

هل تعود حالات إعلان الإفلاس بالنفع والفائدة على قطاع النفط الصخري؟

ماجد السويلم ومالك سيليمانخل

عن كابسارك

مركز الملك عبد الله للدراسات والبحوث البترولية (كابسارك) مركز عالمي غير ربحي يجري بحوثاً مستقلة في اقتصاديات وسياسات وتقنيات الطاقة بشتى أنواعها بالإضافة إلى الدراسات البيئية المرتبطة بها. وتتمثل مهمة كابسارك في تعزيز فهم تحديات الطاقة والفرص التي تواجه العالم اليوم وفي المستقبل من خلال بحوث غير منحازة ومستقلة وعالية الجودة لما فيه صالح المجتمع، ويقع كابسارك في الرياض بالمملكة العربية السعودية.

إشعار قانوني

© حقوق النشر 2021 محفوظة لمركز الملك عبدالله للدراسات والبحوث البترولية (كابسارك). لا يجوز استخدام هذا المستند أو أي معلومات أو بيانات أو محتوى يتضمنه دون نسبته بشكل ملائم لكابسارك. كما لا يجوز إعادة إنتاج هذا المستند أو جزء منه دون إذن خطي من كابسارك. ولا ينشأ عن المعلومات الواردة في هذا المستند أي ضمان أو تعهد أو أي مسؤولية قانونية -سواء مباشرة أو غير مباشرة- تجاه دقتها أو اكتمالها أو فائدتها. كما لا يجوز أن يعتبر هذا المستند-أو أي جزء منه- أو أن يفسر كمنصحة أو دعوة لاتخاذ أي قرار. الآراء والأفكار الواردة هنا تخص الباحثين معدّي الدراسة. ولا تعكس بالضرورة موقف المركز ووجهة نظره.

بمعنى آخر، إن التغييرات التي تحدث في الملكية لا تقلل من قيمة هذه الأصول ولا تخفي الاحتياطات. وإنما على العكس من ذلك، فإن المشتري يكتسب الأصول بشروط مواتية أثناء البيع الاضطراري بأسعار بخسة ويقوم بتطوير هذه الأصول.

نجحت أكثر من 33 شركة متعثرة في التعافي والخروج من حالات الإفلاس بعد أن نجحت في التوصل إلى تسويات مع مستثمريها بشأن إعادة هيكلة الديون أو نقل ملكية الأسهم إلى المستثمرين، أو بيع أو تأجير أصولها لمشغلين آخرين أكثر كفاءة. أما تلك الشركات التي أخفقت في التكيّف، فقد خرجت ببساطة من سوق النفط إما من خلال التصفية الكاملة أو الاستحواذ من قبل شركات أخرى. بينما لا تزال بعض الشركات المستقلة التي تقدمت بطلبات الإفلاس في عام 2019 في طور عملية إعادة التنظيم. تسببت جائحة كورونا في تأخر تعافي الكثير من الشركات المتعثرة والقيام بمراجعة أخرى لها كلها التنظيمية والقوائم المالية.

خلال هذه السنة، سيفضل الكثير من المستثمرين في الشركات المتعثرة مطالبة الأخيرة بتحقيق النمو في العائدات. ومن الأرجح أن تزيد ملكية المستثمرين في هذه الشركات بسبب زيادة مقايضة الديون بالأسهم وسيكون المستثمرون أكبر الراغبين بفعل هذه المقايضة.

للمضي قدمًا، من المتوقع حدوث المزيد من حالات التخلف عن سداد الديون في قطاع النفط الصخري، كما أن المزيد من المنتجين المستقلين سيدخلون في حالات الإفلاس - خاصة المنتجين المتوسطين والكبار الذين تراكمت عليهم الديون المستحقة المجهدة في السنوات السابقة - وذلك بسبب المخاوف من حالة عدم اليقين السائدة في الأسواق الأمريكية.

شهدت الفترة ما بين شهر يناير من عام 2015 ومنتصف عام 2020، قيام ما يقارب 69 شركة من أصل 2160 شركة نفطية مستقلة صغيرة إلى متوسطة تنشط في قطاع النفط الصخري بتقديم طلبات التماس لحمايتها من الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الأمريكي. أدى افتقار هذه الشركات إلى الانضباط المالي وضعف تقييم المخاطر المالية لدى إدارتها إلى تأثر هذه الشركات سلبيًا وتزامن ذلك مع انخفاض أسعار النفط وبالتالي لجوء هذه الشركات إلى إشهار إفلاسها.

