt när det gäller ekonomi, struktur och verksamhetsområde. Om detta inte görs finns en risk att felaktiga bedömningar av konkursrisk uppstår. (Karas & Reznakova, 2017).

Den första modellen för konkursprediktion anses vara det univariata tillvägagångssättet, där en variabel i taget analyseras. Denna metod introducerades av Beaver år 1966. Kort därefter utvecklade Altman (1968) en multivariat modell, där flera finansiella variabler kombineras för att förutsäga konkursrisk, en metod som kom att få stort genomslag. Sedan dess har forskningen inom området fortsatt att utvecklas. Ett stort antal modeller har tillkommit, ofta med förnyade versioner av tidigare metoder, införandet av icke-finansiella variabler samt tillämpning av mer

avancerade tekniker såsom maskininlärning, AI och moderna riskmodeller (Altman m.fl., 2016).

2.1.1 Altmans tre Z-score-modeller

Altman Z-score är modell som används för att bedöma risken att ett företag ska gå i konkurs inom en nära framtid. Totalt utvecklade Edward Altman tre modeller avsedda för olika typer av företag. Originalmodellen togs fram år 1968 och var avsedd för tillverkande börsnoterade företag i USA. Nästa modell är en utveckling av den första och omnämns Z'-score som är avsedda för privata, icke börsnoterade tillverkande företag där uppgiften om marknadsvärdet på eget kapital saknas. Den tredje och sista Z''-score är utvecklad att användas på icke tillverkande företag som exempelvis tjänsteföretag, handelsbolag och liknade (Altman m.fl., 2017).

Tabell 1 Altman Z-score modeller

Modell	År	Målgrupp
Z-score	1968	Börsnoterade tillverkningsföretag
Z'-score	1983	Privata tillverkningsföretag
Z''-score	1995	Icke-tillverkningsföretag/ tillväxtmarknader

(Altman m.fl., 2017)

Den av modellerna som är mest relevant i denna studie är Z'-score då den ligger närmast undersökningen av svenska tillverkande företag som inte är börsnoterade. Därför kommer denna modell användas i den här studien. Modellen bygger på fem olika nyckeltal som tillsammans ger ett Z'-värde. Detta värde visar hur stor risken är att företaget är finansiellt instabilt och därmed kan hamna i konkurs (Altman m.fl., 2017).

Z'-värdet beräknas genom formeln:

$$Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

Tabell 2.2 visar de fem finansiella nyckeltal som ingår i Altman Z'-score-modellen som ingår för att bedöma ett företags konkursrisk. Varje nyckeltal fångar en särskild aspekt av företagets ekonomiska hälsa och bidrar tillsammans till att ge en helhetsbild av dess finansiella stabilitet.

Tabell 2 Z'-scores fem nyckeltal

X ₁ =	Rörelsekapital / Totala tillgångar	Mäter likviditet och kortsiktig finansiell stabilitet. Ju högre desto bättre (visar att företaget kan täcka sina kortfristiga skulder).
------------------	---	--

$X_2 =$	Balanserade vinstmedel / Totala tillgångar	Visar hur mycket av tillgångarna som finansierats av ackumulerade vinster över tid (inte lån). Ett mått på företagets ålder och återinvesterade vinster.
$X_3 =$	Rörelseresultat före räntor och skatt (EBIT) / Totala tillgångar	Effektivitet: Hur bra företaget använder sina tillgångar för att generera vinst.
$X_4 =$	Bokfört värde på eget kapital / Totala skulder	Soliditet: Visar hur mycket eget kapital det finns i förhållande till skulder. Högre tal innebär lägre skuldnivå och högre finansiell stabilitet.
$X_5 =$	Försäljning / Totala tillgångar	Omsättningshastighet: Hur effektivt företaget använder sina tillgångar för att generera intäkter.

Tillsammans ger dessa faktorer en samlad bedömning av ett företags finansiella hälsa. Enligt tolkningen av Altman Z' -score innebär ett högt värde en låg risk för konkurs, medan ett lågt värde indikerar hög risk. Ett Z' -score över 2,90 betraktas som ett säkert område med låg risk för konkurs, värden mellan 1,23 och 2,90 utgör en gråzon med viss osäkerhet, och ett värde under 1,23 signalerar hög konkursrisk.

- $Z' > 2.90 =$ Låg risk för konkurs (säkert område)
- $1.23 < Z' < 2.90 =$ Gråzon (viss risk, men osäkerhet)
- $Z' < 1.23 =$ Hög risk för konkurs

(Mukhopadhyay, & Bhattacharya, 2024)

Flera forskare menar att modellen fortfarande är användbar, men att den har vissa begränsningar exempelvis pekar Abid m.fl. (2022) på att mer avancerade modeller som bygger på maskininlärning kan prestera bättre eftersom de tar hänsyn till fler typer av information. Men Z' -score har fördelen att den är tydlig, enkel att använda och baserad på lättillgängliga finansiella uppgifter, vilket gör den praktiskt användbar i många studier, inklusive denna (Abid m.fl., 2022).

Samtidigt visar Karas och Reznakova (2017) att modellens resultat påverkas av vilken bransch och vilket land den används i, och vilka ekonomiska villkor som gäller. Därför är det viktigt att

vara försiktig när man tolkar resultaten, särskilt när modellen används utanför sin ursprungliga kontext. Med tanke på att analysen i denna artikel har en annan ekonomisk miljö än studien görs tolkningar mot empirin i senare del av studien med insikt om dess ursprung (Karas & Reznakova, 2017).

2.1.2 Icke finansiella nyckeltal

Tidigare forskning har visat att konkursprediktionsmodeller inte enbart behöver bygga på finansiella variabler. Altman m.fl. (2016) lyfter fram att forskare har utvecklat modeller baserade på icke-finansiella faktorer, som ofta inte har ett starkt samband med traditionella finansiella nyckeltal, men som kan vara särskilt värdefulla i företag med instabila eller svårtolkade ekonomiska förhållanden. I deras studie används information från exempelvis kreditregister, officiella register om företagsverksamhet, pressmeddelanden och liknande källor. De icke-finansiella variablerna delas in i kategorier såsom bolagstyp, företagsålder, branschrisk, revisionsrapport, upplysningspolicy, betalningsbeteende samt uppgifter om styrelsemedlemmar. En särskilt viktig icke-finansiell faktor som lyfts fram i senare forskning är ledarskapets bakgrund. Företag som leds av personer med tidigare koppling till konkurser har visat sig oftare hamna i ekonomiska svårigheter, vilket gör ledningens historik till en potentiellt värdefull indikator vid bedömning av konkursrisk. Även andra faktorer, såsom styrelsens sammansättning, ålder på VD eller styrelseordförande och deras geografiska hemvist, har visat sig kunna påverka sannolikheten för konkurs. Genom att kombinera denna typ av icke-finansiell information med traditionella finansiella nyckeltal kan prediktionsmodeller bli mer heltäckande och tillförlitliga (Ivanova m.fl., 2024; Wahlström, Becker & Fornes, 2024).

2.2 Fortlevnadsprincipen

Principen om fortlevnad är ett antagande om att ett företag förväntas leva vidare under lång tid om inget annat talar emot det. Principen innebär att företag ska redovisa tillgångarna till anskaffningsvärde och redogöra för hur företaget ska överleva, såtillvida att inte ledningen i företaget avser att avveckla en verksamhet eller hela företaget - då ska detta noteras i den finansiella rapporten. Därför bör ledningen ta ställning till en rad olika faktorer innan de kan fatta beslut om i fall uttalandet om fortlevnad är korrekt. När ledningen formulerar en åsikt om antagandet som revisorerna sedan uttalar sig om ska ledningen ta i beaktning ett framtida resultat i förhållande till externa och interna förhållanden samt problematisera dess risker (Chiosea & Hategan, 2024).

Vad ett uttalande om risker sett till fortlevnadsvarning kan bidra till för konsekvenser beskriver både Chiosea och Hategan (2024) samt Alexeyeva och Sundgren (2022) som ett första tecken på att ett företag kan ha finansiella svårigheter. Signalerna från uttalandet är viktiga att förstå för att omgivningen ska kunna göra en bedömning om företagets välmående och finansiella status. Vilka dessa riskfaktorer kan vara som ska tas med i bedömningen vid ett uttalande av

fortsatt drift beskriver Chiosea och Hategan (2024) med en indelning i tre grupper; finansiella faktorer, operativa faktorer och icke-finansiella faktorer.

Vidare exemplifierar Chiosea och Hategan (2024) vad de testat i sin undersökning och som faller under dessa tre grupper av riskfaktorer som *finansiella riskfaktorer*: negativt kassaflöde, ogynnsamma nyckeltal, nettoskulder i förhållande till tillgångarna, stora rörelseförluster eller försämring av värdet på tillgångar som används för att generera kassaflöden, oförmåga att betala förfallna skulder, ändring från kredittid till direktbetalning hos leverantörer. *Operativa riskfaktorer*: ledningens avsikter att stänga ner en avdelning eller en hel verksamhet, förlust av nyckelpersoner utan ersättare, förlust av en viktig marknad eller stora leverantörer, problem med arbetskraften, en konkurrent som tar över stora marknadsandelar. Till sist *riskfaktorer av icke-finansiella* slag: förändrad lagstiftning eller politiska beslut som påverkar företaget negativt, pågående rättstvister som om de beslutas företaget inte kan uppfylla, inträffade katastrofer som företaget inte har försäkring för (Chiosea & Hategan, 2024).

Principen om fortlevnad hanteras av både ledningen med tydlig insikt internt om företaget och har intresse av att förmedla positiva förhållanden mot revisorn som oberoende granskar räkenskaperna och ger ett utlåtande kring eventuella risker. Att det finns regler och ramar att följa kring bedömningen av företags framtida drift är avgörande för att det ska finnas en jämförbarhet mellan olika företag. Men trots reglering så anser Alexeyeva och Sundgren (2022) ändå inte att redovisningsstandarderna innehåller tillräckligt uttryckta krav på upplysning om problem kring fortlevnadsvarningar. Detta ger ett utrymme för varje företag att tolka vad de anser att användarna av informationen i årsredovisningen ska få ta del av. Tolkningarnas variation medför frågan om hur jämförbarheten faktiskt ser ut i praktiken.

Att ledningen väljer att inte uttala sig om osäkerhet kring fortsatt drift kan inte enbart förklaras med objektiva finansiella indikatorer, utan måste även förstås i ljuset av strategiska överväganden. Ett uttalande om finansiell osäkerhet riskerar att förstärka negativa marknadssignaler och i värsta fall påskynda en negativ utveckling i form av självuppfyllande profetia. Samtidigt väger ledningen risken för rättsliga konsekvenser vid offentliggörandet av sådan information. I en svensk kontext, där företagsledningar generellt är mer försiktiga med att hamna i juridiska tvister, kan denna risk leda till att varningar uteblir, även när det finns tydliga tecken på finansiella problem. Detta står i kontrast till angloamerikanska rättssystem, där benägenheten att föra processer i domstol är högre och därmed kan påverka hur transparent ledningen är i sin kommunikation (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

2.2.1 Förvaltningsberättelser

Forskning visar att förvaltningsberättelsen har en viktig men ofta komplicerad roll när det gäller att kommunicera risker kopplade till ett företags framtida överlevnad. I en studie av svenska privatägda företag visar Alexeyeva och Sundgren (2022) att det är ovanligt att företagsledningen uttryckligen skriver att det finns osäkerhet kring fortsatt drift, även i de fall där företaget senare försätts i konkurs. I stället används mer indirekta formuleringar, till exempel om svaga kassaflöden, osäkra kundfordringar eller behov av ytterligare finansiering.

Den här typen av information kan signalera att företaget är finansiellt utsatt, men kräver ofta att läsaren själv tolkar och lägger samman uppgifterna för att förstå riskbilden.

Mot den bakgrunden blir det relevant att uppmärksamma att förvaltningsberättelsen inte följer något standardiserat format. Eftersom ledningen själv formulerar texten finns det ett utrymme att uttrycka sig mer försiktigt eller neutralt, även när företagens situation är ansträngd. Detta kan skapa en form av informationsobalans mellan företag och externa intressenter, som måste tolka underliggande signaler snarare än att ta del av tydliga uttalanden. Därför är det viktigt att förstå hur användare av finansiella rapporter uppfattar och tolkar de upplysningar som ges i förvaltningsberättelsen (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

I en bredare forskningsöversikt framhålls att förvaltningsberättelsen har fått en alltmer central roll i kommunikationen om företagens fortlevnad, särskilt i tider av ekonomisk osäkerhet. Tydlig och lättillgänglig information blir därmed avgörande för externa intressenter. Samtidigt visar översikten att kvaliteten och tydligheten i informationen varierar avsevärt mellan företag och mellan länder, vilket försvårar jämförelser av risknivåer på ett enhetligt sätt (Chiosea & Hategan, 2024).

Visvanathan (2021) kompletterar detta perspektiv genom att undersöka hur upplysningar i förvaltningsberättelsen samverkar med andra indikatorer på konkursrisk, till exempel förändringar i uppskjutna skattefordringar. Han visar att förvaltningsberättelsen visserligen kan ge viktig information, men att den sällan räcker på egen hand för att förutse konkurs. Den behöver därför kombineras med andra källor för att ge en mer tillförlitlig bild av företagens framtidsutsikter.

2.2.2 Revisionsberättelser

Revisionsberättelsen är en viktig källa till information om ett företags framtid, särskilt när det gäller osäkerhet kring fortsatt drift. Den skiljer sig tydligt från förvaltningsberättelsen i både struktur och uttryckssätt. Enligt Alexeyeva och Sundgren (2022) är revisionsberättelsen ofta mer formell och följer ett standardiserat format. Det gör innehållet lättare att tolka och jämföra mellan olika företag. Om revisorn identifierar stora osäkerheter kring företagens överlevnad, kan detta uttryckas i särskilda avsnitt till exempel som ett "*emphasis of matter*". Trots denna möjlighet är det ovanligt att revisorer lämnar sådana uttalanden, även i företag som senare går i konkurs.

Det kan diskuteras varför revisorer så sällan uttalar sig om fortsatt drift. En orsak kan vara att det krävs starka bevis för att göra ett sådant uttalande, en annan att revisorer generellt är försiktiga i sin bedömning av vad som räknas som en allvarlig osäkerhet. Den tydliga strukturen i revisionsberättelsen ger visserligen ökad tydlighet, men den kan också begränsa vilken information som faktiskt kommuniceras, eftersom endast sådant som uppfyller vissa kriterier tas med (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

Revisorns oberoende roll är särskilt viktig när det gäller att skapa förtroende för informationen. Till skillnad från ledningen, som rapporterar ur ett internt perspektiv, ger revisorn en extern och granskad bedömning. Detta kan bidra till att användare uppfattar revisionsberättelsen som mer tillförlitlig, särskilt i ekonomiskt osäkra situationer. Det faktum att revisionsberättelsen ofta lyfts fram i forskningen som en viktig källa vid analys av finansiell ohälsa visar att revisorns ord tillmäts stor betydelse. Det tyder också på att revisorns ansvar bör ses som mer än att bara följa regelverket det handlar också om att bidra till tydlig och ansvarsfull kommunikation (Chiosea & Hategan, 2024).

Samtidigt är det inte tillräckligt att enbart förlita sig på revisorns bedömning i frågor om ett företags överlevnadsförmåga. Även om revisorns uttalande kan signalera risk, sker det ofta med stor försiktighet och endast när bevisen är starka. Därför behöver den som analyserar konkursrisk titta på flera källor. Tidigare forskning visar att information som exempelvis nedskrivningar av uppskjutna skattefordringar eller upplysningar i förvaltningsberättelsen kan ge viktiga kompletterande signaler. Tillsammans kan dessa olika informationskällor ge en mer heltäckande bild av företagets situation (Visvanathan, 2021).

2.2.3 Skillnaden mellan varning om fortsatt drift i förvaltningsberättelsen och revisionsberättelsen

Skillnaderna mellan hur osäkerhet kring fortsatt drift beskrivs i revisionsberättelsen jämfört med förvaltningsberättelsen är viktiga att förstå för att kunna tolka vilka signaler som ges om ett företags finansiella situation. Revisionsberättelsen följer oftast en tydlig och standardiserad struktur. Det innebär att informationen där ofta blir lättare att tolka och jämföra mellan olika företag. Eftersom språket är neutralt och fritt från personliga bedömningar, minskar risken för att informationen ska misstolkas. När revisorn uttrycker osäkerhet om fortsatt drift blir det därför ett tydligt tecken.

