Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu
Nr 3(41)/2014

Piotr Szczepaniak
Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Kapitał obrotowy w sektorach niefinansowych w Polsce w latach 2009-2012

Streszczenie. Celem artykułu jest ukazanie związków między rodzajem strategii kapitału obrotowego a charakterem prowadzonej działalności oraz cyklem koniunkturalnym. Dokonano w nim oceny krótkoterminowego ryzyka finansowego przedsiębiorstw z wykorzystaniem odchylenia standardowego. Przeprowadzona analiza wskaźnikowa pokazała sektorowe zróżnicowanie wkaźników kapitału obrotowego i wskaźników płynności finansowej. Badania dotyczą wartości średnich wybranych wskaźników dla sektorów niefinansowych w Polsce w latach 2009-2012.

Słowa kluczowe: płynność finansowa, strategie kapitału obrotowego, ryzyko finansowe

Wprowadzenie

W obszarze krótkoterminowych decyzji finansowych przedsiębiorstwa wykorzystuje się dwa pojęcia: kapitał obrotowy brutto i kapitał obrotowy netto. Pierwsze z nich oznacza aktywa obrotowe oraz źródła ich finansowania, natomiast drugie informuje o sposobie finansowania aktywów obrotowych[1]. Kapitał obrotowy netto jest różnicą między aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi i może przyjmować wartość dodatnią, ujemną lub być równy zeru. Wartość dodatnia oznacza, że zobowiązań bieżących nie wystarczy do finansowania aktywów obrotowych i część z nich, równa kwocie dodatniego kapitału obrotowego netto, jest finansowana kapitałami stałymi (czyli własnymi i obcymi długoterminowy-

[1] J. Jaworski, *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 351.

mi). Przypadek ujemnego kapitału obrotowego netto oznacza, że zobowiązania bieżące w całości finansują aktywa obrotowe i w części, równej kwocie ujemnego kapitału obrotowego netto, aktywa trwałe[2]. Finansowanie kapitałami stałymi jest droższe od finansowania kapitałami krótkoterminowymi, co przekłada się na niższą rentowność, ale zapewnia płynność finansową. Finansowanie krótkoterminowe jest z kolei tańsze, ale wiąże się z większym ryzykiem utraty płynności finansowej. Wynika z tego, że zarządzanie kapitałem obrotowym powinno być poszukiwaniem „złotego środka", którego przejawem będzie zadowalający właścicieli poziom rentowności, przy zachowaniu poziomu płynności finansowej gwarantującego przetrwanie.

Celem artykułu jest analiza i ocena strategii zarządzania kapitałem obrotowym sektorów niefinansowych w Polsce w latach 2009-2012 oraz ukazanie związków między rodzajem stosowanej strategii a fazą cyklu koniunkturalnego. Przeprowadzona analiza wskaźnikowa pokaże sektorowe zróżnicowanie wkaźników kapitału obrotowego oraz wskaźników płynności finansowej, a odchylenie standardowe wskaźnika udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem pozwoli ustalić poziom kkrótkoterminowego ryzyka finansowego w poszczególnych sektorach.

1. Wskaźniki płynności i wskaźniki kapitału obrotowego

Wskaźniki płynności informują o strukturze kapitału obrotowego, dlatego można je wykorzystać do wstępnej oceny tego kapitału. Są one relacją wybranych kategorii aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących, a różnią się pojemnością licznika, w którym pojawiają się składniki aktywów obrotowych o różnym poziomie płynności. Wskaźnik natychmiastowej płynności (WNP) albo inaczej wskaźnik wypłacalności gotówkowej, jest ilorazem środków pieniężnych i zobowiązań bieżących[3]. W liczniku zawiera tylko te aktywa, których zdolność regulowania zobowiązań jest natychmiastowa. Określa zatem tę część zobowiązań, która może być uregulowana bez zwłoki, gdyby nagle stały się one wymagalne. Wartość normatywna dla tego wskaźnika to 0,2-0,3.