عادة ما تقوم وسائل الإعلام بالتهويل من إعلانات الإفلاس التي تجري في قطاع النفط، وتصدر الكثير من التقارير التي يستنبط القارئ من خلالها أن قطاعي النفط والغاز الصخريين على وشك الانهيار التام. لذا، قمنا في هذا التقرير بتقييم مدى دقة هذه المزاعم وأشارت التحليلات إلى أن هذه المزاعم لا صحة لها.

على الرغم من تقدم الشركات المتعثرة بطلبات للحصول على الحماية من الإفلاس في السنوات القليلة الماضية، إلا أن إنتاجها المشترك من النفط يعد متواضعًا نسبيًا. تمثل نسبة إنتاجهم مجتمعين حوالي 8.5% من إجمالي إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية من النفط الصخري في عام 2019، والمقدر بنحو 7.75 مليون برميل يوميًا. لم تنسحب هذه الكميات من الأسواق بل على العكس حصل المشغلون المتعثرون على فترة سماح من المحاكم الأمريكية والتي استطاعوا من خلالها مواصلة الإنتاج دون انقطاع للحفاظ على سير أعمالهم، متضمنة مدفوعات الضرائب والتزامات الضمان.

حتى عندما تختار هذه الشركات المتعثرة تبني خيار بيع أصولها لسداد ديونها، يتم بيع هذه الأصول لمشغلين أكثر كفاءة. يقوم المشغلون الأكثر كفاءة بتطوير هذه الأصول واستخدامها في الإنتاج وتحقيق الإيرادات.

الصخري. تتفاوت هذه النتائج بين المشغلين وأصحاب الأسهم والمديونين. لكن بشكل عام، لا تعود حالات الإفلاس بالنتيجة والفائدة لما تسببه من تكاليف وخسائر باهظة.

لضمان الاستدامة في تطوير الحقول النفطية الصخرية، يجب العمل على زيادة كفاءة السوق والاندماج والانضباط المالي وزيادة وتيرة عملية الاندماج والاستحواذ، والتحويلات الرأسمالية نحو حيادية الكربون. لعمليات إعلان الإفلاس نتائج إيجابية وسلبية على قطاع النفط

إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية من النفط الصخري علمًا بأن العديد منها قد عاد للإنتاج وبقية أصولها على حالها دون تغيير.

سعت 69 شركة نفطية مستقلة فقط في قطاع النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى الحماية من الإفلاس منذ عام 2015. وبالتالي، قد لا تكون أسعار النفط المنخفضة هي الدافع الوحيد لموجة الإفلاس، وإنما يمكن أن تُعزى حالات الإفلاس هذه إلى افتقار المشغلين إلى الانضباط المالي وضعف تقييم المخاطر المالية.

ساهم التطور التكنولوجي في تعظيم إنتاج النفط والغاز الصخريين، لكن ما يجهله البعض هو الدور الذي لعبته أسعار الفائدة المنخفضة في أعقاب الأزمة المالية لعام 2008 والتي ساهمت بشكل كبير في تحسين فرص الحصول على رؤوس الأموال وعلى إثرها بدأ إنتاج النفط الصخري في الارتفاع وأصبح اعتبارًا من عام 2019، يمثل لأكثر من 60% من إنتاج النفط الأمريكي.

تزامنت هذه الحقبة مع زيادة في عميات إسهار الإفلاس الجارية منذ عام 2015 وما زالت مستمرة، التي تشبه أزمة الرهن العقاري التي أشعلت الأزمة المالية في عام 2008.

استخدم المدينون المضمونون الأصول الهيدروكربونية كضمان للقروض، إلا أن هذه الأصول فقدت قيمة كبيرة، مما أدى إلى تكبد خسائر فادحة جراء انخفاض قيمة الأصول. كذلك أدى الافتقار إلى القرارات المالية المحسوبة والانضباط المالي من جانب إدارة شركات النفط للحفاظ على استدامة الإنتاج، إلى تكبد أعباء ديون ثقيلة. ونتيجة لذلك، تآكلت الأرباح مما أدى إلى زيادة حالات التخلف عن سداد الديون.