Förvaltningsberättelsen ger däremot företagsledningen större utrymme att beskriva företagets situation med egna ord. Det innebär att den kan innehålla mer nyanserade beskrivningar, men också att den ofta är mindre tydlig. Även om det ibland nämns problem eller risker, är det ovanligt att ledningen uttrycker tvivel om att verksamheten kommer kunna fortsätta, vilket också bekräftas i Alexeyeva och Sundgrens (2022) studie. Den typ av varningssignaler som kan finnas i förvaltningsberättelsen är ofta mer underförstådda, vilket gör dem svårare att upptäcka utan en djupare analys. Därför är det viktigt att vara medveten om att informationen i förvaltningsberättelsen ofta kräver tolkning, särskilt om den ska användas för att förutse konkursrisk. I detta sammanhang kan revisorns uttalande få en särskild betydelse, eftersom det uppfattas som mer objektivt och oberoende. Samtidigt visar Alexeyeva och Sundgren (2022) att även revisorns uttalanden om fortsatt drift är ovanliga, trots att många av de företag de studerade senare gick i konkurs. Det väcker frågan om hur mycket användare av finansiella rapporter egentligen kan lita på dessa två källor när det gäller att i tid identifiera risker för konkurs.

2.3 Försenade skattebetalningar

Det finns anledning att uppmärksamma hur skatterelaterade poster kan bidra till att förstå företag i finansiellt utsatta situationer. Vinster beskattas i varierande grad beroende på vilket land företaget verkar i, och skattesystemen är ofta utformade på olika sätt med progressiva eller linjära skattesatser. Oavsett modell är kopplingen mellan vinst och skatt stark, och hur företaget väljer att redovisa och hantera sin skatteposition kan ge viktiga signaler om den ekonomiska framtiden.

Skattemässiga beslut kan ibland visa att ett företag har ekonomiska problem även innan det syns i den övriga informationen i årsredovisningen. Ett exempel är när ett företag väljer att skriva ned sina uppskjutna skattefordringar, alltså framtida skatteavdrag som kan användas om företaget gör vinst längre fram. Om dessa skrivs ned betyder det att företaget inte längre tror att det kommer att gå med tillräcklig vinst i framtiden för att använda avdragen. Det kan vara ett tecken på att företaget själva ser en osäker framtid. I vissa fall görs denna nedskrivning långt innan ledningen eller revisorn säger något om osäkerhet kring fortsatt drift. Det visar att dessa skatteposter kan fungera som tidiga varningssignaler som baseras på interna bedömningar snarare än på vad som kommuniceras utåt (Visvanathan, 2021).

Utifrån detta perspektiv framstår det som relevant att fundera över vilka motsvarande poster som finns i svensk redovisning. Även om *valuation allowance* inte används i Sverige, finns exempelvis obeskattade reserver, som gör det möjligt för företag att skjuta beskattning av delar av vinsten till framtiden. Att ett företag systematiskt skjuter upp beskattning eller förändrar sitt mönster i hantering av dessa reserver skulle därför kunna signalera osäkerhet om framtida stabilitet eller ett behov av att hantera resultatet mer flexibelt i en pressad situation.

Även Abid m.fl. (2022) bidrar med intressanta perspektiv. Genom att använda neurala nätverk för att identifiera variabler som kan förutsäga konkurs, visar författarna att försenade skattebetalningar är en tydlig och ofta kraftfull indikator. De förklarar att denna typ av uppgift är relativt enkel att mäta men svår att dölja, och därför ger en mer tillförlitlig signal än exempelvis optimistiska framtidsbedömningar i årsredovisningens texter. När ett företag börjar släpa efter med sina skattebetalningar tyder det ofta på att likviditeten är ansträngd som kan vara ett av de första tecknen på en finansiell kris.

2.4 Användare av konkursprediktion

Det finns många potentiella användare till en bra, pålitlig och träffsäker prediktionsmodell för konkurser. Konsten att tidigt kunna se tendenser och utläsa vilka företag som befinner sig i den potentiella riskzonen är något många har nytta av. En av dessa är ägarna till företagen, som med en modell som kan förutse ekonomiska svårigheter kan få hjälp att i ett tidigt skede sätta in hjälp och resurser för att kunna motverka och förebygga en konkurs. Även för ett företags leverantörer och kunder som kan lägga upp andra typer av avtal för att skydda sin egen verksamhet från de biverkningar en konkurs för med sig eller till och med se sig om efter andra företag. Detsamma gäller för investerare och kreditgivare, de skulle kunna använda modellen

för att sålla bort misslyckade företag och därmed minska sin investeringsrisk skriver Youn och Gu (2010). Det innebär att en bra prediktionsmodell också kan ställa till det med ännu mer svårigheter för företag som redan går lite dåligt, samtidigt som det ger dessa företagen en chans att skapa en förändring som kan göra dem mera livskraftiga.

2.5 Branschspecifika faktorer /tillverkning

Tillverkningsindustrin spelar en viktig roll i många ekonomier och kännetecknas ofta av hög kapitalintensitet, stora fasta kostnader och beroende av en stabil efterfrågan på både inhemska och internationella marknader. Det innebär att om företag inom denna sektor drabbas av ekonomiska problem kan det få spridningseffekter till andra delar av samhället, såsom sysselsättning, leverantörskedjor och exportmarknader (Arnis, 2018).

Tillverkningsföretag kännetecknas ofta av höga fasta kostnader, stora investeringar i maskiner och ett starkt beroende av en stabil efterfrågan både nationellt och internationellt. Vid försämrad konjunktur eller stigande kostnader kan dessa företag snabbt hamna i ekonomiska svårigheter. Det gör det rimligt att anta att tillverkningsföretag kan uppvisa tidiga tecken på finansiell stress, förutsatt att man vet vad man ska leta efter i redovisningen (Bragoli m.fl., 2022).

Branschtillhörighet har visat sig vara en viktig faktor vid analys av konkursrisk, eftersom olika typer av verksamheter uppvisar olika ekonomiska mönster och varningssignaler. Till exempel tenderar tillverkningsföretag att ha en tydligare finansiell profil vid försämrad lönsamhet, vilket kan kopplas till deras ofta kapitalintensiva struktur och höga fasta kostnader. Prediktionsmodeller som inte tar hänsyn till dessa branschspecifika förutsättningar riskerar därför att ge missvisande resultat. När modeller däremot anpassas efter branschens särskilda egenskaper ökar träffsäkerheten, särskilt om variabler som geografisk placering, investeringsnivå och typ av produktion inkluderas. Det framgår i forskning som visar hur maskininlärningsmodeller ger bättre resultat på konkursprediktion när sådana branschspecifika faktorer vägs in i analysen (Arnis, 2018; Bragoli m.fl., 2022).

Tillverkningssektorns specifika villkor kan påverka företagens finansiella motståndskraft, särskilt bland små och medelstora företag. Dessa företag har ofta begränsad tillgång till extern finansiering och är mer sårbara för förändringar i efterfrågan. Det gör dem känsliga för konjunktursvängningar och andra externa störningar. Även om sådana iakttagelser hämtas från en portugisisk kontext, är mönstret relevant även i en svensk kontext, där mindre tillverkningsföretag särskilt utanför storstadsområdena ofta möter liknande utmaningar. Detta understryker vikten av att vid konkursprediktion ta hänsyn till strukturella svagheter kopplade till branschens karaktär och geografiska läge (Pacheco m.fl., 2022).

Sammantaget finns flera argument för att rikta forskningsintresset mot svensk tillverkningsindustri vid studier av konkursrisk. Branschen är omfattande, har stor påverkan på samhällsekonomin och uppvisar egenskaper som gör det möjligt att identifiera risker i ett tidigt skede. Genom att tillämpa insikter från tidigare forskning och genom att anpassa analysmodeller efter branschens specifika förutsättningar, kan mer träffsäkra verktyg utvecklas

för att förutse och förstå konkurser vilket gynnar företag, finansiella aktörer och beslutsfattare (Pacheco m.fl., 2022; Bragoli m.fl., 2022; Arnis, 2018).

2.6 Samhällsfaktorernas påverkan på konkurser

Samhällsekonomiska förhållanden utgör en central bakgrund till företagsekonomiska hälsa och påverkar i hög grad både möjligheter och risker för konkurs. Faktorer som inflation, räntenivåer, valutaförändringar och konjunkturläge formar förutsättningarna för både efterfrågan, investeringar och tillgång till kapital. När dessa förhållanden förändras snabbt till exempel i samband med finansiella kriser eller globala störningar kan det skapa en direkt påverkan på företags lönsamhet och betalningsförmåga (Chiosea & Hategan, 2024).

Särskilt tydligt blir detta vid konjunkturedgångar, då minskad konsumtion och mer restriktiv kreditgivning slår brett mot företagssektorn. Företag som redan har en svag ekonomisk position eller saknar tillgång till likvida medel riskerar då att snabbt hamna i obalans. Företagsstorlek och bransch påverkar naturligtvis hur utsatt ett företag är, men det är ofta förändringar i samhällsekonomin som fungerar som den utlösande faktorn för en konkurs. Det innebär att även ekonomiskt välskötta företag kan påverkas negativt om den yttre miljön försämras tillräckligt kraftigt (Pacheco m.fl., 2022; Mukhopadhyay & Bhattacharya, 2024).

Den ekonomiska kontexten påverkar också företagsledningens beteende. I tider av osäkerhet kan ledare tvingas fatta snabba beslut kring kostnadsnedskärningar, investeringar eller omstruktureringar. Företagsledare med tidigare erfarenhet av konkurs kan agera mer försiktigt, men det finns även exempel på att tidigare erfarenheter leder till ökad riskbenägenhet särskilt om den ekonomiska pressen ökar. Hur företaget hanterar yttre ekonomisk stress kan därmed avgöra hur stor risken för konkurs blir (Ivanova m.fl., 2024).

För att förutse konkurser med högre träffsäkerhet krävs modeller som integrerar samhällsekonomiska indikatorer. Det är inte tillräckligt att enbart utgå från finansiella nyckeltal i årsredovisningar; externa faktorer som BNP-tillväxt, inflationstakt och förändringar i räntenivå måste också vägas in. Forskning visar att modeller som tar hänsyn till sådana makroekonomiska variabler bättre speglar företags faktiska riskläge och kan identifiera hot i ett tidigare skede än traditionella modeller (Karas & Reznakova, 2017; Mukhopadhyay & Bhattacharya, 2024).

Även strukturella samhällsförändringar såsom lagändringar inom ett land, förändrade insolvensregler eller nya finanspolitiska riktlinjer kan ha stor inverkan på företags överlevnad. Ett exempel på detta är det indiska insolvenssystemet IBC 2016, som infördes för att effektivisera och samla reglerna kring företagskonkurser. Den nya lagen syftade till att skapa en snabbare och mer förutsägbar process där borgenärer ges större inflytande, och beslut om rekonstruktion eller likvidation ska tas inom en bestämd tidsram. Genom detta förändrades inte bara konkursfrekvensen, utan även incitamenten för företag och långivare. Hur sådan lagstiftning utformas och tillämpas påverkar i hög grad konkursriskens omfattning och fördelning i samhället (Mukhopadhyay & Bhattacharya, 2024).

Detta visar samlat att samhällsekonomiska faktorer spelar en viktig roll för om företag klarar sig eller går i konkurs. Det handlar inte bara om hur bra ett företag är på att sköta sin ekonomi, utan också om vad som händer runt omkring till exempel hur konjunkturen ser ut, om räntorna stiger, eller om lagar och regler ändras. Sådana förändringar kan göra det svårare för företag att få lån, behålla kunder eller planera sin verksamhet. Ibland kan till och med välfungerande företag drabbas om det ekonomiska läget försämras snabbt. Därför är det viktigt att man inte bara tittar på företagets siffror när man försöker förutse konkurser, utan också tar hänsyn till hur samhällets ekonomi utvecklas. Genom att förstå hur både ekonomiska förändringar och nya lagar påverkar företagen, kan man bli bättre på att se var riskerna finns i tid. Det är värdefullt både för företagen själva, för dem som lånar ut pengar och för samhället i stort.

2.7 Teoretisk diskussion och analysmodell

Altmans modell är baserad på siffror från företagets ekonomi, och har visat sig fungera bra för vissa typer av företag. Men forskare som Karas och Reznakova (2017) påpekar att modellen inte passar alla branscher lika bra. Arnis (2018) lyfter att man måste ta hänsyn till vilken bransch som företaget verkar i, eftersom olika branscher har olika risker och signaler.

Bragoli m.fl. (2022) visar att modeller blir mer träffsäkra om de anpassas efter just den industri som företaget tillhör. Det innebär att Altman Z' -score kanske inte alltid kan fånga upp allt som framkommer i årsredovisningens texter eller i revisorns utlåtande. Studier av Alexeyeva och Sundgren (2022) samt Visvanathan (2021) visar också att signaler om att ett företag mår dåligt ofta beskrivs på ett indirekt sätt i förvaltningsberättelsen, eller inte nämns alls i revisionsberättelsen, även om det fanns tecken på ekonomiska problem. Det gör det intressant att jämföra dessa källor med vad Altmans modell visar.

I denna studie används därför ett sätt att tolka information som kombinerar:

- Finansiella nyckeltal från Altman Z' -score
- Textinnehåll i förvaltningsberättelsen med ledningens uttalande om fortsatt drift.
- Revisorns uttalande kring varning om fortsatt drift

Målet är att se om alla tre källor visar samma sak, eller om det finns skillnader. Om Altman-modellen visar att ett företag har hög risk för konkurs, men det inte finns någon varning i förvaltnings- eller revisionsberättelsen, kan det tyda på att informationen inte är fullständig eller inte uttrycks tydligt.

Förvaltningsberättelser kan innehålla mer detaljer men är ofta försiktigt formulerade. Revisionsberättelser är mer formella men innehåller sällan starka varningar. Genom att jämföra dessa med Altman Z' -score får vi en bättre bild av hur tidigt och tydligt varningar ges. Genom att använda både siffror och text från olika delar av årsredovisningen får vi en bredare förståelse kring hur varningar för konkurs uttrycks och om Altman Z' -score kan ses som ett bra stöd för att tolka den informationen.

2.7.1 Analysmodell

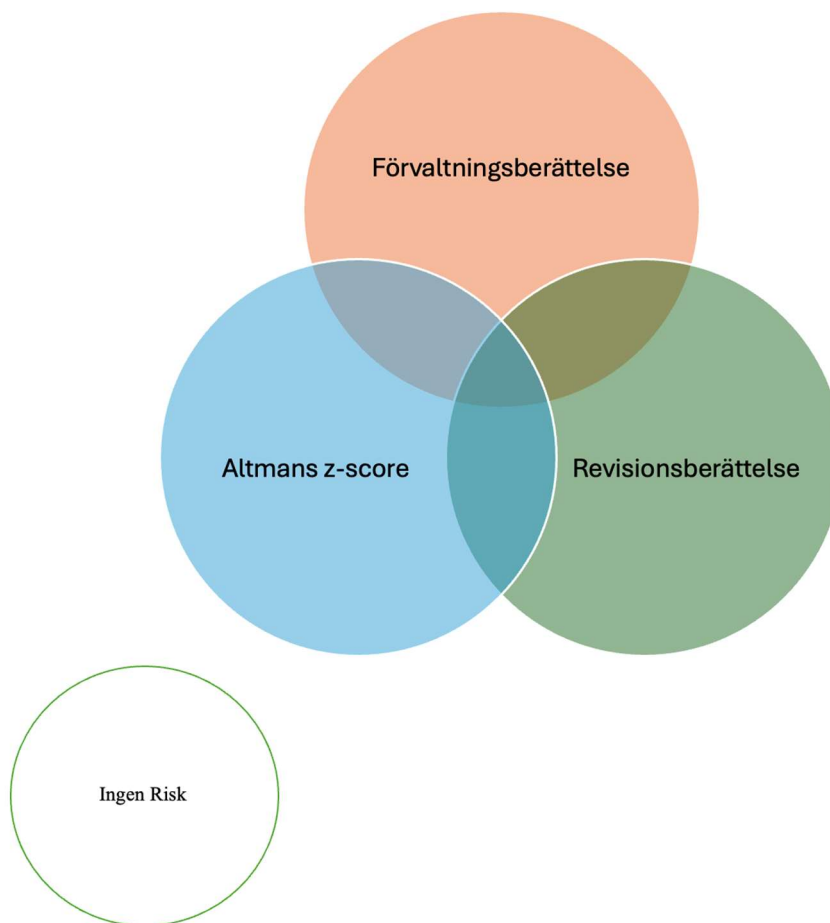
Syftet med denna studie är att bidra med kunskap om hur väl Altman Z' -score-modellen stämmer överens med de uttalanden som görs i förvaltningsberättelser och revisionsberättelser, bland annat om fortsatt drift. För att besvara detta används en analysmodell som möjliggör en systematisk jämförelse mellan tre olika informationskällor som alla kan indikera konkursrisk:

1. Altman Z' -score-modellen, som bygger på finansiella nyckeltal.
2. Företagsledningens uttalanden i förvaltningsberättelsen, där väsentliga händelser och osäkerhet om fortsatt drift enligt ÅRL ska kommuniceras.
3. Revisorns uttalanden i revisionsberättelsen, där revisorn enligt ISA 570 ska markera om det finns betydande osäkerhet kring fortsatt drift.