Wskaźnik płynności finansowej drugiego stopnia, określany też jako wskaźnik szybkiej płynności (WSP), zawiera w liczniku środki pieniężne, płynne papiery wartościowe oraz należności, a w mianowniku zobowiązania bieżące. Wskaźnik ten ukazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o wysokim stopniu płynności. Wskaźnik szybki, wynoszący 1,0, jest uważany

[2] *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, red. W. Szczęsny, C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 156.

[3] M. Hamrol, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004, s. 149.

za zadowalający i pokazuje, że przedsiębiorstwo może szybko sprostać bieżącym zobowiązaniom[4].

Wskaźnik płynności finansowej trzeciego stopnia, lub po prostu wskaźnik bieżącej płynności (WBP), zawiera w liczniku łączne aktywa, a w mianowniku bieżące zobowiązania. Zadowalający poziom wskaźnika płynności bieżącej mieści się w granicach 1,2-2,0, co oznacza, że zachowanie równowagi finansowej przedsiębiorstwa wymaga, aby wielkość aktywów bieżących była około dwa razy wyższa niż kwota bieżących zobowiązań[5]. Wartości średnie wskaźników płynności w sektorach niefinansowych w latach 2009-2012 prezentuje tabela 1.

Tabela 1. Średnia wartość wskaźników płynności w sektorach niefinansowych w latach 2009-2012

Sektor	WBP	WSP	WNP
Budownictwo	1,15	0,91	0,34
Chemiczny	1,36	0,99	0,32
Deweloperski	**2,23**	0,77	0,52
Drzewny	1,11	**0,56**	0,08
Elektromaszynowy	1,49	1,08	0,23
Energetyka	1,48	1,21	0,68
Farmaceutyczny	1,34	1,00	0,28
Handel	1,18	0,69	**0,18**
Hotele i restauracje	1,05	0,99	0,56
Informatyka	1,74	1,65	0,62
Mat. budowlanych	1,68	1,08	0,32
Media	1,97	**1,71**	0,62
Metalowy	**2,20**	1,55	**0,90**
Motoryzacyjny	1,66	1,08	0,34
Paliwowy	1,36	0,72	0,26
Spożywczy	1,76	0,96	0,23
Telekomunikacja	**0,65**	0,61	0,31

Źródło: opracowanie własne na podstawie: http://www.rsg.pl [5.01.2013].

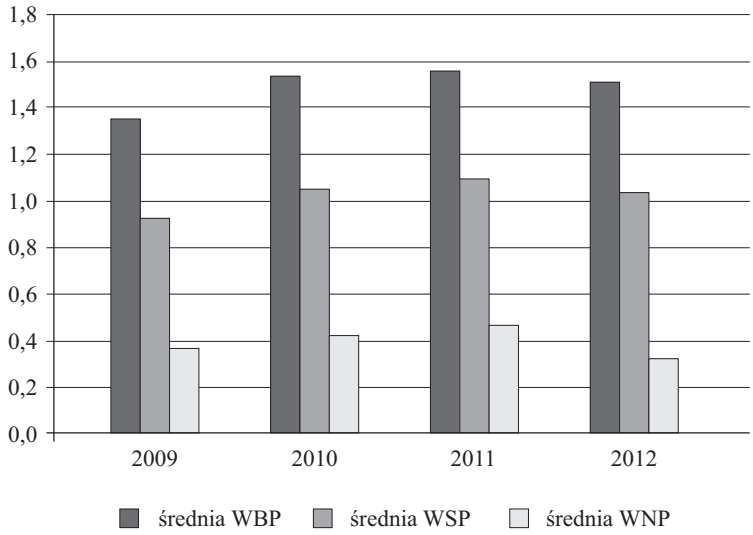
Zestawienie to ukazuje duże zróżnicowanie branżowe wartości wskaźników płynności. Wskaźnik bieżącej płynności przyjmuje najwyższe wartości w sektorach deweloperskim i metalowym (ponad 2), a najniższe w telekomunikacji (0,65). Wskaźnik szybkiej płynności osiąga najwyższe wartości w sektorze medialnym (1,71), a najniższe w drzewnym (0,56). Aż 9 na 17 badanych sektorów miało wartość wskaźnika niższą od wartości normatywnej. W przypadku wskaź-

[4] M. Ciołek, *Finanse przedsiębiorstw w zadaniach i przykładach*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 37.