تؤكد طلبات إعلان الإفلاس هذه الضغوط التي يواجهها مطورو النفط المحكم والصخري عندما تتراوح أسعار السلع الأساسية عند مستوى أدنى

رفعت شركة تشيسابيك للطاقة (Chesapeake Energy) وهي شركة رائدة في إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية¹، في يوم 28 يونيو 2020، دعوى للحماية من الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس في الولايات المتحدة الأمريكية. أنتجت هذه الشركة في عام 2019 حوالي 483,000 برميل من المكافئ النفطي، وكان أكثر من 65% من هذا الإنتاج غازًا من الأحواض الصخرية (Chesapeake Energy 2020). ومع ذلك، فإن غالبية إيرادات الشركة جاءت من إنتاج النفط وسوائل الغاز الطبيعي. وبالتالي، فإن الانهيار الأخير لأسعار النفط الناجم عن جائحة كوفيد-19 جعل شركة تشيسابيك للطاقة معرضة للخطر من الناحية المالية.

تعد شركة تشيسابيك للطاقة أكبر منتج للنفط الصخري تقدم بطلب للحماية من المستثمرين بعد إعلان إفلاسها بموجب الفصل الحادي عشر². تعتزم الشركة إزالة ديون بقيمة 7 مليارات دولار من دفاثرها في شكل مقايضات للديون مقابل حقوق الملكية (مجلة النفط والغاز 2020). ومع ذلك، تعد هذه الدعوى واحدة من بين سلسلة دعاوى إعلانات الإفلاس المرفوعة من العديد من شركات النفط المستقلة بسبب انخفاض أسعار النفط والغاز. لا تعتبر شركة تشيسابيك للطاقة آخر شركات النفط والغاز المستقلة التي ترفع دعوى إعلان الإفلاس، إذ قد تتبعها المزيد من الشركات بسبب انخفاض أسعار النفط.

على الرغم من حالات إعلان الإفلاس الأخيرة وتلك المتوقعة مستقبلاً، لم تنهار صناعة النفط الصخري الأمريكي، بل تميزت بمرونة عالية ظهر أثرها خلال فترات التقلب، لا سيما في فترة الأعوام 2008 و2015، عندما وصلت أسعار النفط إلى حد أدنى يبلغ حوالي 30 دولارًا للبرميل. الأهم مما سبق، أنه وبفرض قيام الشركات المتعثرة بين عامي 2015 و2020 بإسهار إفلاسها في وقت واحد، فإن الإنتاج المشترك لها يبلغ 710 آلاف برميل يوميًا. وتمثل هذه الكمية نسبة 8.5% من إجمالي

الفصل الحادي عشر يتيح لمطوري النفط الصخري المتعثرين مراجعة قوائمهم المالية وإعادة هيكلتها والعودة إلى سوق النفط. أما تلکم الشركات التي لا تستطيع القيام بذلك، فقد تختار التصفية أو الاستحواذ. ويتم في نهاية المطاف، نقل أصولها من النفط الصخري إلى ملك جدد، وبالتالي، يستمر إنتاج النفط الصخري في إشباع سوق النفط الأمريكية.

يعتبر هذا البحث جزءاً من سلسلة دراسات ضمن مشروع **مستقبل تطوير النفط الصخري**، ويدرس هذا المشروع أداء إنتاج الزيت الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية، ويسلط الضوء على التحديات التي قد تعوق أو تسهم في نمو النفط والغاز الصخريين، بما في ذلك الابتكار الديناميكي والسياسات البيئية وفرص الحصول على رؤوس الأموال.

من أسعار تعادلها، بينما نجد أن لدى الشركات الكبرى مثل شركة شيفرون، محافظ مالية متنوعة وقاعدة موارد رئيسة لتحمل هذه الأسعار، في حين لا تملك الشركات الصغيرة المستقلة هذه الميزة ولا تستطيع بسهولة أن تنافس الشركات النفطية الكبرى. وقد تؤدي أسعار النفط المنخفضة باستمرار إلى خفض قيمة الكثير من ديون قطاع الطاقة البالغة 1.9 تريليون دولار، بما فيها حوالي 300 مليار دولار من القروض المصرفية. نجد على سبيل المقارنة أن القيمة الإجمالية للرهون العقارية عالية المخاطر التي يحتفظ بها الأمريكيون قد بلغت في عام 2007 حوالي 1.3 مليار دولار (Helman 2020).