Analysmodellen utgår från att varje företag i studien bedöms utifrån de tre informationskällorna/ kategorierna:

- Konkursprediktion genom Altman Z' -score
- Konkursprediktion utifrån förvaltningsberättelsens innehåll
- Konkursprediktion utifrån revisionsberättelsens innehåll

Resultatet för varje företag placeras i en matris enligt nedan:



Figur 1 Analysmodell

Syftet med modellen är att identifiera i hur stor utsträckning dessa bedömningar *samstämmer* eller *skiljer sig åt*. En matchning kan uppstå på flera sätt, företaget placeras ut i modellen utefter vilka delar som matchat. Exempelvis om både Z' -score och förvaltningsberättelsen signalerar konkursrisk placeras den där de två bubblorna överlappar eller om alla tre informationskällor signalerar hög risk placeras företaget i mitten där alla tre cirklar istället överlappar. En avvikelse uppstår när det finns skillnader, till exempel om Z' -score visar hög konkursrisk men inga varningar finns i årsredovisningens texter, eller tvärtom. För de företag som inte visar någon indikation på konkurs och där konkursen inte gått att predicera utifrån dessa infallsvinklar placeras i bubblan utanför som är benämnd med ingen risk, utifrån de olika kategoriernas innehåll.

Denna analysmodell gör det möjligt att:

- Identifiera om Altman Z' -score upptäcker risker som inte kommuniceras i årsredovisningarna.
- Undersöka om ledningens och revisorns bedömningar är mer eller mindre restriktiva än Z' -score.
- Diskutera vilka typer av riskbedömningar som är mest träffsäkra och varför eventuella skillnader uppstår.
- Se träffsäkerheten när de olika grupperna samverkar.

På så sätt fungerar analysmodellen som ett verktyg för att systematiskt koppla ihop studiens teoretiska referensram med det empiriska materialet och för att besvara studiens forskningsfrågor.

3. Metod

Detta metodavsnitt förklarar hur studien har genomförts för att undersöka om Altman Z' -score-modellen stämmer överens med det som står i företagens årsredovisningar om fortsatt drift. Studien bygger på en kombination av siffror (kvantitativa data) och text (kvalitativa data) från 60 svenska tillverkningsföretag som gått i konkurs. Genom att växla mellan teori och insamlad information har vi försökt förstå konkursrisk ur flera perspektiv. Avsnittet beskriver hur materialet samlats in, hur företagen valts ut, hur analysen har gått till och hur man har tänkt kring trovärdighet, källor och etik.

3.1 Vetenskapligt synsätt och undersökningsansats

För att uppnå studiens syfte, att bidra med kunskap om huruvida Altman Z' -score-modellen överensstämmer med uttalanden i förvaltningsberättelser och revisionsberättelser i företag som inlett konkurs, krävdes en analys av både kvantitativa data från Altmans Z' -score (finansiella nyckeltal) och kvalitativa data (textinnehåll från årsredovisningar).

Den finansiella delen av analysen, beräkningen av Z' -score, hade ett mer positivistiskt synsätt, eftersom syftet där var att mäta finansiell risk utifrån objektiva, kvantitativa nyckeltal och där utfallet förväntas bli det samma oavsett vem som genomför framtagningen och beräkningen. Men utifrån det resultat som gavs från modellen användes det för att tolka företagets välmående sett till dess finansiella siffror och därmed inte för att testa träffsäkerheten i Altmans modell genom exempelvis med en hypotesprövning. Det resultat som varje företag fick genom Altman Z' -score användes som underlag för att jämföras med innehållet i företagets förvaltningsberättelse, revisionsberättelse och eventuella uttalanden om osäkerheten kring fortsatt drift. Den textbaserade analysen av förvaltningsberättelser och revisionsberättelser bygger däremot på ett hermeneutiskt perspektiv, då tolkning krävs för att förstå hur ledningen och revisorn uttrycker risk för fortsatt drift.

Till skillnad från Z' -score, där samma indata genererar samma utfall oavsett analytiker, innebär innehållsanalys en hög grad av subjektivitet. Tillförlitligheten påverkas därmed, eftersom olika tolkare kan dra olika slutsatser utifrån samma textmaterial. Altman et al. (2016) framhåller att kvantitativa finansiella modeller i regel har högre prediktiv träffsäkerhet än textbaserade bedömningar, särskilt när de kombineras med icke-finansiella indikatorer. Därtill är språket i årsredovisningar kontextberoende som i ett sammanhang uppfattas som försiktiga kan i ett annat tolkas som allvarliga varningssignaler. Detta kan försvåra standardisering av innehållsanalysen. Alexeyeva och Sundgren (2022) visar i sin studie att signalvärdet i både förvaltnings- som revisionsberättelser ofta är svagt, särskilt när uttalanden är återhållsamma. Detta förvärras av att både ledning och revisor kan ha anledningar till att tona ned risk, vilket ytterligare ökar risken för felaktig tolkning.

Den här studien bygger på en kombination av kvalitativ innehållsanalys och en kvantitativ modell (Bryman & Bell, 2017). Genom att vi har plockat ut finansiell data över företag från databasen Business Retriever där nyckeltal har tagits fram och beräknats grundat på dessa uppgifter så har dessa använts i Altmans Z' -score formel för att få fram värden på konkursrisk som har tolkats. Vidare kopplas vår studie till tidigare teorier om konkursprediktion och fortlevnadsprincipen, där tolkningen av årsredovisningarna även har gjort det möjligt att ompröva teorierna utifrån det som faktiskt framkommer i materialet. På så sätt testar studien både tidigare kunskap i ett nytt sammanhang och bidrar till nya insikter, särskilt inom den svenska tillverkningssektorn (Altman m.fl., 2017). Valet av företag har gjorts strategiskt för att belysa forskningsfrågorna, snarare än för att dra generella slutsatser. Genom att kombinera analys av texter i årsredovisningar med finansiella siffror har studien strävat efter att ge en mer heltäckande bild av hur tecken på konkurs kan uttryckas och upptäckas i företags årsredovisningar.

3.2 Datainsamling

Denna studie grundar sig på en kvalitativ innehållsanalys av årsredovisningar från svenska tillverkningsföretag som har gått i konkurs. Datainsamlingen fokuserade på tre huvudsakliga komponenter: information från förvaltningsberättelser, revisionsberättelser samt finansiella nyckeltal för beräkning av Altman Z' -score. Samtliga dokument är offentligt tillgängliga via Business Retriever med bokslutsinformation, vilket möjliggjorde en tillgänglig, transparent och spårbar insamling av empiriskt material.

Mot bakgrund av studiens syfte att jämföra ledningens och revisorns uttalanden om fortsatt drift med Altman Z -score-modellen bedömdes innehållsanalys vara den mest lämpliga metoden. En styrka med innehållsanalys är företagen som studeras inte påverkas av studien och vår närvaro, mot om vi exempelvis hade haft intervjuer med undertecknare till förvaltningsberättelsen och revisionsberättelsen som då hade kunnat justera sina svar utefter oss. Den möjliggjorde systematisk insamling av både kvalitativa och kvantitativa data ur ett enhetligt källmaterial, där den kvantitativa data i det här fallet användes för analysen av företaget och därmed behandlas likt kvalitativa data. Svagheter med en innehållsanalys är att den bara kan vara så bra som dokumenten de bygger på, men då det är lagstadgade dokument som ska följa en viss formalia anses autenciteten, trovärdigheten och replikerbarheten vara hög. Alternativa metoder, såsom intervjuer eller enkäter där fördelen med exempelvis en intervju är att vi hade kunnat få svar på eventuella varför frågor som vi i denna typ av studie inte kunde få. Men intervju och enkäter valdes bort eftersom syftet inte är att fånga upplevda attityder eller framtidsbedömningar, utan att analysera faktisk kommunikation och finansiell status i ett historiskt perspektiv (Bryman & Bell, 2017).

3.2.1 Urval

Valet att fokusera på tillverkningsindustrin motiveras av branschens relativa stabilitet i förhållande till vissa makroekonomiska störningar, såsom pandemin (covid-19), kraftiga

räntehöjningar och andra externa chocker. Till skillnad från flera andra branscher har tillverkningsbranschen i högre grad uppvisat kontinuitet i verksamhetsstruktur och konjunkturpåverkan, vilket bidrog till att minska risken för systematiska bias i det empiriska materialet. Detta gör branschen särskilt intressant att studera i samband med konkursprediktion, eftersom det ger en tydligare bild av interna företagsfaktorer snarare än yttre omständigheter. Studien avgränsades till företag inom tillverkningssektorn, som dels skulle vara revisionspliktiga och dels inte ingå i en koncern och som inlett konkurs under ett år, april 2024-april 2025, i Sverige. Dock kom det med ett fåtal företag som ingick i en koncern även fast sökfiltret var avgränsat för att utesluta dessa, vi gjorde valet att inkludera dessa företag då det i stort inte har en så stor påverkan på studiens utfall och analys. Vi valde att göra avgränsningar som gjorde att vi kunde undersöka hela populationen i stället för att behöva göra ett urval, vilka inställningar och avgränsningar vi använde oss av finns i bilaga 2, Retriever Business sökfiltre. Det gav en träff på 77 företag varav 60 kunde användas till analysen då 17 företag kom med som saknade revisor och en revisionsberättelse vilket inte skulle gett ett rättvist och jämförbart underlag till analysen. Detta antal bedöms vara tillräckligt för att möjliggöra en kvalitativ men systematisk analys av materialet, där det gav ett empiriskt material med genomgående teman och mycket intressant innehåll för analys.

Efter den första granskningen fick vi ut användbar empiri till analysen från 60 av de 77 företagen. Därefter valde vi att göra en ytterligare granskning av dels de 17 företagen som saknade revision, dels de åtta företagen som inte uppvisade inte någon föreliggande konkursrisk efter att första granskningen var genomförd. Anledningen till den utökade granskningen grundade sig i att vi såg att det fanns mycket information att få genom en bättre bild av de företagen, samt att de bidrar till en större förståelse kring prediktionsmetoderna och deras förmåga.

3.2.2 Granskning genomförande

Det granskningsschema som användes till insamlingen av empirin från årsredovisningarna innehöll tre huvudsakliga områden; uttalande om fortsatt drift kopplat till förvaltningsberättelsen för sig och revisionsberättelsen för sig samt utfall från Altman Z' -score. Varje företag som granskades fick ett eget granskningsschema (se bilaga 1), granskningsschema, som fylldes i för att sedan användas som grund till analysen. Granskningsschemats första del bestod av grundinformation om företaget för att vi skulle kunna få en överblick om dess bakgrund. Den andra delen bestod av innehållet från förvaltningsberättelse och eventuella uttalanden om fortsatt drift, liknade bestod den tredje delen av eventuella anmärkningar från revisor samt uttalanden om fortsatt drift. Den fjärde delen gällde riskbedömningen från Altman Z' -score. Vid beräkningen av Z' -score laddades alla årsredovisningar ner till excel, där vi sedan matade in formeln för Altman Z' -score och applicera det på alla företag för att få fram varje företags respektive risk.

För de 17 företag som saknade revisionsberättelse samt de åtta företag som inte uppvisade några tydliga tecken på konkursrisk genomfördes en fördjupad granskning, baserad på ett utökat granskningsschema (se bilaga 5). Denna analys omfattade en noggrann genomgång av

företagens finansiella siffror, kompletterande information från Retriever Business samt en bedömning av huruvida företagen var revisionspliktiga. I de fall revision saknades undersöktes även möjliga orsaker till detta, i syfte att förstå eventuella avvikelser i rapporteringen och hur dessa kan ha påverkat tolkningen av företagets finansiella situation.

3.3 Forskningsetiska principer

Denna studie utgår från offentligt tillgängliga årsredovisningar, då materialet är publikt krävs inte samtycke eller särskild kontakt med de företag som omfattas av undersökningen. Däremot har forskningsetiska principer beaktats genom att urvalskriterier och analysmetod redovisas tydligt, i syfte att säkerställa transparens och möjliggöra granskning av studiens tillvägagångssätt.

Tolkningen av materialet har genomförts med hänsyn till företagets kontext, och analysen har eftersträvat att vara så korrekt och nyanserad som möjligt. För att skydda enskilda företag från att kunna identifieras har anonymitet tillämpats genom hela studien. Inga företagsnamn redovisas, och känsliga detaljer som skulle kunna avslöja enskilda aktörer har utelämnats.

Eftersom urvalet baseras på företag där konkurs har inletts, men där konkursen inte nödvändigtvis är avslutad, finns en möjlighet att vissa av företagen kan fortsätta sin verksamhet i någon form. Det har därför ansetts särskilt viktigt att undvika negativ exponering som kan påverka företagets framtid. Av den anledningen har integritetsskyddet stärkts genom att undvika all identifiering i presentationen av resultaten.

Det insamlade materialet används uteslutande i syfte att besvara studiens forskningsfrågor. Det kommer inte att spridas vidare eller användas i andra sammanhang utanför denna uppsats i linje med nyttjandekravet Vetenskapsrådet (2002).

3.4 Analysmetoder

Studien utgick från en kvantitativ ansats där olika finansiella tal har plockats ut för att sedan användas i en av Altmans konkursprediktionsmodeller. Altman har tagit fram Z-score-modellen som är originalmodellen från 1968 som är avsedd för börsnoterade tillverkande företag inom främst USA, dels Z'-score som är avsedda för privata, icke-börsnoterade tillverkande företag där uppgiften om marknadsvärdet på eget kapital saknas och sist Z''-score som är utvecklad att användas på icke-tillverkande företag som tjänsteföretag, handelsbolag bl.a. (Altman m.fl., 2017). De av modellerna som är mest relevant i denna studie är Z'-score då den ligger närmast underökningen av tillverkande företag som inte är börsnoterade. Därför kommer denna modell användas i den här studien och jämföras genom en kvalitativ ansats där data i form av ord, meningar och fraser inhämtas från årsredovisningarnas förvaltnings- och revisionsberättelser.

Eftersom den kvantitativa delen inte kommer få någon mer genomgående hypotesprövning eller statistisk ansats utan kommer att tolkas utefter den bedömning den får från

prediktionsmodellen, hög risk, medel risk eller låg risk, och sedan jämföras mot den kvalitativa delen av den insamlade empirin, anser vi att en tematisk analys är mest passande.

En tematisk analys är en kvalitativ metod som används för att identifiera, analysera och rapportera mönster eller teman inom data vilket är syftet med studien då den ska bidra med kunskap om i vilken utsträckning bedömningar av konkursrisk i företags årsredovisningar, genom tolkning och tematisering av förvaltnings- och revisionsberättelser, överensstämmer med en finansiell prediktionsmodell - Altman Z-score. Det är en flexibel och användbar metod för att systematiskt organisera och beskriva kvalitativa data, då den tematiska analysmodellen fokuserar på att finna mönster i, och koda data från förvaltnings- och revisionsberättelserna för att sedan ge dem rika och detaljerade beskrivningar (Bryman & Bell, 2017). Första steget i databearbetningen blir att tematisera den insamlade datan från årsredovisningarna, samt undersöka om det finns återkommande ord, fraser eller meningar i förvaltningsberättelserna från de olika företagen. Ytterligare en aspekt som är intressant att notera och analysera är om det finns en brist på data eller anmärkning i de olika berättelserna.

Efter att ha granskat alla 77 företag såg vi att texterna från förvaltningsberättelserna kunde delas in i olika teman som signalerade konkursrisk, exempelvis upprättning av kontrollbalansräkning, återkommande kraftigt negativt resultat, osäkerhet kring fortsatt drift, problem/ indikationer på svårigheter och ingen signalering se tabell 4.1. Utefter de olika temagrupperna kategoriseras de in under hög risk för konkurs, medelrisk för konkurs och låg risk för konkurs, likt Altmans modeller. Detsamma gjorde vi med revisionsberättelserna, men där utgick vi istället från om den var ren eller oren, de vill säga om företagen fått någon eller några anmärkningar samt om det fanns någon varning om fortsatt drift. Utefter om det då fanns någon anmärkning eller osäkerhet kring fortsatt drift så klassades företagen under hög risk för konkurs. Hade företagen istället hade en ren revisionsberättelse klassades de under låg risk för konkurs eller om de saknade revisionsberättelse så sällades ut och exkluderades från analysen 17 företag.

Genom att analysera samstämmigheten mellan de tre olika informationskällorna, förvaltnings- och revisionsberättelse med uttalande om osäkerhet kring fortsatt och Altman Z'-score, jämfördes företagets riskklassificering inom varje område. Eftersom företagen redan var indelade i risknivåer skapades förutsättningar för en tydlig överblick över hur indikatorerna relaterade till varandra och huruvida de gav en enhetlig bild av konkursrisk.