[5] M. Sierpińska, T. Jachna, *Metody podejmowania decyzji finansowych, Analiza przykładów i przypadków*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 81.

nika natychmiastowej płynności najwyższą średnią wartość wskaźnika miał sektor metalowy (0,9), a tylko sektor handlowy nie osiągnął wartości krytycznej 0,2. W 10 sektorach utrzymywane są wyższe od normatywnych poziomy środków pieniężnych.

Wykres 1. Średnie arytmetyczne wskaźników płynności finansowej dla wszystkich sektorów niefinansowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie: http/www.rsg.pl [11.02.2013].

Obserwując średnie dla wszystkich sektorów wartości wskaźników, można dostrzec ich powiązanie z cyklem koniunkturalnym. Najniższe wartości wszystkie wskaźniki osiągnęły w 2009 r., w latach 2010 i 2011 ich wartości uległy poprawie, natomiast 2012 r. przyniósł ponowne spadki wszystkich wskaźników.

Oceny poziomu płynności finansowej można dokonać na podstawie wskaźnika kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem (KON/A). Informuje on o możliwościach pieniężnych przedsiębiorstwa, a jego wartość w dużej mierze zależy od charakteru prowadzonej działalności. Optymalne wielkości wskaźnika są pochodną długości cyklu produkcyjnego – przy dłuższych cyklach wymagane są wyższe poziomy wskaźnika[6].

Do ustalania zapotrzebowania na środki pieniężne może służyć wskaźnik cyklu kapitału obrotowego netto w dniach obrotu (CKON). Jest on obliczany jako iloraz kapitału obrotowego netto i przychodów ze sprzedaży pomnożony przez liczbę dni, za jaką dostępne są informacje o sprzedaży. Dodatni wskaźnik infor-

[6] B. Pomykalska, P. Pomykalski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 76.

muje o liczbie dni sprzedaży, na jaką przedsiębiorstwu wystarcza kapitału obrotowego, a ujemny – o liczbie dni, na jaką brakuje kapitału obrotowego. Im dłuższy jest cykl, tym lepsza płynność finansowa[7].

Kolejnym wskaźnikiem wykorzystywanym do oceny struktury kapitału obrotowego i płynności finansowej jest iloraz należności i zobowiązań bieżących (N/ZB). Na potrzeby analizy finansowej do zobowiązań bieżących zalicza się również krótkoterminowe rezerwy i rozliczenia międzyokresowe znajdujące się po stronie pasywów. Im większa jest wartość wskaźnika, tym większa płynność przedsiębiorstwa[8]. Tabela 2 przedstawia średnie arytmetyczne wartości opisanych wskaźników z lat 2009-2012.

Tabela 2. Średnia wartość wskaźników kapitału obrotowego w sektorach niefinansowych w latach 2009-2012

Sektor	KON/A (%)	N/ZB (%)	CKON (liczba dni)
Budownictwo	8	49	25
Chemiczny	10	65	33
Deweloperski	20	**14**	**587**
Drzewny	0	45	–4
Elektromaszynowy	17	71	69
Energetyka	8	45	47
Farmaceutyczny	5	54	81
Handel	7	46	17
Hotele i restauracje	–2	20	–8
Informatyka	14	**94**	87
Mat. budowlanych	19	76	103
Media	17	51	120
Metalowy	**24**	63	95
Motoryzacyjny	19	73	57
Paliwowy	9	45	28
Spożywczy	19	63	75
Telekomunikacja	**–9**	26	**–57**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: http://www.rsg.pl [5.01.2013].