قد تكون طلبات إعلان الإفلاس جيدة أو سيئة لكنها بشكل عام لا تعد صحية على الإطلاق، بسبب تكبد الكثير من الأطراف تكاليف وخسائر مالية. على الرغم من هذه الخسائر، فإن قانون

حالات الإفلاس في قطاع النفط الصخري

البالغ حوالي 30 دولارًا للبرميل، وبطبيعة الحال لم يكن هذا السعر مرتفعًا بما يكفي لتغطية النفقات الرأسمالية والنفقات التشغيلية لهؤلاء المشغلون (Resnick-Ault and Schneyer 2016). أفادت بلومبرغ أن 50% فقط من منتجي النفط الصخري قد تحوطوا من إنتاج عام 2021، في حين أن 60% منهم فعلوا ذلك بحلول نفس التوقيت في عام 2020 (LP 2020).

تتمتع آبار النفط الصخرية بمعدلات إنتاج أولية مرتفعة وانخفاضات قاعدية حادة على عكس آبار النفط التقليدية. ومن أجل تعويض هذه الانخفاضات، ينبغي حفر المزيد من آبار النفط الصخرية وإدخالها إلى دائرة الإنتاج في وقت واحد. وبالتالي، يتطلب الإنتاج تدفقًا مستمرًا للاستثمارات. أصبحت معنويات المستثمرين تجاه منتجي النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية سلبية بنحو متزايد لأن العمليات أصبحت غير مربحة، مما أدى إلى توليد تدفقات نقدية حرة سلبية⁴ (Scheyder 2017) FCFs، كما أصبح المستثمرون والمدينون في غاية الحذر حيال هذه الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر، ومطالبة شركات النفط الصخري بالتحكم في إنفاقها الرأسمالي، كما أصبحوا أقل رغبة في تمويل مشاريع التوسع وإعادة هيكلة مدفوعات الديون.

من جانب آخر، عمدت معظم شركات النفط الصخري المستقلة بالتزامن مع توسع حجمها، إلى إعادة استثمار عائداتها لاكتساب المزيد من فرص النفط الصخري وزيادة معدلات اقتراضها. يمكن لهذه الإستراتيجية أن تؤتي ثمارها، خاصة إذا تزامنت مع نمو الإنتاج، مثلما هي الحال في حالة شركة كونشو للموارد (Concho Resources) التي أظهرت كشوفاتها تدفقات نقدية سلبية بسبب قيامها بالتوسع بشكل واسع في عمليات الحفر وزيادة إنتاجها النفطي في حوض بيرميان لكنها نجحت في تحقيق الربحية. استفادت هذه الشركة بكفاءة من اقتصاديات حجم النطاق في عمليات حوض بيرميان، على عكس شركة تشيسابيك التي

كان لركود النفط في الفترة من منتصف عام 2014 إلى أوائل عام 2016 أثرًا بالغًا على صناعة النفط الصخري، إذ تحولت الشركات المستقلة إلى وضع التقشف لضمان بقائها، مع التركيز على تحسين الكفاءة وخفض التكاليف. قدم العديد من منتجي النفط الصخري طلبات لإعلان الإفلاس عندما لم يعد بإمكانهم سداد ديونهم وتعرضوا للضغوط من جانب المستثمرين من أجل تحقيق الأرباح.

تتبع التقارير الفصلية لمراقبة حالات الإفلاس في قطاع النفط التي نشرتها شركة هاينز وبون الأمريكية (Hynes & Boone)، إعلانات إفلاس شركات النفط والغاز في أمريكا الشمالية منذ شهر يناير لعام 2015. ويوضح تحليلنا بناءً على هذه الإعلانات أن عدد 255 شركة مستقلة³ تقدمت بطلبات إعلان الإفلاس منذ شهر يناير عام 2015 حتى منتصف عام 2020. بينما كان لدى حوالي 69 شركة مستقلة صغيرة إلى متوسطة الحجم من بين هذه الشركات، أصول نفطية صخرية في محافظتها. بعبارة أخرى، شكّل النفط الصخري نسبةً مختلفة من أصول كل من هذه الشركات. ولم تكن هذه الشركات المستقلة متكاملة رأسيًا على عكس منتجي النفط الرئيسيين مثل شركة **ثيفرون**، إذ تركز الشركات المستقلة عملياتها فقط على قطاع التنقيب والإنتاج. وبالتالي، كانت هذه الشركات عرضة للتقلبات المالية في أسعار النفط. وكما أوضحنا سابقًا، فإن الشركات المستقلة تميل إلى تمويل نفقاتها وعملياتها الرأسمالية من خلال الديون في الغالب، ويمكنها بالتالي أن تقع فريسة سهلة في مصائد الديون.