För att säkerställa jämförbarhet mellan Altman Z'-score och de textbaserade källorna genomfördes en fördjupad klassificering. Företag som enligt Z'-score-modellen placerades i den så kallade gråzonen bedömdes, med stöd i Mukhopadhyay, & Bhattacharya (2024) tolkning av Altmans (1968) modell, som konkurshotade. Dessa företag omklassificerades därför till högriskkategorin, för att tydligare fånga modellens avsikt och skapa ett enhetligt riskbegrepp. En liknande omvärdering gjordes av de företag som i den initiala bedömningen av förvaltningsberättelser uppvisade tecken på medelrisk. Genom en andra granskning kunde även dessa företag placeras in i antingen hög- eller lågriskkategorin, vilket bidrog till en mer tydlig och konsekvent analysmodell. Den justerade riskklassificeringen låg till grund för den samlade analysmodell som illustrerar relationerna mellan de tre indikatorområdena. Genom denna översättning till ett gemensamt system kunde mönster i samstämmighet och avvikelser

identifieras, vilket fördjupade förståelsen för hur konkursrisk framkommer i såväl textbaserade uttalanden som i finansiella nyckeltal.

3.5 Källkritik

För att säkerställa källornas användbarhet i analysen har en källkritisk granskning genomförts av det empiriska materialet i enlighet med etablerade källkritiska principer. Eftersom studien bygger på årsredovisningar från tillverkningsföretag, som inlett konkurs, som både innehåller faktabaserad information och företagsledningens egna formuleringar är det viktigt att bedöma källorna utifrån aspekter som äkthet, beroende, tendens, tidssamband och urval. Den följande genomgången fokuserar på hur dessa faktorer kan ha påverkat materialets karaktär och i vilken mån de kan ha påverkat analysens utfall.

Urvalet av företag har genomförts med utgångspunkt i företag som uppfyller följande kriterier: tillhör tillverkningsbranschen, är revisionspliktiga, har inlett konkurs, och har tillgängliga årsredovisningar för det år som föregick konkursen. Urvalet är alltså målinriktat (strategiskt) och anpassat efter studiens syfte. Det innebär dock att resultaten inte kan generaliseras till alla branscher eller företagstyper, utan ska tolkas i relation till just den studerade kontexten.

När det gäller källornas äkthet och oberoende bedöms dessa som höga. Årsredovisningar är formella dokument som företag enligt lag är skyldiga att upprätta, och innehållet i revisionsberättelsen granskas av auktoriserade revisorer. Informationen i dessa dokument kan därför betraktas som autentisk. Samtidigt är det viktigt att vara medveten om att förvaltningsberättelsen formuleras av företagsledningen, som har ett intresse av att presentera företagets situation i ett så positivt ljus som möjligt. Detta kan påverka hur risker och osäkerheter uttrycks, och innebär en potentiell skevhet i källan. Revisorns uttalanden ska däremot vara oberoende, men tidigare forskning har visat att även revisorer kan vara försiktiga med att uttala sig om osäkerhet kring fortsatt drift, särskilt i svenska sammanhang (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

Tidssambandet i denna studie är förhållandevis gynnsamt, då de analyserade dokumenten är upprättade i direkt anslutning till det verksamhetsår som föregår konkursen. Det innebär att informationen kan ligga nära i tid till den faktiska händelsen och därför kan anses spegla en relativ aktuell bild av företagets ekonomiska situation. Samtidigt är det viktigt att notera att en årsredovisning vanligtvis upprättas en gång per år vilket är glest när det handlar om ekonomiska resultat som kan svänga fort. Dokumenten i form av årsredovisningar speglar dessutom företagets egen bild vid en viss tidpunkt vilket inte nödvändigtvis ger en fullständig förklaring till vad som faktiskt ledde till konkursen.

En styrka med källmaterialet är att det är offentligt, enhetligt och tillgängligt för granskning. Det möjliggör en transparent metod där analysen kan återupprepas eller valideras av andra. En svaghet är att texterna i årsredovisningen ofta är formulerade i försiktiga och ibland vaga termer, vilket kräver tolkning från forskarens sida. Detta skapar ett visst utrymme för

subjektivitet i analysen, även om en strukturerad kodning och jämförelse med Z-score-modellen syftar till att minska detta.

Konsekvenserna av urvalet är att studiens resultat främst gäller för tillverkningsföretag som var aktiva i Sverige vid den aktuella tiden och som inlett konkurs. Studien säger därmed inget om företag som klarade sig kvar på marknaden, eller om aktörer i andra branscher. Den kvalitativa ansatsen syftar inte till att dra generella slutsatser, utan att ge en fördjupad förståelse av hur olika typer av varningssignaler uttrycks och om dessa går att spåra i årsredovisningarnas innehåll.

Sammanfattningsvis visar den källkritiska granskningen att det empiriska materialet är användbart för studiens syfte, men att det finns viktiga begränsningar att beakta. Dokumentens formella karaktär talar för deras äkthet, men inslag av beroende och tendens särskilt i förvaltningsberättelser kräver en medveten tolkning. Tidssambandet är starkt, men urvalet är snävt, vilket begränsar överförbarheten till andra branscher och företagstyper. Därför krävs en noggrann och medveten tolkning för att få en rättvisande bild.

3.6 Tillförlitlighet och trovärdighet

Denna studie bygger på årsredovisningar följer lagar och regler för hur de ska utformas eftersom dessa dokument måste uppfylla vissa formella krav, kan de ses som pålitliga och jämförbara mellan olika företag. Det gör att det finns en grundläggande tillförlitlighet i materialet. Tillförlitligheten hade möjligen kunnat stärkas ytterligare genom att dela studiens resultat med de företag som granskats, för att få deras syn på tolkningarna (Bryman & Bell, 2017). Samtidigt finns en risk att resultatet då påverkas av företagets egna intressen, vilket hade kunnat minska objektiviteten. Därför valdes detta alternativ bort.

Studiens tillförlitlighet stärks av att forskningsprocessen är noggrant dokumenterad och transparent. Det framgår tydligt hur datainsamlingen har genomförts, vilka kriterier som använts vid urvalet av företag samt hur analysen har gått till. För att säkerställa spårbarhet redovisas granskningsschemana (se bilaga 1), samt det sökfilter som använts för att identifiera relevanta företag. Eftersom studien huvudsakligen bygger på kvalitativ metod, där tolkningar spelar en central roll, har särskild omsorg lagts vid att redogöra för hur dessa tolkningar gjorts. För att stärka trovärdigheten har exempel på citat ur årsredovisningarna inkluderats, vilket ger läsaren inblick i hur tematiseringen har utförts och hur gränsdragningar mellan olika risknivåer har motiverats. På så sätt skapas möjlighet till insyn i analysprocessen och förutsättningar för att studiens resultat ska kunna förstås, bedömas och i viss mån upprepas (Bryman & Bell, 2017).

Överförbarheten, det vill säga i vilken utsträckning studiens resultat kan tillämpas i andra sammanhang, bedöms som relativt god. Även om fokus ligger på tillverkningsföretag, är det valda tillvägagångssättet analys av årsredovisningars struktur och innehåll relevant även för andra branscher som omfattas av liknande redovisningskrav. Så länge årsredovisningarna är uppbyggda enligt samma lagstadgade normer, vilket är fallet för svenska företag generellt, finns förutsättningar för att metoden kan återanvändas. Däremot kan överförbarheten begränsas när

det gäller själva tillämpningen av Altman Z' -score, eftersom modellen är utvecklad för en specifik bransch och ekonomisk miljö. Eftersom modellen bygger på finansiella nyckeltal och vissa antaganden om verksamhetsstruktur, kan dess träffsäkerhet variera om den används på företag i andra branscher eller kontexter med avvikande ekonomiska förhållanden. I dessa fall kan prediktionsresultatet bli mindre tillförlitligt, vilket innebär att just den delen av studien har en något lägre överförbarhet.

Genom att avgränsa sökningen så att hela populationen (företag som inlett konkurs under ett år) minskades risken för ett snedvridet resultat. Detsamma gäller valet att ta bort koncernföretag i sökfiltret. Däremot följde det med ett fåtal företag som ingick i koncern ändå vilket vi valde att ha kvar då vi redan satt populationen. Tanken med att välja bort koncernföretag i denna studie var för att alla ekonomiska influenser dessa företag utsetts för behöver inte alltid vara av det "naturliga" slaget, utan dessa företag hamnar mer i en konstgjord miljö som är svårare att förutspå på grund av koncernens samverkan. Men eftersom koncernföretagen inte skiljer sig mer än att deras ekonomiska miljö kan ha lite andra influenser gentemot icke koncernföretag valde vi ändå att ta med dem. Dock valde vi att exkludera företag som kommit med som inte hade någon revisor eller revisionsberättelse. Detta då det skulle ge en väldigt stor påverkan på resultatet dels göra det betydligt mer svårtolkat, dels också eftersom vår studie bygger på tolkning av Altmans Z' -score, förvaltningsberättelse och revisionsberättelse faller studiens resultat om dessa plockas med i jämförelsen i analysmodellen.

Som ett komplement till granskningen av årsredovisningar har en andra sökning genomförts via öppna internetkällor, såsom nyhetsartiklar, företagsportaler och affärsregister. Denna sökning har fokuserat på två särskilda grupper: dels företag som i samtliga tre indikatorer (Altman Z' -score, förvaltningsberättelse och revisionsberättelse) klassificerats som låg risk, men som trots det gått i konkurs, dels företag som saknade revision. Anledningen till den andra sökningen har varit att identifiera om det finns bakomliggande orsaker till konkurs som inte framkommer i årsredovisningen, och om det finns mönster eller samband kopplade till avsaknad av revision. Denna kompletterande informationsinhämtning har gjort det möjligt att nyansera analysen ytterligare avseende ej förväntade empiriska data.

Äktheten i studien har säkerställts genom att de tre centrala komponenterna Altman Z' -score, förvaltningsberättelser och revisionsberättelser har analyserats var för sig. Detta tillvägagångssätt möjliggjorde en mer nyanserad och rättvisande bedömning av vad respektive del faktiskt uttrycker, vilket i sin tur bidrog till att synliggöra eventuella skillnader och överlapp i hur konkursrisk framställs (Bryman & Bell, 2017). För att ytterligare stärka äktheten har specifika delar ur årsredovisningarna lyfts fram med konkreta exempel. Dessa visar de olika perspektiv som förekommer i materialet och ger en mer realistisk bild av den finansiella och kommunikativa kontext som företagen befunnit sig i.

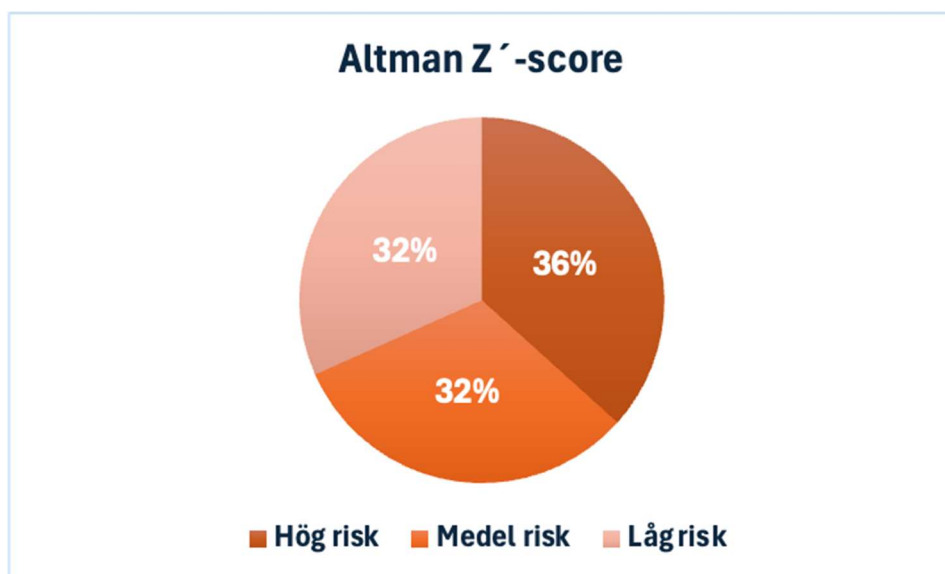
4. Empiri

Resultaten från studien kommer först att redovisas utefter varje gruppering; Altmans Z' -score, förvaltningsberättelsen och sist revisionsberättelsen. Därefter kommer det sammanställda resultatet redovisas i analysmodellen som presenterats ovan för att ge en överblick på hur väl de olika delarna är samstämmiga med varandra.

4.1 Altmans Z' -score

Resultatet efter att ha beräknat företagets risk för konkurs, enligt modellen Z' -score, presenteras i figuren nedan. Alla företag som fick ett resultat under 1,23 visar på hög risk för konkurs. Resultat mellan 1,23 och 2,90 visar på att företaget befinner sig i gråzonen där det finns en viss risk men att den inte behöver vara överhängande medan ett tal över 2,90 visar på en låg risk för konkurs utifrån de undersökta företagens redovisade undersökta nyckeltal. (Mukhopadhyay, D., & Bhattacharya, B., 2024).

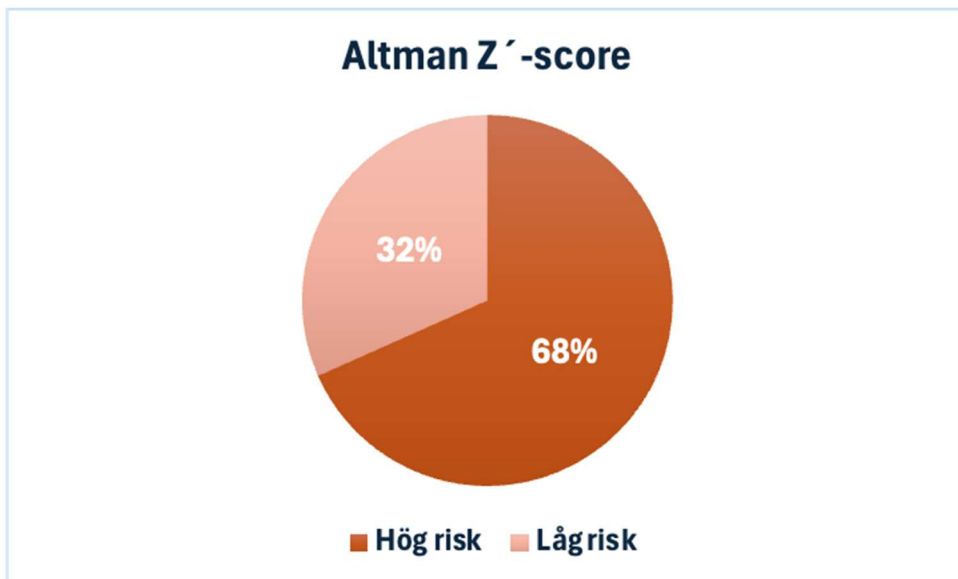
$$Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$



Figur 2 Altman Z' -score uppdelad på risk

Hög risk: 22st, Medel risk: 19st, Låg risk: 19st

Utfallet från denna studie visar att 22st företag utifrån Altmans Z' -score-modell visar på hög risk för konkurs och motsvarar 36 procent av företagen. Av de granskade företagen visade 19 st på medelhög risk för konkurs vilket motsvarar 32 procent och 19 st visade på en låg risk för konkurs vilket också är 32 procent av företagen. Sett enbart till intervallet för hög risk omfattas så få som drygt 36 procent av de granskade företagen, medan om de företag som hamnar på skalan för medelhög risk slås samman med hög risk och räknas samman blir omfattningen däremot drygt 68 procent risk för konkurs.