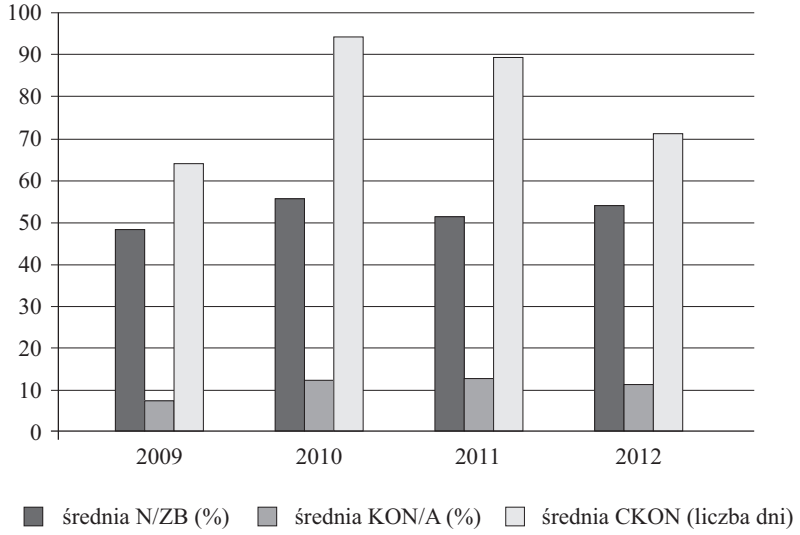
Największym udziałem kapitału obrotowego w aktywach ogółem cechowały się sektory metalowy (24%) i deweloperski (20%). Ujemne wartości kapitału obrotowego występowały w hotelach i restauracjach oraz sektorze telekomunikacyjnym. Zdecydowanie najwyższy wskaźnik pokrycia zobowiązań bieżących należnościami charakteryzował sektor informatyczny. Najniższy poziom wskaźnika

[7] D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006, s. 331.

[8] http://www.rsg.pl [5.01.2013].

występował w sektorze deweloperskim, który jednocześnie posiadał „zapas" kapitału pracującego na 587 dni sprzedaży. Największy niedobór kapitału obrotowego odczuł sektor telekomunikacyjny. Wykres 2 przedstawia średnie arytmetyczne wskaźników kapitału obrotowego dla wszystkich sektorów niefinansowych w latach 2009-2012.

Wykres 2. Średnia arytmetyczna wskaźników kapitału obrotowego dla wszystkich sektorów niefinansowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie: http/www.rsg.pl [11.02.2013].

Rozkład w czasie średnich dla wszystkich sektorów niefinansowych wartości wskaźników kapitału obrotowego potwierdza zależność wskaźników od cyklu koniunkturalnego. Najniższe wartości wszystkie wskaźniki osiągnęły w 2009 r., w latach 2010 i 2011 ich wartości uległy poprawie, natomiast 2012 r. przyniósł kolejne spadki wszystkich wskaźników, potwierdzając nadejście drugiej fali kryzysu.

2. Sektorowe zróżnicowanie struktury i strategii kapitału obrotowego

O udziale aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących w aktywach ogółem decydują następujące czynniki:

– charakter prowadzonej działalności,
– wielkość przedsiębiorstwa,

– faza funkcjonowania przedsiębiorstwa,
– zmienność poziomu sprzedaży[9].

Średnie udziały aktywów bieżących i zobowiązań bieżących w aktywach ogółem w sektorach niefinansowych w latach 2009 -2012 przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Średnie udziały aktywów bieżących i zobowiązań bieżących w aktywach ogółem w sektorach niefinansowych w latach 2009-2012 (w %)

Sektor	AB/A	ZB/A
Budownictwo	**69**	**61**
Chemiczny	40	30
Deweloperski	37	17
Drzewny	26	26
Elektromaszynowy	51	35
Energetyka	21	**15**
Farmaceutyczny	25	20
Handel	52	44
Hotele i restauracje	**15**	17
Informatyka	32	19
Mat. budowlanych	46	27
Media	35	18
Metalowy	44	20
Motoryzacyjny	47	28
Paliwowy	35	26
Spożywczy	46	27
Telekomunikacja	**15**	24