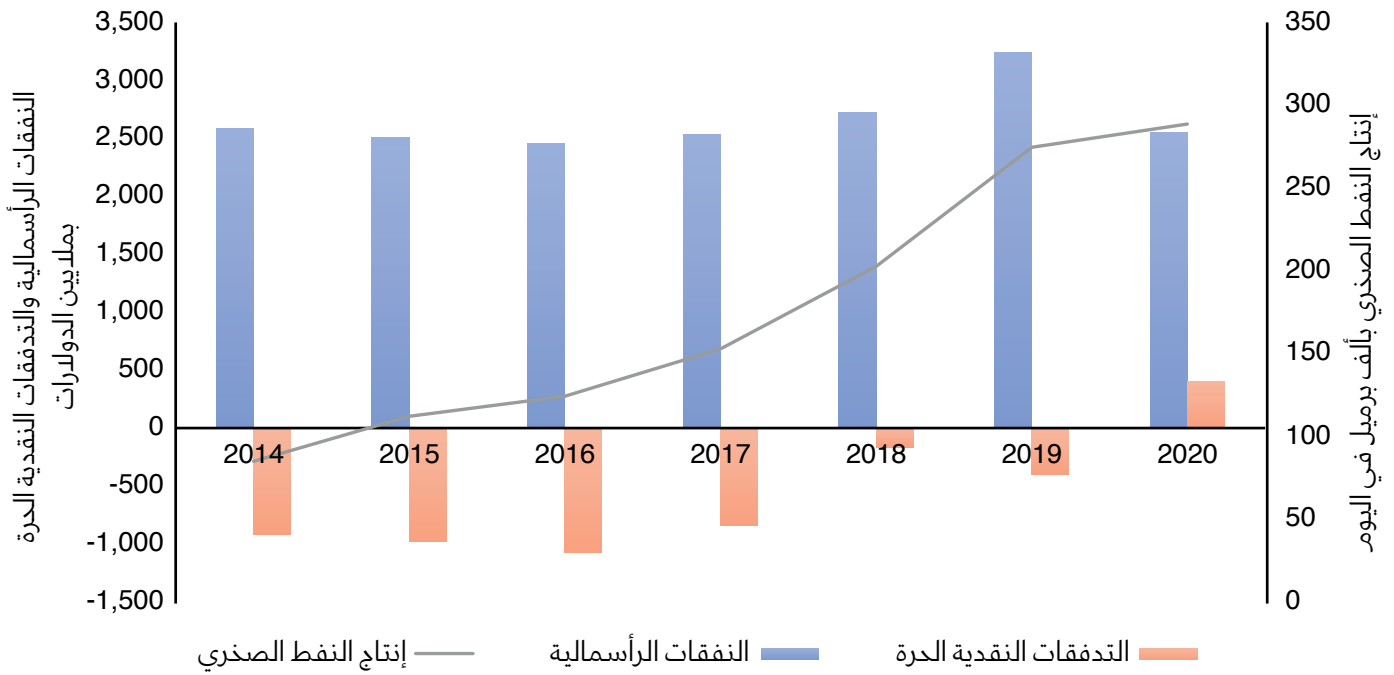
قام بعض المشغلين، مثل شركة **بايونير للموارد الطبيعية**، بالتركيز على عمليات التحوط لتحمي نفسها من هبوط الأسعار. إذ حددت هذه الشركة - باللجوء إلى التعاملات الثانوية - سعرًا لا يقل عن 60 دولارًا للبرميل مقابل 85% من إنتاجها لعام 2016 (Resnick-Ault and Schneyer 2016). بينما اضطرت المشغلون الآخرون الذين لم يحالفهم الحظ مثل شركة بايونير، إلى بيع النفط بسعر السوق

حالات الإفلاس في قطاع النفط الصخري

أكثر المنتجين كفاءة في حوض بيرميان. سجل إنتاج النفط الصخري في هذه المنطقة نمواً بمقدار خمسة أضعاف منذ عام 2014، وقد أدى هذا النمو البطيء والمستمر إلى كبح التدفقات النقدية السلبية. تعد شركة كونشو واحدة من الشركات المستقلة القليلة التي حققت معدلات تدفقات نقدية حرة إيجابية في عام 2020 على الرغم من تفشي جائحة كوفيد-19، كما هو موضح في الشكل رقم (1).