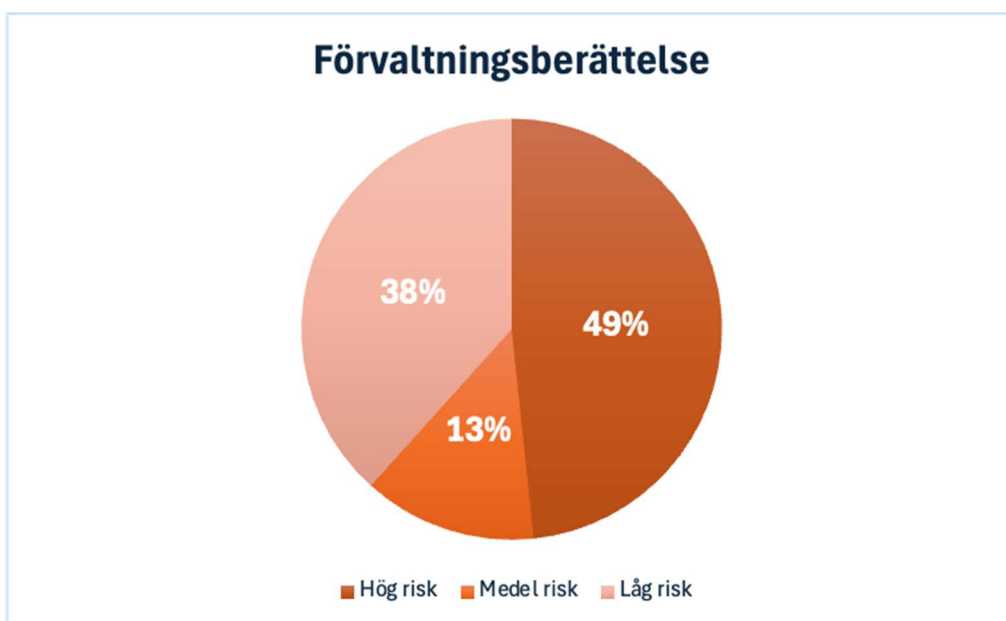


Figur 3 Altman Z'-score sammanslagen risk

Hög risk: 41st, Låg risk: 19st

4.2 Förvaltningsberättelse

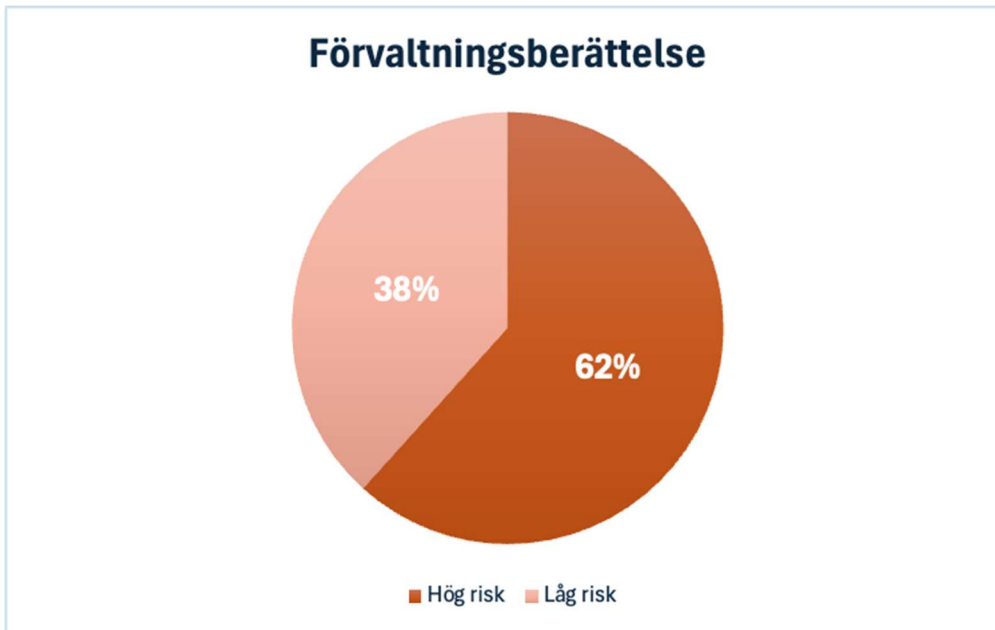
Vid tolkningen av risk för konkurs i förvaltningsberättelserna har det funnits nyanser från låg till hög risk där vissa företag har gett tydliga signaler och andra antingen är tunna i sin beskrivning eller väldigt utsmyckade som kan ge uppfattningen om dubbla budskap. Hur riskerna fördelar sig grundar sig på författarnas tolkning av den skrivna texten och inte en granskning av siffrorna. Fördelningen av de förvaltningsberättelser som innehåller risk fördelar sig enligt diagrammet nedan.



Figur 4 Förvaltningsberättelse uppdelad

Hög risk: 29st, medel risk: 8st, låg risk: 23st

Diagrammet nedan visar fördelningen av resultatet efter att en sammanslagning av förvaltningsberättelserna med bedömningarna medelrisk och hög risk för konkurs. Det sammanslagna resultatet, 37 företag, är den riskbedömning som visas och används i sammanställningen av årsredovisningarna i analysmodellen som kommer längre ner i detta kapitel.



Figur 5 Förvaltningsberättelse sammanslagen

Hög risk: 37st (inkl. Medel risk), låg risk: 23st

4.2.1 Teman

Följande avsnitt illustrerar hur uttalanden i förvaltningsberättelser har tolkats och kategoriserats utifrån de tre identifierade teman som indikerar risk för konkurs: behov av att upprätta kontrollbalansräkning, återkommande negativt resultat samt osäkerhet kring fortsatt drift. Inom varje tema presenteras representativa citat ur datamaterialet och dessa har klassificerats enligt tre risknivåer: hög, medel och låg för att visa hur språkliga formuleringar i årsredovisningar speglar finansiell hälsa och riskexponering. Bedömningen bygger inte bara på enskilda ord utan även på helhetsintryck och formuleringarnas innebörd.

Tabell 3 Teman och riskbedömning

1.	Behov av att upprätta kontrollbalansräkning
Hög risk	Uttalanden som tydligt visar att det egna kapitalet understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet, utan att en kontrollbalansräkning upprättats, har klassificerats som hög risk. Detta utgör en direkt signal om bristande efterlevnad av aktiebolagslagen:

	"Bolagets egna kapital är förbrukat sedan föregående räkenskapsår, någon kontrollbalansräkning enligt ABL 25 kap 13§ har ej upprättats. Bolaget drivs vidare enligt ABL 25 kap 18§."
Medel risk	I de fall där kontrollbalansräkning har upprättats och kapitalet därefter återställts, bedöms situationen som mindre kritisk men fortfarande varningsfylld: "Under året har bolagets styrelse upprättat en första kontrollbalansräkning per 2023-05-01 som visade att aktiekapitalet var förbrukat. Styrelsen har upprättat en andra kontrollbalansräkning per 2023-08-31 som visade att det egna kapitalet var återställt."
Låg risk	Om inget i förvaltningsberättelsen antyder behov av kontrollbalansräkning eller företaget inte omnämner något negativt om det egna kapitalet, har låg risk bedömts.
2.	Återkommande kraftigt negativt resultat
Hög risk	Stora negativa resultat i kombination med förbrukat eget kapital och avsaknad av tydlig åtgärdsplan har klassificerats som hög risk: "Resultatet per 2023-08-31 är negativt och kapitalet är förbrukat. Årsredovisningen utfört därför även kontrollbalansräkning ett. Bolagets egna kapital är på nya året ej återställt."
Medel risk	När företaget presenterar orsaker till förlusten, exempelvis ökade kostnader eller tillfälliga kapacitetsbehov, och där åtgärder framstår som möjliga, har risken bedömts som medel: "Det minskade resultatet beror både på ökade materiellpriser samt att arbetsbelastningen har krävt mer arbetskraft vilket resulterat i inhyrda tjänster."
Låg risk	Förlust som uppstått till följd av investeringar i verksamhetsutveckling och där bolaget samtidigt rapporterar förbättrad orderingång eller ägartillskott har klassificerats som låg risk: "Under året har orderingången ökat med en högre nettoomsättning som följd. Resultatet tyngs av fortsatta investeringar för att effektivisera verksamheten"
3.	Osäkerhet kring fortsatt drift
Hög risk	Explicit osäkerhet kring bolagets likviditet och möjligheten att uppfylla kortfristiga åtaganden, utan tydlig lösning, har bedömts som indikation på hög risk:

	"Det råder osäkerhet kring bolagets förmåga att betala skulderna inom ramen för bolagets verksamhet men styrelsen och dess ägare är trygga i att driva bolaget vidare."
Medel risk	Om framtiden beskrivs som utmanande men där åtgärder planeras eller finansieringslösningar är under utredning, har risken klassificerats som medel: "Trots att den nuvarande likviditeten behöver förstärkas för att möta verksamhetens kapitalbehov enligt den plan som har beslutats... är styrelsen och verkställande direktören positiva om framtiden."
Låg risk	Frånvaro av uttryckt osäkerhet, i kombination med positiva efterföljande händelser som stärker bolagets finansiella situation, har legat till grund för bedömningen låg risk: "Efter balansdagen har bolagets fastighet avyttrats med överskott."

4.3 Revisionsberättelse

Vid granskningen av årsredovisningarna framkom att ett antal företag saknade revisor och därmed också revisionsberättelse. Bland dessa företag fanns både revisionspliktiga och icke revisionspliktiga aktörer. För att undvika att analysen skulle påverkas negativt av ofullständigt underlag har dessa företag exkluderats från sammanställningarna. De återstående företagen, vars årsredovisningar innehåller en revisionsberättelse, har därefter kategoriserats i två grupper utifrån innehållet; hög risk för konkurs respektive låg risk för konkurs.

Fördelningen av företagens risknivåer innan exkluderingen av företag utan revisionsberättelse redovisas i figuren nedan.



Figur 6 Fullständig revisionsberättelse

Hög risk: 36st, Låg risk: 24st, Saknas: 17st

Företag som kategoriseras in under hög risk har en oren revisionsberättelse med antingen en varning om fortsatt drift, någon form av anmärkning eller båda. Exempel på dessa texter är:

Tabell 4 Riskbedömning revisionsberättelse

Hög risk	<p>“Under räkenskapsåret har avdragen skatt, sociala avgifter och mervärdesskatt vid flera tillfällen inte betalats i rätt tid. Bolaget har därmed inte fullgjort sina skyldigheter enligt skatteförfarandelagen” detta är en vanligt återkommande anmärkning som flera av företagen fått i sina årsredovisningar av revisorn, vilket används som en indikator till hög risk.”</p>
	<p>“Då resultatet visar ett stort minus finns en väsentlig osäkerhetsfaktor som kan leda till betydande tvivel om bolagets förmåga att fortsätta verksamheten.”</p> <p>Uttalanden om tvivel till fortsatt verksamhet hittas också i samband med att eget kapitalet förbrukats, vid stora skulder, likvidationsbrist, m.m.</p>
	<p>“Bolaget har i strid med aktiebolagslagens 25 kap 13-16 § inte upprättat kontrollbalansräkning 1 eller 2. Någon ansökan hos tingsrätten om beslut om likvidation, enligt 25 kap 17 § aktiebolagslagen, har inte gjorts.”</p>
	<p>“Årsredovisningen har inte upprättats i sådan tid att det varit möjligt att, enligt 7 kap. 10 § aktiebolagslagen, hålla årsstämma inom sex månader efter räkenskapsårets utgång”.</p>
	<p>“Styrelsen har under året beviljat lån i strid med 21 kap. aktiebolagslagen. Det har noterats betydande eftersläpning i bolagets bokföring under året. Styrelsen har därmed inte iakttagit sin skyldighet enligt 8 kap. 4 § aktiebolagslagen beträffande kontrollen av bolagets bokföring.”</p>
Låg risk	Ren revisionsberättelse, utan några anmärkningar

De företag som har bedömts och kategoriserats in under låg risk för konkurs, är de företagen med en ren revisionsberättelse, där de inte har några anmärkningar utan endast standard texter från revisorn.

Fördelningen av företagens risk ser ut som följande:



Figur 7 Justerad revisionsberättelse

Hög risk: 36st, Låg risk: 24st

4.4 Sammanställning till analysmodell

För att tydliggöra hur bedömningarna i de tre informationskällorna Altman Z'-score (A), förvaltningsberättelse (F) och revisionsberättelse (R) förhåller sig till varandra, har samtliga 60 företag kategoriserats utifrån vilka indikatorer som signalerar hög respektive låg risk. Syftet med sammanställningen är att visa i vilken utsträckning det förekommer samstämmighet eller avvikelse mellan källorna.

Det framgår att 21 företag (AH, FH, RH) klassificerats med hög risk i samtliga tre källor, vilket utgör den största gruppen i materialet. Dessa fall representerar full överensstämmelse i riskbedömning. Exempel på hur informationen och bedömningen gjorts:

Altmans Z'-score: -0,18

Förvaltningsberättelsen:

“Väsentliga händelser under räkenskapsåret

Bolagets egna kapital är förbrukat sedan föregående räkenskapsår, någon kontrollbalansräkning enligt ABL 25 kap 13§ har ej upprättats. Bolaget drivs vidare enligt ABL 25 kap 18§.”

Revisionsberättelsen:

” Väsentlig osäkerhetsfaktor avseende antagandet om fortsatt drift

Utan att det påverkar mina uttalanden ovan vill jag fästa uppmärksamheten på att det såväl i förvaltningsberättelsen som balansräkningen framgår att bolagets egna kapital är förbrukat. Då resultatet visar ett stort minus finns en väsentlig osäkerhetsfaktor som kan leda till betydande tvivel om bolagets förmåga att fortsätta verksamheten...

Skatter och avgifter har under året betalats för sent. Styrelsen har därmed inte fullgjort sina skyldigheter enligt 8 kap. 4 § aktiebolagslagen. Moms har inte redovisats inom lagstadgad tid.

Årsredovisningen har inte upprättats i sådan tid att det varit möjligt att, enligt 7 kap 10 § aktiebolagslagen, hålla bolagsstämma inom sex månader efter räkenskapsårets utgång. Bolaget har i strid med aktiebolagslagens 25 kap 13-16 § inte upprättat kontrollbalansräkning 1 eller 2. Någon ansökan hos tingsrätten om beslut om likvidation, enligt 25 kap 17 § aktiebolagslagen, har inte gjorts.”

I sju fall (AH, FH, RL) pekar både Z'-score och förvaltningsberättelsen på hög risk, medan revisionsberättelsen visar låg risk. Motsatt situation mellan förvaltnings- och revisionsberättelse återfinns i sex fall (AH, FL, RH), där Z'-score och revisionsberättelsen indikerar hög risk, men förvaltningsberättelsen signalerar låg risk.

Det finns också sju företag (AH, FL, RL) där endast Z'-score visar hög risk, medan både förvaltnings- och revisionsberättelsen visar låg risk. Det innebär att Z'-score i dessa fall är ensam om att signalera finansiell osäkerhet.

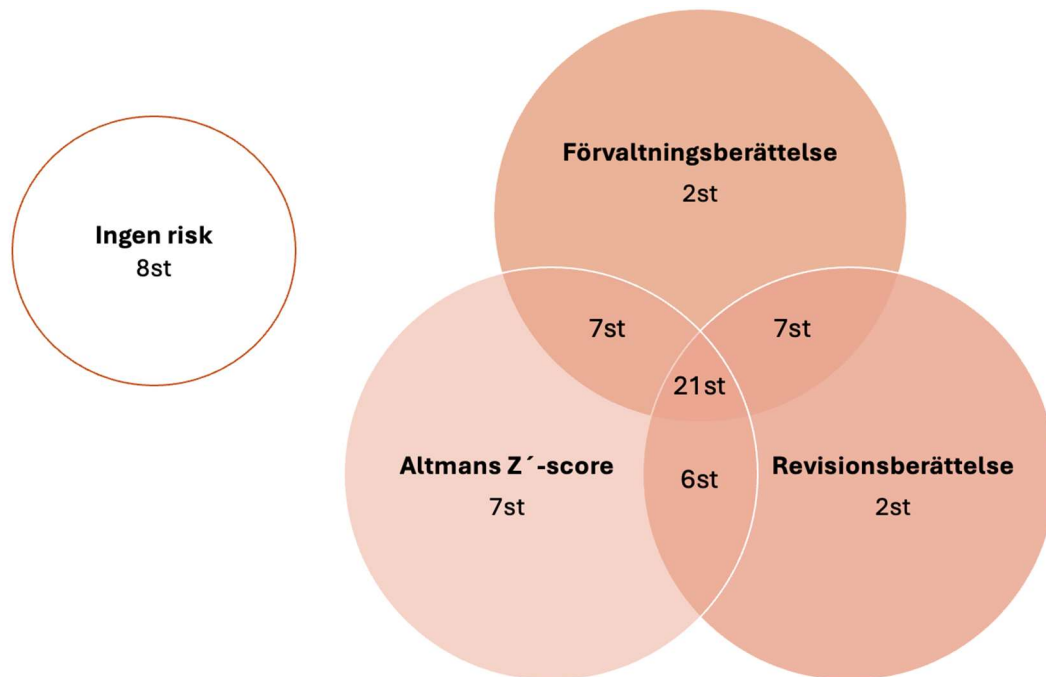
Vidare återfinns sju företag (AL, FH, RH) där endast Z'-score visar låg risk, medan de två textbaserade källorna signalerar hög risk. Det är också värt att notera att det finns två fall där endast en av de två textkällorna visar hög risk: i (AL, FH, RL) är det enbart förvaltningsberättelsen som signalerar risk, och i (AL, FL, RH) är det enbart revisionsberättelsen.

Slutligen visar åtta företag (AL, FL, RL) låg risk i samtliga tre källor, vilket innebär att samstämmighet förekommer även i den andra ytterligheten.

Sammanställningen visar att variationen mellan kombinationerna är relativt stor. Med undantag för de 21 företag som uppvisar full samstämmighet kring hög risk, samt de åtta företag där samtliga källor pekar på låg risk, är övriga fall fördelade mellan flera olika konstellationer.

Tabell 5 Sammanställning av analysmodell

Kombination	Beskrivning	Antal företag	Procent
AH, FH, RH	Alla tre indikatorer visar hög risk (full samstämmighet)	21	35 %
AH, FH, RL	Z'-score + förvaltningsberättelse visar hög risk, revision visar låg risk	7	11,6 %
AH, FL, RH	Z'-score + revision visar hög risk, förvaltningsberättelse visar låg risk	6	10 %
AH, FL, RL	Endast Z'-score visar hög risk	7	11,6 %
AL, FH, RH	Endast Z'-score visar låg risk, de andra visar hög risk	7	11,6 %
AL, FH, RL	Endast förvaltning visar hög risk	2	3,3 %
AL, FL, RH	Endast revision visar hög risk	2	3,3 %
AL, FL, RL	Alla tre visar låg risk (full samstämmighet)	8	13,3 %
Totalt		60 företag	



Figur 8 Resultat analysmodell

Full samstämmighet (högrisk) förekommer i 21 av 60 fall (35 %).