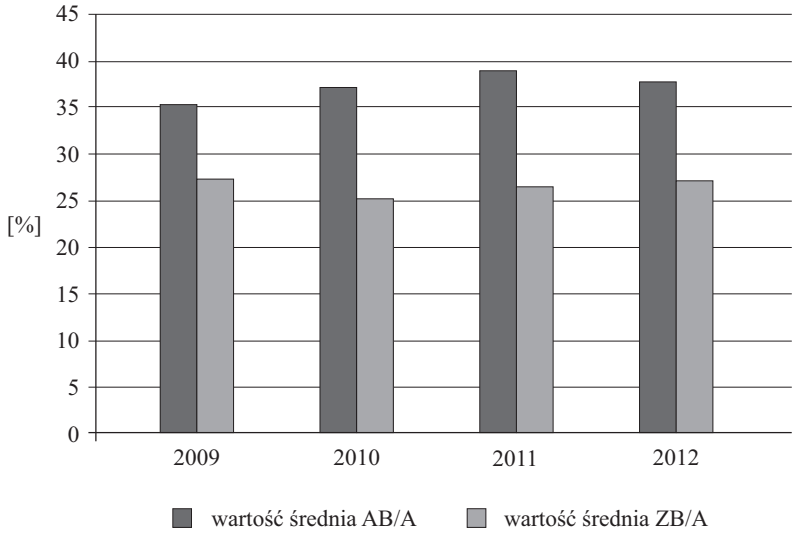
Źródło: opracowanie własne na podstawie: http://www.rsg.pl [5.01.2013].

Udział aktywów bieżących w aktywach ogółem był w badanym okresie najwyższy w budownictwie (prawie 70%), a najniższy w telekomunikacji oraz hotelach i restauracjach. Sektor budowlany cechował się też najwyższym wskaźnikiem udziału zobowiązań bieżących (61%). Najniższą wartość średnią wskaźnik ten osiągnął w sektorze energetycznym.

Wykres 3 prezentuje zmiany średnich dla wszystkich sektorów niefinansowych wskaźników udziału aktywów i pasywów obrotowych w sumie bilansowej w latach 2009-2012. W latach koniunktury wskaźniki udziału aktywów bieżących w aktywach ogółem osiągały najwyższe poziomy. Odwrotnie zachowywały się zaś wskaźniki udziału zobowiązań bieżących w aktywach ogółem – w okresach dekoniunktury osiągały wyższe poziomy niż w okresach koniunktury.

[9] W. Pluta, G. Michalski, *Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem. Jak zachować płynność finansową*, C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 53.

Wykres 3. Średnie dla wszystkich sektorów niefinansowych udziały aktywów bieżących i zobowiązań bieżących w aktywach ogółem



Źródło: opracowanie własne na podstawie: http/www.rsg.pl [11.02.2013].

Tabela 4. Rodzaj strategii kapitału obrotowego netto w sektorach niefinansowych

Sektor	2009	2010	2011	2012
Budownictwo	konserwatywna	konserwatywna	umiarkowana	umiarkowana
Chemiczny	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Deweloperski	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Drzewny	agresywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Elektromaszynowy	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Energetyka	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Farmaceutyczny	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	agresywna
Handel	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	umiarkowana
Hotele i restauracje	agresywna	umiarkowana	konserwatywna	konserwatywna
Informatyka	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Mat. budowlanych	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Media	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Metalowy	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Motoryzacyjny	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Paliwowy	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Spożywczy	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna	konserwatywna
Telekomunikacja	agresywna	agresywna	agresywna	agresywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie: http://www.rsg.pl [5.01.2013].

Rodzaj strategii kapitału obrotowego netto jest pochodną udziałów aktywów i pasywów obrotowych w sumie bilansowej, a zatem zależy od tych samych czynników. Relatywnie wysoki poziom aktywów obrotowych oznacza konserwatywny sposób zarządzania aktywami obrotowymi, natomiast niski udział aktywów obrotowych to przejaw strategii agresywnej. Odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku zobowiązań bieżących – ich wysoki udział oznacza strategię agresywną, a niski – konserwatywną[10]. Sektorowe zróżnicowanie strategii kapitału obrotowego netto prezentuje tabela 4.

Aż 11 na 17 badanych sektorów w każdym z czterech badanych lat stosowało strategię konserwatywną kapitału obrotowego netto. Tylko sektor telekomunikacyjny w całym badanym okresie stosował strategię agresywną. Najwięcej sektorów stosowało strategię agresywną w latach dekoniunktury (2009 i 2012), a najmniej – w latach koniunktury (2010 i 2011).