قامت بتنويع عملياتها عبر العديد من أحواض الزيت الصخري ولم تنجح في تحقيق الربحية. وعلى الرغم من العديد من المحللين كانوا متشككين بشأن نمو شركة كونشو (Adams 2019)، إلا أن إدارتها تمكنت من إدارة مشاريع توسيع حوض بيرميان بكفاءة عالية، كما ركزت الشركة على وجه الخصوص، على عمليات الحفر والإنتاج عالية التأثير وعلى تحسين التكلفة. وقد تبنت هذه الإستراتيجية في الأشهر القليلة الماضية، إذ كانت شركة كونشو من بين

الشكل 1. النفقات الرأسمالية والتدفقات النقدية الحرة وأداء إنتاج النفط الصخري لشركة كونشو.



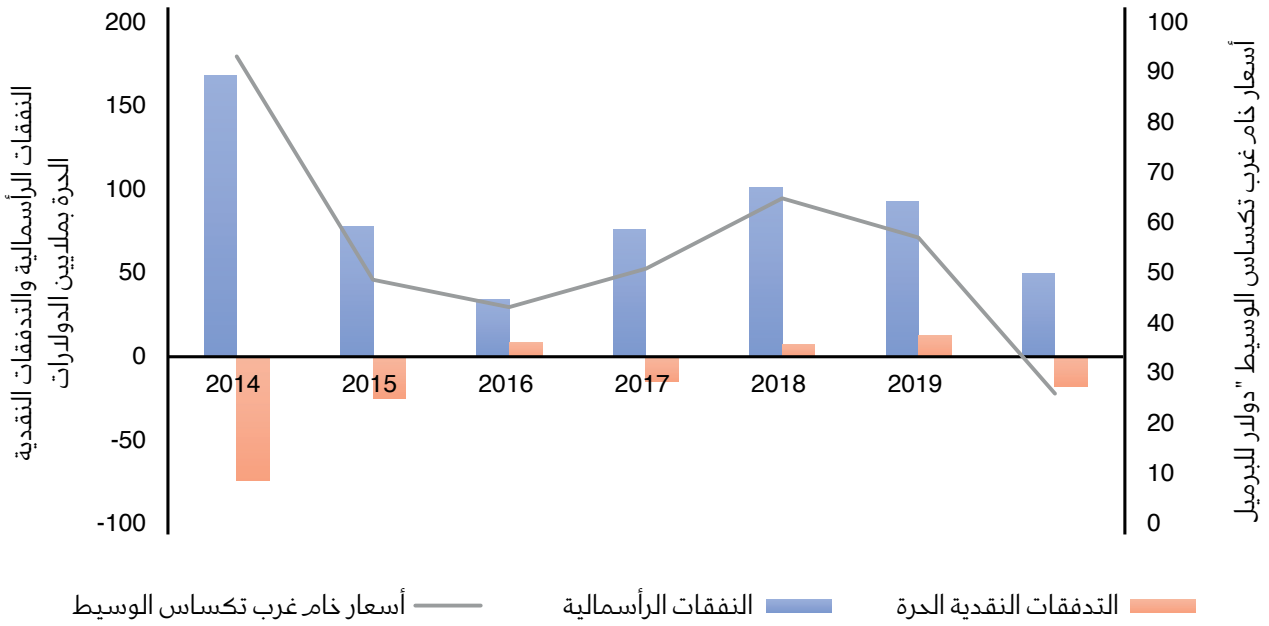
المصدر: بيانات بلومبرج وريستاد شيل كيوب.

التدفقات النقدية المعلنة وانتعاشها بأسعار أعلى كما حدث في عامي 2018 و2019. إلا أن من المتوقع أن تكون التدفقات النقدية التي أبلغ عنها منتج النفط الصخري في عام 2020 سلبية بسبب استمرار انخفاض أسعار النفط.

غير أن صناعة النفط الصخري واجهت بشكل عام، تدفقات نقدية سلبية في الفترة ما بين عامي 2015 و2017 كما هو موضح في الشكل رقم (2). خلال هذه الفترة، استنفدت الموارد المالية للعديد من المشغلين. يوضح الشكل (2) إمكانية ارتفاع