Full samstämmighet (låg risk) finns i 8 av 60 fall (13 %).

Avvikelse mellan källor förekommer i 31 av 60 fall (52 %), vilket visar på varierande bedömningar av konkursrisk.

Analysmodellens träffsäkerhet 52 av 60 (87 %)

4.5 Ej förväntade empiriska data

Utöver de huvudsakliga resultaten från analysen av Altman Z' -score, förvaltningsberättelser och revisionsberättelser identifierades två grupper av företag som avvek från övriga mönstret i materialet av vad som eftersöktes men ändå framkom. Den första gruppen består av åtta företag som inte uppvisade några tecken på förhöjd konkursrisk enligt någon av de tre indikatorerna. Den andra gruppen utgörs av 17 företag som helt saknade revisionsberättelse i sina årsredovisningar. Dessa båda grupper har därför analyserats mer ingående för att belysa särskilda mönster och avvikelser i det empiriska underlaget.

4.5.1 Företag med låg risk för konkurs

Vid den andra granskningen, som omfattade företag som klassificerats som låg konkursrisk enligt samtliga tre indikatorer: Altman Z' -score, förvaltningsberättelse och revisionsberättelse sammanställdes ytterligare information om dessa verksamheter. För att tydliggöra vilken typ av konkursrelaterade faktorer som framkom i dokumentationen har företagen delats in i kategorier utifrån gemensamma orsaker till konkurs.

I tabellen presenteras dessa kategorier tillsammans med företagsnummer, gemensamma drag och ett representativt citat från något av företagen inom varje grupp. Citatet fungerar som ett konkret exempel på hur konkursrisker uttrycks i det empiriska materialet och ger en illustration av varje orsakstyp. Företagens egna formuleringar och dokumentation visar att orsakerna till konkurs varierar, men kan grupperas utifrån återkommande mönster i materialet.

Tabell 6 Företag med låg risk för konkurs

Kategori	Företag	Gemensamma drag	Exempelcitat
Finansiell kris/ likviditetsproblem	2, 3, 7, 8	Svag likviditet, dålig lönsamhet, svårighet att betala skulder, ohållbar tillväxt	"Sinande kassa och ökade kortfristiga fordringar." (Företag 8)
Strukturella/ operativa svagheter	5, 6, 7	Ineffektiv resursfördelning, oflexibel kostnadsstruktur, tillväxt utan lönsamhet.	"De anställda bor övervägande i Litauen och Turkiet, en i Sverige." (Företag 6)
Extern påverkan (marknad/makro)	3, 4	Samhällsekonomisk påverkan eller förlorat kundförtroende.	"En osäker samhällsekonomi satte sina djupa sår i lönsamheten." (Företag 3)
Administrativ eller juridisk orsak	1, 2	Försummelse av årsredovisning, juridiska tvister.	"Man bedömde att man inte kan betala sina skulder – en icke tillfällig situation." (Företag 2)

4.5.2 Revisionspliktiga företag utan revision

Vid närmare genomgång av de 17 företagen som exkluderades från huvudpresentation av empirin pga avsaknad av revision och därmed revisionsberättelse, framkom att sju av dessa företag formellt ändå uppfyllde kraven enligt svensk aktiebolagslagstiftning avseende revisionsplikt. Dessa företag redovisas i tabellen nedan. I den fortsatta granskningen av dessa företag identifierades vissa återkommande mönster. En gemensam faktor var att samtliga utgörs av mindre företag med färre än tio anställda och företagen har varit verksamma i mellan fem och sexton år.

Tabell 7 Företag med revisionsplikt

Typ av orsak	Företag	Gemensamma drag
Finansiell obalans	Z1, Z4, Z5, Z6 3-5 anställda Grundade 2013-2019 (6-12 år)	Negativt resultat, obalans mellan kostnader och intäkter, låg likviditet.
Yttre marknadspåverkan	Z3, Z5, Z6 4-6 anställda Grundade 2014-2020 (5-9 år)	Förändringar i marknadsvillkor, t.ex. minskad efterfrågan eller stigande kostnader.
Formella/administrativa brister	Z2, Z7 3 eller 9 anställda Grundade 2009. 2016 (9-16 år)	Saknad årsredovisning (Z2), oklar ledningsstruktur eller anmärkningar (Z7).

Förlust av förtroende	Z7 9 anställda Grundad 2009 (16 år)	Negativt omdöme och anmärkning hos Allmänna reklamationsnämnden.
Snabb eller obalanserad tillväxt	Z1 5 anställda Grundad 2016 (9 år)	Fördubblad verksamhet utan anpassad kostnadsstruktur eller likviditet

4.5.2 Ej revisionspliktiga företag

Vidare av de 17 företag utan revisionsberättelser, har tio företag passerade genom sökfiltret och samtidigt kunde klassificeras som ej revisionspliktiga. Följande redovisning sammanfattar den information som framkom om dessa tio företag.

Tabell 8 Företag utan revisionsplikt

Företag	Verksamhet	Revisionsplikt	Trolig konkursorsak
X1	Bilverkstad 4 anställda	Nej	Personalstruktur misstänkt anpassad för att undvika revision
X2	Tillverkn. av duschar, 23 anställda	Nej- nystartat	Inte tillräckligt etablerad verksamhet.
X3	Bageri 3 anställda	Nej	Formell orsak bosättningskrav av styrelsen ej uppnått
X4	Ytbehandl. av metall 3 anställda	Nej	Övertag av konkursbo
X5	Maskintillverkning 3 anställda	Nej -småskalig	Låg likviditet, få kunder, projektrisker
X6	Orientalisk café butik 6 anställda	Nej	Höga kostnader, låg ökning av omsättning
X7	Bageri 9 anställda	Nej	Obalanserad tillväxt i personal och kostnader
X8	Bemannning & entreprenad, 22 anställda	Nej	Förlust av stora kontrakt, svårt att minska personalstyrkan i tid, likviditetsproblem
X9	Fordonsproduktion 3 anställda	Nej	Höga skulder, låg marginal
X10	Entreprenad & asfalt 12 anställda	Nej	Snabb tillväxt, bristande lönsamhet

Av dessa företag fanns det ett som ej använt revisor och uppvisade ett avvikande mönster i sin personalpolitik. Företaget redovisade ett växlande antal anställda över tid, vilket innebar att det antal anställda understeg gränsvärdet för revisionsplikt. Hade personalstyrkan hade varit jämnt fördelad över åren, hade företaget kunnat falla inom ramen för revisionsplikt, se nedan:

Nyckeltal						
	2019-04	2020-04	2021-04	2022-04	2023-04	2024-04
STORLEK						
Antal anställda	3	0	3	4	0	4

5. Analys

Syftet med denna studie har varit att undersöka hur väl den finansiella prediktionsmodellen Altman Z' -score stämmer överens med ledningens och revisorns uttalanden om fortsatt drift i årsredovisningar från svenska tillverkningsföretag som gått i konkurs. Vi har i studien kombinerat kvantitativa data (Z' -score) med kvalitativa bedömningar av förvaltningsberättelser och revisionsberättelser för att jämföra om dessa samstämmigt visar på risk för konkurs med samma styrka genom en kvalitativ metod.

5.1 Altman Z' -score

Sett till resultatet från Altmans Z' -score (se figur 4.1 och 4.2) indikerar resultatet på att i dessa fall fungerar modellen relativt väl som en tillförlitlig indikator på finansiell hälsa eller ohälsa. Detta stöds av Altman m.fl. (2016) samt Karas och Reznakova (2017) som framhåller att modellen har god träffsäkerhet på kort sikt. Modellen i denna studie är särskilt relevant eftersom den tillämpas på tillverkande företag, den målgrupp som Altmans Z' -score modell är utvecklad för (Altman., 2017). Detta kan bidra till att förklara den relativt höga träffsäkerheten i just dessa fall. Samtidigt visar Karas och Reznakova (2017) att modellens resultat påverkas av vilken bransch och vilket land den används i, och vilka ekonomiska villkor som gäller, vilket säkert också påverkat vårt resultat då det undersökts 60 st företag som inlett konkurs under ett år men ändå ses 32 procent utifrån modellen endast ha låg risk för konkurs.

En tänkbar förklaring är att modellen inte beaktar yttre samhällsekonomiska faktorer som exempelvis konjunkurläge, räntenivåer eller lagändringar, vilka alla kan påverka ett företags förmåga att överleva. Som tidigare diskuterats (avsnitt 2.6), kan externa förändringar i samhällsekonomin snabbt få konsekvenser för företags kassaflöde, kreditmöjligheter och efterfrågan på varor och tjänster. I vissa fall kan till och med välskötta företag drabbas av konkurs om omvärldsläget försämras drastiskt. Detta visar på vikten av att komplettera kvantitativa modeller som Altman Z' -score med samhällsekonomiska indikatorer för att få en mer heltäckande bild av konkursrisker. Detta bekräftas även i Mukhopadhyay och Bhattacharya (2024), som i sin studie av indiska företag visar att träffsäkerheten i Z' -score-modellen påverkades negativt efter införandet av det nya insolvenssystemet (IBC 2016), eftersom modellen inte tog hänsyn till förändrade institutionella och ekonomiska villkor.

Att Z' -scoremodellen missar risken i ett antal av företagen kan bero på att den använts på svenska företag och troligtvis med andra ekonomiska villkor samt att alla konkurserna inte behöver bero på finansiella faktorer utan det kan ha inträffat andra händelser som gjort att de valt att försätta företaget i konkurs. Därför är det viktigt att vara försiktig när vi tolkar resultaten, särskilt när modellen används utanför sin ursprungliga kontext.

5.2 Förvaltningsberättelsens signaler

Forskningen visar att förvaltningsberättelsen har en viktig men ofta komplicerad roll när det gäller att kommunicera risker kopplade till ett företags framtida överlevnad. Alexeyeva och Sundgren (2022) visar att det är ovanligt att företagsledningen uttryckligen skriver att det finns osäkerhet kring fortsatt drift, även i de fall där företaget senare försätts i konkurs. Resultatet från vår studie visar att liknande tendenser finns men att det ändå är mer vanligt att ledningen signalerar och uttalar sig om fortsatt drift än att de inte gör det (se figur 4.3 och 4.4). Det är 62 procent av de företagen vi granskade som lyfter fram att det finns svårigheter och osäkerhet för företags framtid i sin förvaltningsberättelse även fast de alla slutat i inledd konkurs. I tidigare forskning (Alexeyeva & Sundgren, 2022; Visvanathan, 2021) visar att förvaltningsberättelser sällan innehåller direkta uttalanden om osäkerhet kring fortsatt drift, även när sådana risker faktiskt föreligger, vilket vi också sett i vår studie. Istället används ofta omskrivningar eller vaga formuleringar, vilket gör att signalerna är svåra att identifiera. Om uttalandena var vaga, otydliga eller till och med obefintliga skrivningar så kunde ledningen uttrycka sig som "Under året har orderingången ökat med en högre nettoomsättning som följd. Resultatet tyngs av fortsatta investeringar för att effektivisera verksamheten..." eller "Efter balansdagen har bolagets fastighet avyttrats med överskott.". Vad detta kan beror på går att härleda till många anledningar och förklaringar som troligen hade kunnat besvarats av författarna till förvaltningsberättelserna. En orsak till nedtoningen skulle kunna vara att inte vilja skrämman iväg kunder, leverantörer eller skapa en för ledningen onödig osäkerhet kring sitt företag som försvårar verksamhetens överlevnad än mer. Samtidigt som problem och oväntade händelser i företagande alltid kan dyka upp och därmed synas på andra ställen, så som i de finansiella siffrorna, så skulle en bra skriven förvaltningsberättelse tydliggöra företags situation, visa på en handlingsplan för att komma framåt i situationen och även visa på hur dessa svårigheter ska undvikas i framtiden så kan det skapa en större tilltro hos dem som på något vis är involverade i företaget.

Sedan ser vi en hel del företag som faktiskt öppet och tydligt redovisar olika typer av svårigheter, ekonomiska problem och osäkerheter kring fortsatt drift så som "Det råder osäkerhet kring bolagets förmåga att betala skulderna inom ramen för bolagets verksamhet men styrelsen och dess ägare är trygga i att driva bolaget vidare" eller "Bolagets egna kapital är förbrukat sedan föregående räkenskapsår, någon kontrollbalansräkning enligt ABL 25 kap 13§ har ej upprättats. Bolaget drivs vidare enligt ABL 25 kap 18§". Detta tar också Chiosea och Hategan (2024) upp när de skriver att förvaltningsberättelsen har blivit en central del i kommunikationen om fortsatt drift i modern redovisningspraxis samt att tydlig och tillgänglig information är särskilt viktig i tider av ekonomisk osäkerhet. Det vi kan se här är att trots att ledningen varit öppen och tydlig i sin kommunikation så har det ändå inte hjälpt företaget att undvika konkurs, men förhoppningsvis tack vare deras öppenhet kanske de har hjälpt andra kring dem att inte dras djupare in i deras konkurs och drabbas hårt till följd av den.

Den ojämna nivån på innehållet i förvaltningsberättelserna försvårar jämförbarheten mellan företag och gör det nödvändigt att tolka informationen i förvaltningsberättelsen i ljuset av andra indikatorer. Eftersom företagen är privatägda och därmed inte omfattas av samma upplysningskrav som börsnoterade bolag gör det företagen ännu svårare för användare av

årsredovisningarna att navigera runt. Detta uttrycker även Visvanathan (2021) som kompletterar detta perspektiv genom att undersöka hur upplysningar i förvaltningsberättelsen samverkar med andra indikatorer på konkursrisk, till exempel förändringar i uppskjutna skattefordringar. Han visar att förvaltningsberättelsen visserligen kan ge viktig information, men att den sällan räcker på egen hand för att förutse konkurs. Den behöver därför kombineras med andra källor för att ge en mer tillförlitlig bild av företagets framtidsutsikter. Därför väljer vi att ta detta vidare i vår studie och inte stanna vid förvaltningsberättelsen isolerat utan ställa den ihop och i perspektiv med Altmans Z' -score samt revisionsberättelsen.

5.3 Revisorns roll och signaler

Revisionsberättelsen har i denna studie visat sig vara en central, men samtidigt selektiv, källa till information om konkursrisk. Av de 60 företag som inkluderats i analysen hade 36 en ören revisionsberättelse, alltså med anmärkningar, varningar om fortsatt drift eller båda. Detta innebär att revisorns bedömning i 60 procent av fallen kunde användas som enskild indikator på förhöjd risk. De vanligaste anmärkningarna rörde brister i skatteinbetalningar, bokföringsskyldigheter, kontrollbalansräkningar eller otillåtna lån, alltså avvikelser från lagstadgade krav, vilket stärker revisorns funktion som rättslig riskgranskare.

Detta är i linje med Chiosea och Hategan (2024), som menar att revisionsberättelsens styrka ligger i dess standardiserade struktur, objektivitet och koppling till formella regelverk. Uttalanden som exempelvis ”Bolaget har i strid med aktiebolagslagens 25 kap. 13–16 §§ inte upprättat kontrollbalansräkning” bär ett betydande signalvärde, särskilt i kombination med låg soliditet och negativt resultat. I flera fall var det endast revisorn som uppmärksammade dessa missförhållanden vilket bekräftar revisorns roll som oberoende informationskälla utanför ledningens berättelse (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

Samtidigt visar analysen på en återhållsamhet hos revisorn att uttrycka osäkerhet om fortsatt drift. I 22 % (13 av 60) av fallen saknades varningar i revisionsberättelsen trots tydliga indikationer från andra källor. Detta stödjer tidigare forskning som pekar på att revisorer sällan uttalar sig tydligt om fortsatt drift om inte bevisläget är starkt (Alexeyeva & Sundgren, 2022). Det professionella ansvar som åvilar revisorn innebär att det krävs en hög bevisnivå för att avvika från standardformuleringar. Denna försiktighet innebär att revisionsberättelsen i vissa fall har ett begränsat förklaringsvärde i tidiga stadier av finansiell stress.

Av särskilt intresse är dock de fall där revisorn ensam signalerade risk, utan motsvarande utsagor från ledning eller Z' -score (AL, FL, RH). Detta bekräftar att revisionen, i enlighet med Visvanathan (2021), kan tillföra unik och kompletterande information om exempelvis juridiska eller skattemässiga risker som inte syns i finansiella nyckeltal eller textbaserade årsberättelser. Den oberoende granskningen kan här fylla en lucka i det övriga informationsflödet, vilket stärker värdet av triangulering mellan informationskällor.

Trots styrkan i sin formella och standardiserade struktur är revisionsberättelsen inte immun mot tolkningar och begränsningar. Det juridiska språkbruket kräver läsförmåga och insikt hos mottagaren, särskilt när anmärkningar uttrycks indirekt. Likaså sker viktiga bedömningar om fortsatt drift ofta genom frånvaro av varning snarare än närvaro något som ökar risken för feltolkningar om inte läsaren är medveten om detta mönster.