3. Odchylenie standardowe w ocenie ryzyka wybranych strategii kapitału obrotowego

Do oceny poziomu ryzyka w finansach stosuje się miary zmienności, czyli rozproszenia. Określają one stopień zróżnicowania jednostek zbiorowości pod względem badanej cechy. Jedną z najczęściej stosowanych miar zmienności jest odchylenie standardowe. Mierzy ono rozproszenie i przyjmuje wartości nieujemne[11]. Informuje o tym, jakie jest przeciętne odchylenie możliwych wyników od wyniku oczekiwanego, którym może być np. wartość średnia[12]. Wykres 4 zawiera wyliczone dla poszczególnych sektorów odchylenie standardowe wskaźnika udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem w stosunku do wartości średniej tego wskaźnika dla wszystkich sektorów.

Dokonując oceny poszczególnych sektorów pod względem zmienności poziomu kapitału obrotowego netto, można wskazać cztery najbardziej ryzykowne sektory: drzewny (0,099), hotele i restauracje (0,104), metalowy (0,099) oraz telekomunikacja (0,109). Odchylenie standardowe wskaźnika siedmiu sektorów (budownictwo, deweloperzy, farmaceutyczny, materiałów budowlanych, medialny i motoryzacyjny) zawierało się w przedziale 0,04-0,06. Natomiast do najmniej ryzykownych należały sektory: informatyczny (0,027), energetyczny (0,03) i paliwowy (0,022).

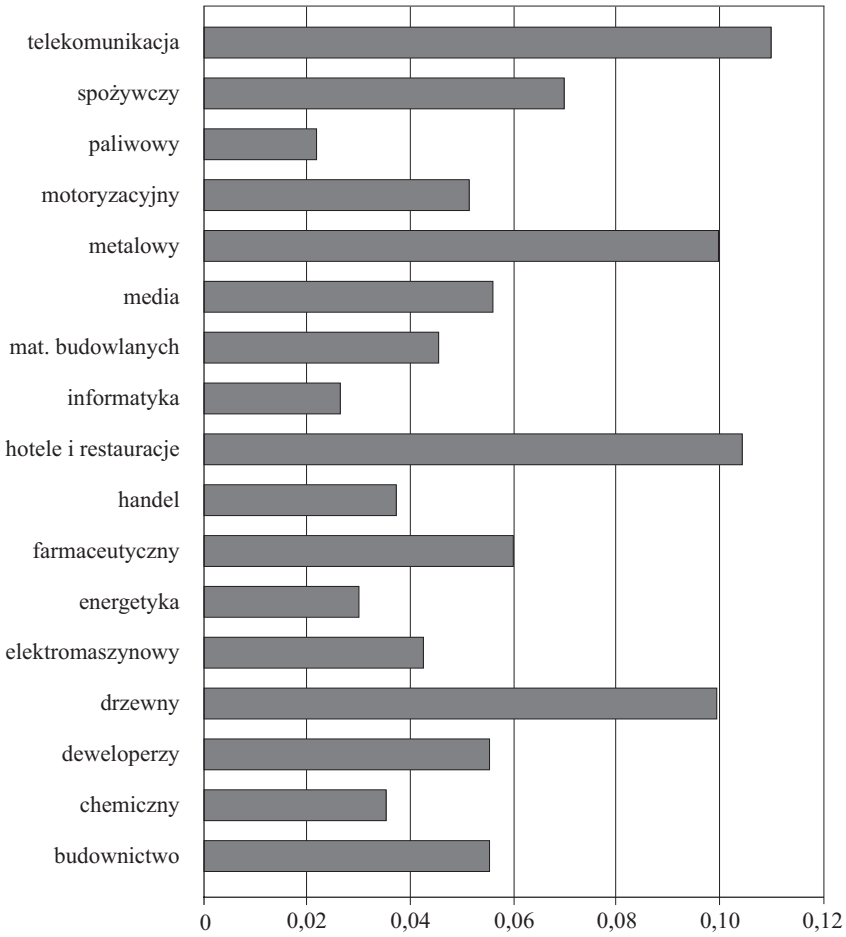
---

[10] A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami,* PWE, Warszawa 2003, s. 378.

[11] T. Dudycz, *Analiza finansowa*, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1999, s. 85.