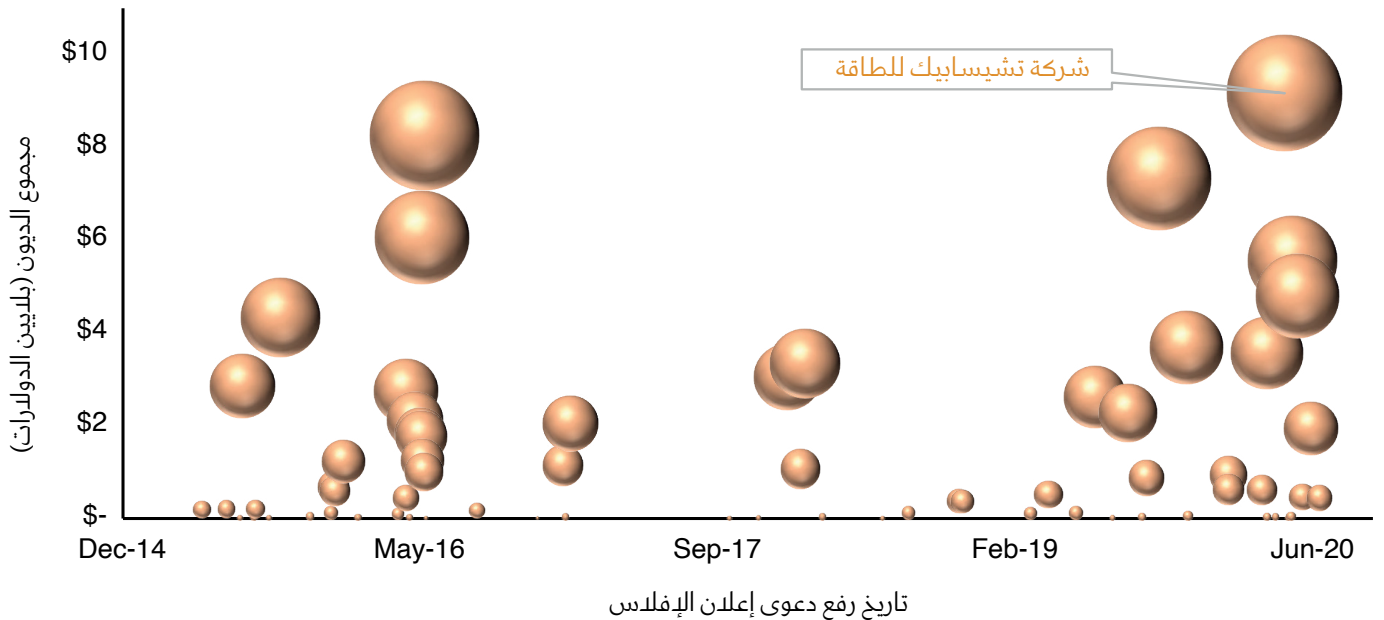
حالات الإفلاس في قطاع النفط الصخري

الشكل 2. النفقات الرأسمالية والتدفقات النقدية الحرة لقطاع النفط الصخري الأمريكي وأسعار خام غرب تكساس الوسيط.



المصدر: تحليل (S&P Platts).

الشكل 3. حالات الإفلاس في قطاع النفط الصخري.



المصدر: تحليل كابسارك بناءً على بيانات (Rystad Shale Cubeg Haynes & Boone)

استحقاق الديون التي تراكمت منذ عام 2015. يوضح الشكل رقم (3) هذه النقطة، التي يتوافق فيها حجم الفقاعة مع إجمالي ديون الشركات المتعثرة.