Sammantaget visar denna studie att revisionsberättelsen är en stark indikator på konkursrisk när den väl varnar. Den har hög specifik träffsäkerhet vid dokumenterade överträdelser men visar låg känslighet i gränsfall. Därför är dess fulla värde först synligt när den tolkas tillsammans med andra informationskällor, som Z' -score och förvaltningsberättelse. Revisorns roll bör därmed förstås som både kontrollerande och kompletterande i konkursbedömningar men inte som ensamt tillräcklig.

5.4 Samstämmighet mellan Z' -score, förvaltnings- och revisionsberättelse

Samstämmighet mellan de tre informationskällorna Z' -score, förvaltningsberättelse och revisionsberättelse förekom i totalt 29 av 60 fall (48 procent), där 21 företag indikerade hög risk i samtliga källor, och åtta företag låg risk i samtliga källor. Detta innebär att modellen uppvisar en relativt god träffsäkerhet i ytterlighetsfall, särskilt när konkursrisk är starkt manifesterad i både finansiella siffror och berättelser. Dessa fall bekräftar tidigare forskning om kombinerade analysers styrka (Altman m.fl., 2016; Visvanathan, 2021).

Det mest framträdande mönstret i de avvikande fallen är att Z' -score ofta fungerar som en tidig indikator, medan textbaserade källor (förvaltnings- och revisionsberättelse) i vissa fall underlåter att uttrycka risk. I sju fall signalerade endast Z' -score hög risk (AH, FL, RL), medan förvaltning och revisorn inte gjorde det. Detta stärker argumentet från Karas och Reznakova (2017) om att statistiska modeller kan upptäcka begynnande finansiell instabilitet innan den blir synlig i kommunikationen.

Omvänt fanns också fall där textkällor indikerade risk men Z' -score inte gjorde det (t.ex. AL, FH, RH). I dessa fall är det troligt att narrativen speglade andra risker exempelvis likviditetsproblem, juridiska hot eller framtida osäkerheter som ännu inte fått genomslag i nyckeltalen. Detta stöds av Chiosea och Hategan (2024), som framhåller att icke-finansiella faktorer kan utgöra betydande fortsatt driftsignaler, särskilt i företag med komplex eller snabbföränderlig riskprofil.

Ett särskilt intressant fynd är de sex företag där både Z' -score och revisorn signalerade risk, men där förvaltningsberättelsen förblev tyst (AH, FL, RH). Detta bekräftar den strategiska försiktighet i språk användningen som tidigare identifierats av Alexeyeva och Sundgren (2022) där ledningen medvetet underlåter att kommunicera problem för att inte skapa oro eller trigga självuppfyllande effekter.

Vidare uppvisade två företag (AL, FL, RH) endast varningssignaler från revisorn. Trots att dessa fall är få, illustrerar de revisionens unika roll som extern granskare med tillgång till detaljer som andra parter saknar, till exempel allvarliga brister i redovisning, brott mot

aktiebolagslagen eller förseningar i skatt och avgifter. Dessa fall understryker det värde som revisorns granskning tillför som oberoende riskindikator (Alexeyeva & Sundgren, 2022; Chiosea & Hategan, 2024).

Detta visar att samstämmighet mellan informationskällor ökar prediktionens tillförlitlighet, men att frånvaron av samstämmighet inte nödvändigtvis innebär att risk saknas snarare kan det vara ett uttryck för informationsasymmetri, bristande transparens eller att olika källor belyser olika dimensioner av konkursrisk. Detta bekräftar behovet av en triangulär analysmodell som kombinerar kvantitativa mått med kvalitativa tolkningar för att ge en mer heltäckande bedömning av företags finansiella hälsa.

5.4.1 Olika typer av varningssignaler från indikatorerna

I 52 procent av fallen uppstod någon form av diskrepans mellan informationskällorna. Den vanligaste kombinationen var att Z' -score visade hög risk medan förvaltnings- och/eller revisionsberättelsen signalerade låg eller ingen risk. Exempelvis visade sju företag endast hög risk enligt Z' -score (AH, FL, RL), medan ytterligare 13 företag visade delvis överensstämmelse mellan två indikatorer.

Att Z' -score ofta är den indikator som först signalerar finansiella problem kan förklaras av dess kvantitativa karaktär. Modellen bygger på objektiva finansiella nyckeltal och påverkas inte av språkliga val eller bedömningsmässiga avvägningar. Däremot är det, som Alexeyeva och Sundgren (2022) visar, vanligt att både ledningen och revisorn undviker att uttrycka tydliga uttalanden om fortsatt drift, även när ekonomiska problem föreligger. Denna försiktighet kan dels förklaras av en oro för självuppfyllande profetior, dels av en vilja att undvika rättsliga konsekvenser (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

Även Chiosea och Hategan (2024) framhåller att revisorn sällan uttalar sig om fortsatt drift om inte bevisen är mycket starka. Detta innebär att även företag med allvarliga ekonomiska problem kan ha revisionsberättelser utan varningssignaler, vilket förklarar en del av de observerade diskrepanserna.

Resultaten visar att samstämmighet mellan alla tre informationskällor Altman-modellen, förvaltningsberättelsen och revisionsberättelsen endast förekom i 21 av 60 fall (35 %). I resterande fall förekom diskrepanser, där en eller två av källorna signalerade konkursrisk medan den tredje inte gjorde det. Detta tyder på att prediktion av konkurs är en komplex process där olika källor fångar upp olika aspekter av ett företags ekonomiska hälsa.

Altman Z' -score framstår som den mest konsekventa indikatorn på finansiell stress. I flera fall var det endast Z' -score som signalerade hög risk, trots att företagets årsredovisning inte innehöll några varningssignaler i vare sig förvaltnings- eller revisionsberättelsen. Detta stärker modellens värde som ett objektiva komplement till subjektiva bedömningar. Samtidigt fanns fall där ledningen uttryckt oro eller kontrollbalansräkning upprättats, utan att modellen indikerade risk vilket visar att kvalitativa bedömningar också kan vara träffsäkra i specifika kontexter, särskilt vid plötsliga händelser eller efter balansdagen.

Förvaltningsberättelsen visade sig ofta vara otydlig eller försiktigt formulerad, även när tecken på ekonomiska problem förekom. Det framkom i analysen att språkliga nyanser, omskrivningar och frånvaro av tydlig information gjorde att läsaren behövde tolka mellan raderna. Detta stärker argumentet att förvaltningsberättelsen, i sin nuvarande form har en prediktiv funktion på ca 62 % om den inte kombineras med andra informationskällor.

Sammantaget visar studien att ingen enskild källa är tillräcklig för att med hög träffsäkerhet förutse konkurs. Där exempelvis där flera forskare fortfarande menar Altmans Z' -score är användbar, så har den ändå sina begränsningar vilket Abid m.fl. (2022) pekar på och lyfter istället fram mer avancerade modeller, som bygger på maskininlärning, kan prestera bättre eftersom de tar hänsyn till fler typer av information. Det har visat sig även i denna studie att Altmans modell fortfarande är användbar men framför allt väldigt enkel och tydlig att använda och baseras på lättillgänglig information men inte tillräckligt träffsäker i sig själv. Detsamma gäller även förvaltnings- och revisionsberättelsen som i lite varierande grad också har en viss träffsäkerhet men också sina brister. Den mest tillförlitliga bilden uppstår när både finansiella modeller och textbaserade uttalanden kombineras. För praktiker såsom investerare, revisorer och kreditgivare innebär detta att ett flerkälligt angreppssätt bör tillämpas vid bedömning av företags finansiella hälsa. Detta ger ett ganska tydligt utslag i studien med där resultatet visar från de enskilda grupperna är det ca 20st företag på varje som klassas med låg risk, Altman, förvaltning och revision, men när det istället sammanställs i analysmodellen och de samverkar är det endast 8st företag av de 60st som granskades som går igenom utan att visa någon risk.

5.5 Ej förväntade empiriska data

En intressant och oväntad observation i studien är att åtta företag gick i konkurs utan att några varningssignaler kunde identifieras i vare sig Altman Z' -score, förvaltningsberättelser eller revisionsberättelser. Detta väcker frågor om modellens och de kvalitativa bedömningarnas känslighet och om vissa typer av konkursrisker faller utanför ramen för traditionella prediktionsverktyg. Ytterligare 17 företag saknade revisor vilket vi har granskat en andra gång för att se om det finns några samband eller likheter mellan dem.

5.5.1 Företag med låg risk för konkurs

Den grupp företag som enligt alla tre bedömningsmetoder Altman Z' -score, förvaltningsberättelse och revisionsberättelse såg ut att ha låg risk för konkurs, men ändå gick i konkurs, visar att traditionella sätt att bedöma företag ibland inte räcker till. Det här bekräftar vad tidigare forskning visat: att viktiga varningssignaler kan saknas i både siffror och text (Alexeyeva & Sundgren, 2022; Visvanathan, 2021).

När dessa åtta företag granskades mer noggrant framkom flera gemensamma problem. Ett mönster var ekonomisk svaghet, särskilt brist på likvida medel alltså pengar som kan användas direkt och en snabb tillväxt som företaget inte klarade av att hantera. Till exempel växte ett

företag snabbt utan att ha tillräcklig kontroll över sin verksamhet. Det är något som Bragoli m.fl. (2022) lyfter som ett vanligt problem bland mindre företag, särskilt inom tillverkning.

Flera av företagen påverkades också av yttre faktorer, som en svag marknad eller förändrade samhällsförhållanden. Ett av företagen tappade till exempel lönsamhet på grund av pandemin och ökade kostnader. Enligt Visvanathan (2021) är det just sådana yttre förändringar som ofta slår hårdast mot företag med små ekonomiska marginaler.

Det fanns även andra orsaker, som bristande struktur eller ledningsproblem. Ett av företagen hade till exempel inte lämnat in årsredovisningen i tid, vilket kan verka som ett litet misstag men enligt Alexeyeva och Sundgren (2022) kan det tyda på större problem i hur företaget styrs. I ett annat fall tappade företaget kundernas förtroende, vilket också är en viktig varningssignal och ibland mer avgörande än siffrorna i sig (Altman m.fl., 2016).

I många fall verkar det ha varit en kombination av problem som ledde till konkurs: ekonomiska svårigheter, svag organisation och yttre motgångar. Detta stämmer med vad Chiosea och Hategan (2024) beskriver som en vanlig orsak till konkurs idag att det ofta handlar om flera samverkande faktorer.

Detta visar att Altman Z' -score och årsredovisningens texter inte alltid fångar upp när ett företag är i fara. Som Abid m.fl. (2022) föreslår behövs fler typer av data, till exempel information om ledningens bakgrund, branschförhållanden eller externa händelser. Även Ivanova m.fl. (2024) visar att chefer med tidigare konkurskopplingar oftare leder företag som får ekonomiska problem vilket vi här inte vet något om. För att bättre förstå och förutse konkursrisk i framtiden behöver alltså fler perspektiv vägas in än bara siffror och uttalanden i årsredovisningen.

5.5.2 Revisionspliktiga företag utan revision

Att sju företag i materialet saknade revisionsberättelse trots att de uppfyllde kraven för revisionsplikt väcker frågor om efterlevnaden av redovisningsregler och tillsynens effektivitet. Detta är särskilt relevant eftersom flera av dessa företag uppvisade tydliga tecken på finansiell instabilitet. Avsaknaden av revision innebär att dessa signaler inte genomgick extern granskning, vilket minskar möjligheterna att upptäcka risker i tid både för företaget självt och för externa intressenter som långivare och leverantörer.

Förekomsten av finansiell obalans, marknadsberoende och administrativa brister bland dessa bolag indikerar att revisionen hade kunnat fylla en viktig funktion som skyddsmekanism. Tidigare forskning har visat att revisorns bedömning ofta fungerar som ett komplement till finansiella mått och kan fånga upp varningstecken som inte omedelbart syns i nyckeltalen (Alexeyeva & Sundgren, 2022). När den granskningen uteblir, ökar risken för att företag med svagheter i exempelvis likviditet, styrning eller affärsmodell inte uppmärksammas förrän det är för sent.

Särskilt problematiskt är detta i tillverkningssektorn, där företagens affärsstruktur ofta är mer komplex än vad som framgår av ett fåtal finansiella indikatorer. I linje med Bragoli m.fl. (2022) och Altman m.fl. (2016) visar denna grupp att även formellt mindre bolag kan bära på omfattande strukturella risker, och att frånvaron av revision riskerar att dölja dessa.

Företagens långvariga verksamhetstid (5–16 år) förstärker bilden av att det inte handlar om tillfälliga eller nystartade bolag, utan om etablerade aktörer som ändå undgått regelmässig granskning. Det väcker frågor om hur revisionsplikten efterlevs i praktiken, och om vissa företag medvetet manövrerar under tröskelvärden för att undvika extern kontroll.

Utifrån ett riskhanteringsperspektiv pekar denna grupp på behovet av bättre uppföljning från myndigheter och kanske även en översyn av nuvarande gränsvärden för revisionsplikt. Resultatet stödjer också argument för att kombinera kvantitativa modeller med fler typer av kvalitativa granskningar inte bara av finansiella data, utan även av organisatorisk struktur, efterlevnad och ledningspraxis (Visvanathan, 2021; Ivanova m.fl., 2024).

5.5.3 Ej revisionspliktiga företag

Den andra delgruppen består av tio företag som inte omfattades av revisionsplikt enligt gällande lagstiftning och därmed saknade revisionsberättelser i sina årsredovisningar. Även om dessa företag formellt sett inte brutit mot några regelverk, ger deras konkursfall ändå anledning till reflektion. Många av dem uppvisade mönster som tyder på svagheter i verksamhetsstruktur, styrning eller ekonomisk motståndskraft, faktorer som en revision om möjligt hade kunnat synliggöra i ett tidigare skede.

Denna grupp visar att även företag som inte är revisionspliktiga kan bära på konkursrisker. Bristen på extern granskning innebär att dessa risker förblir interna tills de visar sig i form av akuta problem. Det förstärker bilden av att revisionsplikten även om den är lagstadgad utifrån objektiva gränsvärden inte alltid fångar upp de verksamheter där kontrollbehovet faktiskt är störst. Som Visvanathan (2021) påpekar är det just i företag utan stark extern uppföljning som osäkerhet kring fortsatt drift lättast passerar obemärkt.

Flera av dessa företag drev verksamhet i småskalig form, ofta med låg personalstyrka och begränsad finansiell kapacitet. Men två av de granskade företagen hade relativt många anställda (över 20) och mer omfattande verksamhet vilket visar att antalet anställda inte alltid är en tillräcklig indikator för när revision bör krävas. Ett exempel är också företaget med varierande personalstyrka över tid, vilket tyder på en möjlig strategisk anpassning för att undvika revisionsplikt. Det illustrerar ett potentiellt kryphål i regelverket och behovet av att granska hur revisionsgränser efterlevs i praktiken (Alexeyeva & Sundgren, 2022).

Utöver interna brister, som obalanserad tillväxt och låg lönsamhet, förekom även externa faktorer som försämrade kundrelationer, kontraktsförluster och projektberoende intäkter. Dessa är svåra att fånga upp i standardiserade nyckeltal, men kan få avgörande konsekvenser för

verksamhetens överlevnad. Som Altman m.fl. (2016) visar, är det ofta samspelet mellan interna och externa faktorer snarare än ett enskilt mått som faller avgörandet.

Analysen visar här att bara för att ett företag saknar revision betyder det inte att det är låg risk snarare kan det vara svårare att upptäcka riskerna. Det här visar att vi kan behöva finna ännu bättre sätt att förutse konkurser. Det räcker inte att enbart följa formella regler. Analysmodeller som också tar hänsyn till företagets verksamhet, bransch och andra viktiga omständigheter kan ge en mer träffsäker bild. Om man dessutom använder fler externa datakällor och information som är anpassad till den specifika situationen, kan träffsäkerheten bli ännu bättre särskilt för företag som ligger nära gränsen mellan att uppfylla reglerna och att faktiskt ha ekonomiska problem (Abid m.fl., 2022; Bragoli m.fl., 2022). Samtidigt som det väcker frågan om det är möjligt att fånga upp alla eventuella signaler om risk för konkurs.

5.5.4 Återhållsamma revisionsuttalanden

Ett särskilt intressant fynd är att vissa revisionsbyråer inte indikerade någon risk trots att både Z'-score och förvaltningsberättelsen pekade på hög risk för konkurs (kombination AH, FH, RL med 6 fall). I dessa fall var revisorns rapport fri från både anmärkningar och uttalanden om fortsatt drift, trots att exempelvis uttalanden om kapitalbrist eller negativa resultat återfanns i förvaltningsberättelsen, såsom: "Årsredovisningen utgör därför även kontrollbalansräkning ett." Detta skapar frågor om revisionspraxisens enhetlighet och bekräftar den försiktighet som tidigare forskning lyfter fram: att revisorer sällan varnar utan starkt dokumenterade bevis (Alexeyeva & Sundgren, 2022; Chiosea & Hategan, 2024).