[12] S. Ostasiewicz, Z. Rusnak, U. Siedlecka, *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1997, s. 62.

Wykres 4. Odchylenie standardowe wskaźnika udziału kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem od średniej wartości tego wskaźnika dla wszystkich sektorów niefinansowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie: http/www.rsg.pl [11.02.2013].

Podsumowanie

Zaprezentowane w tabeli 1 zestawienie wskaźników płynności pokazuje ich duże zróżnicowanie branżowe, natomiast obserwacja średnich dla wszystkich sektorów wartości wskaźników pozwala dostrzec ich powiązanie z cyklem koniunkturalnym. Najniższe wartości wszystkie wskaźniki osiągnęły w 2009 r., w latach koniunktury (2010, 2011) ich wartości uległy poprawie, natomiast 2012 r. przyniósł ponowne spadki wszystkich wskaźników. Identyczną zależnością cechowały się wskaźniki kapitału obrotowego.

Największym udziałem kapitału obrotowego w aktywach ogółem cechowały się sektory metalowy i deweloperski. Ujemne wartości kapitału pracującego występowały w hotelach i restauracjach oraz sektorze telekomunikacyjnym. Zdecydowanie najwyższy wskaźnik pokrycia zobowiązań bieżących należnościami charakteryzował sektor informatyczny. Najniższy poziom wskaźnika występował w sektorze deweloperskim, który jednocześnie posiadał „zapas" kapitału pracującego na 587 dni sprzedaży. Największy niedobór kapitału obrotowego występował w sektorze telekomunikacyjnym.

Udział aktywów bieżących w aktywach ogółem był w badanym okresie najwyższy w budownictwie, a najniższy w telekomunikacji oraz hotelach i restauracjach. Sektor budowlany cechował się też najwyższym wskaźnikiem udziału zobowiązań bieżących w aktywach ogółem. Najniższą wartość średnią wskaźnik ten osiągnął w sektorze energetycznym. W latach koniunktury wskaźniki udziału aktywów bieżących w aktywach ogółem osiągały najwyższe poziomy. Odwrotnie zachowywały się zaś wskaźniki udziału zobowiązań bieżących w aktywach ogółem – w okresach dekoniunktury osiągały wyższe poziomy niż w okresach koniunktury.

Aż 11 na 17 badanych sektorów w każdym z czterech badanych lat stosowało strategię konserwatywną kapitału obrotowego netto. Tylko w sektorze telekomunikacyjnym w całym badanym okresie występowała strategia agresywna. Najwięcej sektorów stosowało strategię agresywną w latach dekoniunktury, a najmniej – w latach koniunktury.

Dokonując oceny poszczególnych sektorów pod wzgledem zmienności poziomu kapitału obrotowego netto, można wskazać cztery najbardziej ryzykowne sektory: drzewny, hotele i restauracje, metalowy oraz telekomunikacja. Natomiast do najmniej ryzykownych należały sektory: informatyczny, energetyczny i paliwowy.

Literatura

Ciołek M., *Finanse przedsiębiorstw w zadaniach i przykładach*, CeDeWu, Warszawa 2011.
Dudycz T., *Analiza finansowa*, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1999.
Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem, red. W. Szczęsny, C.H. Beck, Warszawa 2012.
Hamrol M., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Ujęcie sytuacyjne*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
http://www.rsg.pl [5.01.2013].
Jaworski J., *Teoria i praktyka zarządzania finansami przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2010.
Ostasiewicz S., Rusnak Z., Siedlecka U., *Statystyka. Elementy teorii i zadania*, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1997.
Pluta W., Michalski G., *Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem. Jak zachować płynność finansową*, C.H. Beck, Warszawa 2005.
Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.

Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003.
Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.
Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2006.

Working capital in non-financial sectors in Poland over the years 2009-2012

Summary. The paper aims at making an attempt to show a correlation between the kind of working capital strategy and the nature of activities and the business cycle. It has assessed a short-term financial risk of enterprises by means of the standard deviation. The indicator analysis carried out has revealed sector differentiation of working capital indicators and financial liquidity indicators. The research concerns average values of selected indicators for non-financial sectors in Poland over the years 2009-2012.

Key words: financial liquidity, working capital strategy, financial risk