Dessa avvikelser tyder på att revisorns bedömning inte bara grundar sig på extern finansiell information utan även påverkas av tolkning, praxis och eventuellt byråspecifika policyer. Det väcker frågor om revisionsberättelsens träffsäkerhet vid tidig riskidentifiering och indikerar att viss tystnad från revisionshåll kan bidra till att risker underskattas i analysen. I praktiken innebär detta att användare av revisionsberättelsen inte bör förlita sig enbart på dess innehåll, utan betrakta den som en del i ett större informationspussel.

6. Slutsats

6.1 Slutsats och diskussion

Studiens syfte avser att öka förståelsen för i vilken utsträckning företagsledningens och revisorns uttalanden om fortsatt drift överensstämmer med den kvantitativa bedömningen av konkursrisk enligt Altman Z' -score. Studien har även syftat till att öka förståelsen för vilken typ av information som är mest tillförlitlig vid bedömning av finansiell osäkerhet. Denna kunskap kan vara av värde för revisorer, investerare och andra intressenter som behöver fatta informerade beslut om företagens ekonomiska hälsa.

- I vilken utsträckning överensstämmer konkursprediktionsmodellen Z' -score med företagsledningens och revisorns uttalande om fortsatt drift i årsredovisningen för företag som senare inlett konkurs?

Studien visar att samstämmigheten mellan Altman Z' -score och innehållet i förvaltningsberättelser är begränsad. I några fall signalerade Z' -score en hög konkursrisk medan förvaltningsberättelsen var vag eller helt saknade indikationer på finansiell osäkerhet. Endast i knappt hälften av fallen (45 procent) kunde en gemensam riskbedömning identifieras. Därmed finns visst samband, men det är inte tillräckligt starkt för att förvaltningsberättelsen ska kunna ersätta finansiella modeller som Z' -score.

Revisionsberättelsen visade viss samstämmighet med Z' -score, men överensstämmelsen var inte konsekvent. I 47 procent av fallen innehöll revisionsberättelsen någon form av varning eller anmärkning som överensstämde med en hög risk enligt Z' -score. Det förekom dock flera exempel där revisorn inte uttalat sig om fortsatt drift trots att Z' -score visade på finansiell stress. Detta kan förklaras av att revisorn kräver starkare bevis för att utfärda en formell varning. Överensstämmelsen mellan dessa två källor är alltså måttlig, men revisionsberättelsen kan ändå ge viktig kompletterande information, särskilt om legala och redovisningsmässiga brister.

- Hur träffsäkra är konkursprediktionsmodell Z' -score, förvaltningsberättelsen och revisionsberättelsen i samverkan i förhållande till de empiriska konkursutbrott i tillverkningsföretag?

Analysen visar att träffsäkerheten hos varje enskild källa är relativt likvärdig och acceptabel. Z' -score är mest konsekvent som indikator på finansiell stress, medan förvaltningsberättelsen är lite mer försiktigt formulerad och revisionsberättelsen är ibland selektiv i sina varningar. Däremot ökar träffsäkerheten markant när de tre informationskällorna kombineras. I den samlade analysmodellen identifierades endast 8 av 60 företag (13 procent) som låg risk, jämfört med 20–24 (33–40 procent) per enskild metod. Detta visar att en triangulär metod, där kvantitativa data kombineras med kvalitativa bedömningar, ger en mer tillförlitlig förutsägelse av konkurs. Träffsäkerheten för analysmodellen när de olika delarna var i samverkan kring konkursprediktion blev 87 procent (52 av 60 företag).

Vi kan alltså konstatera att varje del för sig har sina begränsningar i träffsäkerheten i konkursprediktion, men om alla delar används tillsammans ökar träffsäkerheten avsevärt. Revisorn och förvaltningsberättelsen tillför faktiskt mer än vad tidigare studier inom området visat och bör därför ses som viktiga komponenter i konkursbedömningen.

Kombinationen av kvantitativa och kvalitativa metoder inom konkursprediktion har tidigare använts i begränsad utsträckning. Det kan bero på en starkare tilltro till en av metoderna, eller på den kritik som riktats mot textbaserade källor såsom förvaltnings- och revisionsberättelser i tidigare studier. En sådan inställning framstår dock som motsägelsefull särskilt med tanke på att lagstiftning ställer tydliga krav på att dessa rapporter ska innehålla relevant information om osäkerhet kring fortsatt drift och varningssignaler vid finansiella problem. Vilket vi kan se i vår studie där det framkommer att sådana varningar i hög grad faktiskt ges, vilket förstärker deras användbarhet i prediktion av konkurs. Vid en jämförelse mellan grupperna i Altman Z' -score framgår att modellens träffsäkerhet är relativt jämn mellan olika risknivåer, vilket antyder att modellen inte har en överlägsen förmåga att förutsäga konkurs. Den erbjuder visserligen ett mer objektivt och sifferbaserat perspektiv, men det innebär inte per automatik en högre träffsäkerhet. Därför framstår det som mer ändamålsenligt att inte begränsa bedömningen till endast en datakälla. Finansiella nyckeltal ger en översikt av företagets ekonomiska hälsa, men ytterligare information tillförs genom ledningens egna formuleringar samt en oberoende granskning genom revisorns utlåtande.

Så varför begränsa sig och endast använda sig av en källa till prediktion, när vi kan få information dels kring den finansiella hälsan i siffror, dels från förvaltaren av företaget som borde ha en god uppfattning om företagets hälsa och dels från en oberoende granskning av företaget. Denna studie är begränsad till en specifik bransch och till att endast granska företag som inlett konkurs, men tendenserna är ändå tydliga att information från fler perspektiv och källor ökar träffsäkerheten att kunna förutspå en konkurs. En bra konkursprediktionsmodell hjälper till att visa vilka företag som befinner sig i ekonomisk riskzon, detta är ett sätt att försöka minska de negativa effekterna av företagskonkurser. Sådan information är central för många aktörer så som investerare, långgivare och myndigheter men också för företagets egna beslutsfattare, som behöver fatta strategiska beslut i tid.

6.2 Studiens begränsningar

En begränsning i denna studie är att den enbart omfattar tillverkningsföretag som gått i konkurs under perioden april 2024 till april 2025, vilket begränsar generaliserbarheten till andra branscher och konjunkturcykler. Studien inkluderar inte heller företag som *inte* gått i konkurs, vilket innebär att träffsäkerheten i form av falska positiva eller negativa utslag inte kunnat utvärderas. Dessutom har endast det sista bokslutsåret före konkurs analyserats, vilket gör att långsiktiga mönster och utveckling över tid inte fångats upp.

6.3 Förslag till fortsatt forskning

Utifrån detta föreslås vidare forskning som inkluderar jämförelser med icke-konkursatta företag, samt studier över flera år för att identifiera tidiga varningssignaler. Det vore även värdefullt att bredda analysen till fler branscher, och att genom intervjuer med revisorer få insikt i hur beslut om varningar kring fortsatt drift fattas. Ett annat intressant område att undersöka närmare är om det finns skillnader mellan icke koncernföretag och koncernföretag i prediktionsmodellen. Slutligen kan utvecklingen av kombinerade modeller som väver samman finansiella nyckeltal med textbaserade och externa faktorer ge mer tillförlitliga verktyg för att bedöma konkursrisk i praktiken.

Referenslista

- Abid, I., Ayadi, R., Guesmi, K., & Mkaouar, F. (2022). A new approach to deal with variable selection in neural networks: An application to bankruptcy prediction. *Annals of Operations Research*, 313(1), 605–623. <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04236-4>
- Alexeyeva, I., & Sundgren, S. (2022). Do going concern disclosures in the management report and audit report signal bankruptcy risk? Evidence from privately held firms. *International Journal of Auditing*, 26(2), 171–192. <https://doi.org/10.1111/ijau.12257>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2016). Financial and nonfinancial variables as long-horizon predictors of bankruptcy. *Journal of Credit Risk*, 12(4), 49–78. <https://doi.org/10.21314/JCR.2016.216>
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131–171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Arnis, N. (2018). Predicting corporate bankruptcy: A cross-sectoral empirical study – The case of Greece. *International Journal of Business & Economic Sciences Applied Research*, 11(3), 31–56.
- Bragoli, D., Ferretti, C., Ganugi, P., Marseguerra, G., Mezzogori, D., & Zammori, F. (2022). Machine-learning models for bankruptcy prediction: Do industrial variables matter? *Spatial Economic Analysis*, 17(2), 156–177. <https://doi.org/10.1080/17421772.2021.1977377>
- Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (B. Nilsson, Trans.; 3. uppl.). Liber.
- Chiosea, D.-B.-R., & Hategan, C.-D. (2024). Research trends in going concern assessment and financial distress in last two decades: A bibliometric analysis. *Risks*, 12(12), 184. <https://doi.org/10.3390/risks12120184>
- Ivanova, M.N., Nilsson, H., Tylaite, M. (2024) Yesterday is history, tomorrow is a mystery: Directors' and CEOs' prior bankruptcy experiences and the financial risk of their current firms. *Journal of Business Finance & Accounting*. 51(1-2), 595-630. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12736>
- Karas M. & Reznakova, M. (2017). Building a Bankruptcy Prediction Model: Could Information about past Development Increase Model Accuracy? *Polish Journal of Management Studies*, 17(1), 116–130. <https://doi.org/10.17512/pjms.2018.17.1.10>
- Konjunkturinstitutet. (2023, september). *Konjunkturläget september 2023*. [https://www.konj.se/download/18.4d2fff5318e55ca9d57f6d2/1710923754402/Konjunkturlaget-sept-2023.pdf​;:contentReference\[oaicite:1\]{index=1}](https://www.konj.se/download/18.4d2fff5318e55ca9d57f6d2/1710923754402/Konjunkturlaget-sept-2023.pdf​;:contentReference[oaicite:1]{index=1})

Mukhopadhyay, D., & Bhattacharya, B. (2024). Efficacy of Altman's Z-Score in predicting corporate insolvency and bankruptcy: An empirical study with reference to IBC 2016. *The IUP Journal of Financial Risk Management*, 21(1), 5–18.

Pacheco, L., Madaleno, M., Correia, P., & Maldonado, I. (2022). Probability of corporate bankruptcy: Application to Portuguese manufacturing industry SMEs. *International Journal of Business and Society*, 23(2), 1169–1189. <https://doi.org/10.33736/ijbs.4863.2022>

Rienecker, L. & Stray Jørgensen, P. (2018). *Att skriva en bra uppsats* (4. uppl.). Liber

Tillväxtanalys. (2025, april 2). *Konkurser och anställda berörda av konkurs 1996– efter år och variabel* [Statistikdatabas]. PxWeb. <https://www.tillvaxtanalys.se/statistik>

Vetenskapsrådet (2002) *Forskningsetiska principer*. https://www.vr.se/download/18.68c009f71769c7698a41df/1610103120390/Forskningsetiska_principer_VR_2002.pdf

Visvanathan, G. (2021). Is information in deferred tax valuation allowance useful in predicting the firm's ability to continue as a going concern incremental to MD&A disclosures and auditor's going concern opinions? *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(3), 223–239. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00097-y>

Youn, H. & Gu, Z. (2010). Predict US restaurant firm failures: The artificial neural network model versus logistic regression model. *Tourism & Hospitality Research*, 10(3), 171–187. <https://doi.org/10.1057/thr.2010.2>

Bilagor

Bilaga 1. Granskningschema

Företag (Anonymiseras) X1 osv:	
Datum årsredovisning (sista):	
Typ av verksamhet?	
Vilket regelverk? (ÅRL, BFNAR 2016:10)	
Förvaltningsberättelse innehåll/ fraser:	
Fortsatt drift varning:	
Revisionsberättelse innehåll/ fraser: Saknas den?	
Forsatt drift varning:	
Förändring bolaget	
Förändringar styrelse	
Förändring revisor	
Förändring skatter: Obeskattade reserver: <ul style="list-style-type: none">• Minskning av obeskattade reserver	
Altman Z'-score: $Z' = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$ Z' > 2.90 = Låg risk för konkurs (säkert område) 1.23 < Z' < 2.90 = Gråzon (viss risk, men osäkerhet) Z' < 1.23 = Hög risk för konkurs	Bedömning/score:
Övrigt:	

Bilaga 2. Retriever Business sökfilter

Business Retriever 250428 sökning

Får ut 77 st totalt genom att använda följande sökfilter

Sökfilter:

- Om företaget:
 - Svenska företagstyper: Aktiebolag
 - Statuskod: 20 Konkurs inledd
 - Begränsad tidsperiod: Senaste 365 dagarna
 - Bolagsstatus: aktivt, passivt, inaktivt
 - NACE/SNI: Tillverkning
- Företag detaljer:
 - Filtrerat på koncerner: ingår ej i koncern
 - Börslista: Ej i börslista
- Bokslut & nyckeltal
 - Storlek: Omsättning >3000 + Totala tillgångar >1500
 - Endast företag
 - Anställda: >3 anställda

Bilaga 3. Business Source Complete sökfilter

Sökning nr	Ord	Begränsning	Resultat
#1	bankruptcy* OR failure* OR bankruptcy prediction*		337.742
#2	altman* OR logistics* OR financial ratio analys*		305.666
#3	management report* OR financial distress* OR directors report*		884.016
#4	going concern* OR loss of going concern* OR warning*		91.463
#5	#1 AND #2 AND #3 AND #4	Peer Review, 1988-2025	32
#6	250415		

Bilaga 4. Litteraturgenomgång

I litteraturgenomgången har ett urval av vetenskapliga artiklar och rapporter använts för att beskriva tidigare forskning inom konkursprediktion, redovisningspraxis, revisionsuttalanden och branschspecifika faktorer. Källorna till den teoretiska referensramen är hämtade från peer review-granskade tidskrifter, vilket stärker deras vetenskapliga trovärdighet och kvalitet. Genom att använda etablerade forskare och publiceringar i erkända journaler såsom *Journal of Credit Risk*, *International Journal of Auditing* och *Annals of Operations Research* har litteraturen en hög grad av äkthet och bygger på metodologiskt granskade studier.

Samtidigt finns det vissa begränsningar att beakta. Många av de studier som behandlar prediktionsmodeller, särskilt sådana som bygger på avancerad statistik eller maskininlärning (t.ex. Abid m.fl., 2022; Bragoli m.fl., 2022), är genomförda i andra länder än Sverige. Detta innebär att resultaten är kopplade till andra legala och ekonomiska kontexter, vilket påverkar överförbarheten till en svensk tillämpning. Även forskningen om revisionspraxis och fortsatt drift uttalanden (t.ex. Visvanathan, 2021) baseras ofta på amerikanska data, där redovisningsstandarder och rättsliga förutsättningar skiljer sig från det svenska regelverket.

En viktig styrka i litteraturgenomgången är att den inkluderar flera olika perspektiv både finansiella och icke-finansiella variabler, ledningens och revisorns roller, samt branschspecifika faktorer. Detta ger en bredd i analysen. Samtidigt innebär det också att vissa studier fokuserar på olika definitioner av konkurs, finansiell stress eller prediktion, vilket kan skapa variation i hur resultaten ska tolkas i källorna. Det har därför varit nödvändigt att tolka resultaten med hänsyn till dessa skillnader och anpassa dem till studiens svenska kontext.

Det också värt att nämna att vissa av artiklarna är relativt nya (2022–2024), vilket är en fördel då forskningsfältet är i snabb utveckling. Samtidigt är äldre klassiska källor som Altman (1968) fortsatt centrala, men behöver tolkas i ljuset av dagens förutsättningar och kompletteras med nyare studier för att bibehålla aktualitet och relevans.

Bilaga 5. Utökat granskningschema

Företag:	
Bildat/ grundat:	
Typ av verksamhet:	
Information från finansiella siffor: (Ej Altmans modell)	
Övrig information:	
Revisionspliktig:	

Bilaga 6. Författares individuella bidrag och delaktighet

Enligt Högskolan Västs regler och riktlinjer för utbildning på grund och avancerad nivå (Dnr HV2019/521) ska för de examensarbeten som skrivits av två studenter redogöras för varje students individuella bidrag till, och delaktighet i arbetet. Bilagan bifogas examensarbetet.

Ange författarnamn och följande förkortningar i tabellen.

HI = huvudinsats innebär att huvuddelen av beskrivningen i kolumnen är gjord

LI = likvärdig insats, innebär att insatsen delas lika med en annan författare

BI = bidragande insats innebär mindre insats än HI men levererad insats.

- = markera med streck om ingen insats/ingen delaktighet

Namn	Uppsats-idé	Litteratursökning/ inläsning	Metod-design	Data-Insamling	Analys/ Tolkning Slutsats	Manusförfattande	Presentation, försvar, opponering
Evelina	LI	LI	LI	LI	LI	LI	LI
Mirjam	LI	LI	LI	LI	LI	LI	LI



HÖGSKOLAN VÄST
Institutionen för ekonomi och IT
Avdelningen för företagsekonomi
461 86 TROLLHÄTTAN
Tel 0520-22 30 00
www.hv.se

Arbetsintegrerat Lärande