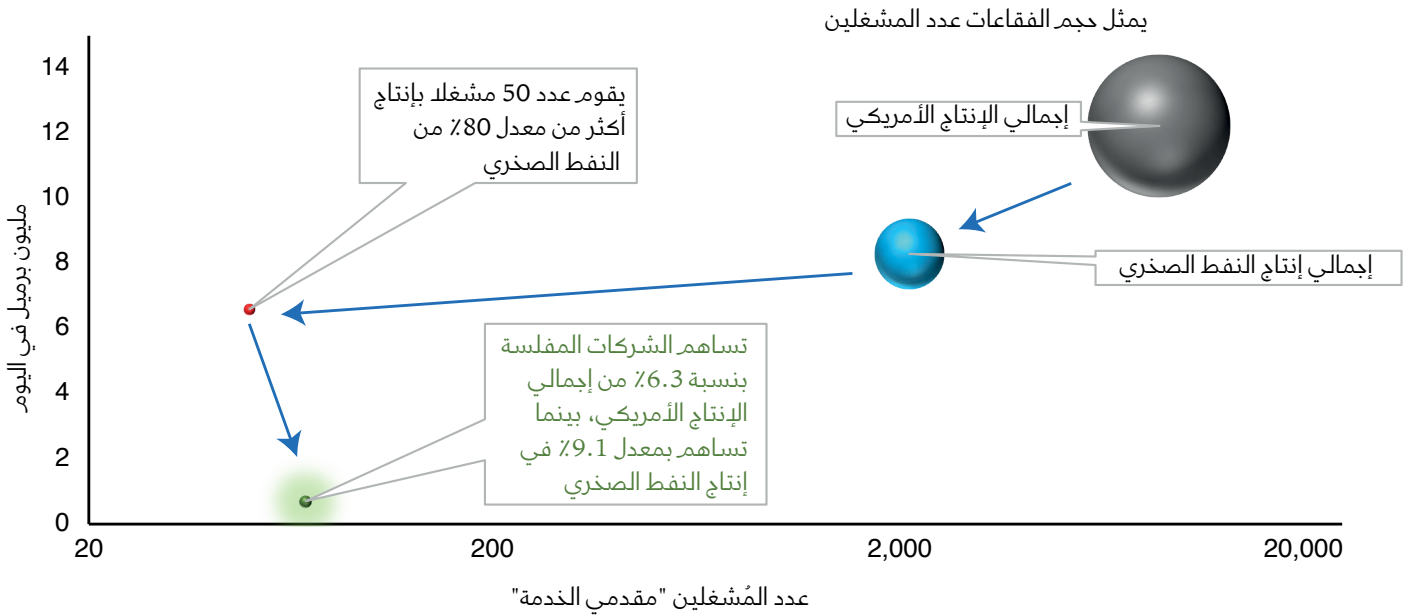
لم يتمكن بعض المشغلين - بعد تراجع أسعار النفط في عام 2014 والركود الذي حدث في الفترة ما بين الأعوام 2014 و2016 - من سداد ديونهم وتأمين تمويل جديد. ارتفعت معدلات إعلان حالات الإفلاس في عام 2019 بسبب تصاعد آجال

أثر حالات إعلان الإفلاس على قطاع النفط

شركة تنشط في تطوير حقول النفط الصخري بما فيها شركات النفط الكبرى كشيڤرون. بلغ إجمالي إنتاج النفط الصخري للشركات التي أعلنت إفلاسها لكنها استمرت في العمل في عام 2019 حوالي 8.5% من إنتاج الخام الأمريكي في المتوسط. ويوضح الشكل رقم (4) هذه النقطة.

ومن ثم ننتقل لدراسة تأثير 69 شركة من الشركات المستقلة المتعثرة التي سعت للحصول على الحماية القضائية من الدائنين في الفترة ما بين الأعوام 2015 و2020. نلاحظ أن إجمالي إنتاج هذه الشركات من النفط منخفض جداً مقارنة بإنتاج قطاع النفط بأكمله الذي يضم حوالي 2160

الشكل 4. مساهمة إنتاج النفط الصخري بحسب الفئة.



المصدر: تحليل كابسارك بناءً على بيانات (Rystad Shale WellCube)

على حياتهم" مما يمنحهم حصانة من استيلاء أصحاب الديون على أسهمهم ومصادرة أصولهم أو وقف عملياتهم. يمكنهم خلال فترة زمنية متفق عليها، وضع الخطط اللازمة لإعادة تنظيم هياكل رؤوس أموالهم.

وبالتالي، تُمنح الشركات المستقلة المتعثرة فترة سماح لإعادة هيكلة قروضها واستعادة المرونة المالية لإنتاج أصولها. كما يمكنها الاستمرار في العمل دون توقف خلال هذه الفترة، فضلاً

يمكن أن يرى البعض أن إلغاء نسبة 8.5% من إجمالي الإنتاج من السوق سيؤثر على إنتاج النفط الصخري، إلا أن معظم هذه الشركات ظلت تمارس أعمالها حتى بعد إعلانها إفلاسها. لا يعني تقديمها لدعاوى حماية من الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الأمريكي بالضرورة أن أصولها من النفط الصخري لم تعد قابلة للاستخراج، كما أن الشركة لا تتوقف عن العمل بالضرورة. إذ يحدد الفصل الحادي عشر أن مُشغلي النفط "مدينون لهم الأخقية بالحفاظ

للشركة المعنية بالإضافة إلى ذلك، التقدم بطلب الحماية من الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الأمريكي للمرة الثانية إذا أخفقت في إعادة تنظيم هيكل رأس مالها وأفلحت في الخروج من حالة الإفلاس بنجاح. ونجد أن أربع شركات مستقلة قد قامت بهذا الأمر، هي: شركة بتاليون للنفط وألترا بترولسيوم وشيريدان القابضة وشركة فانجارد ناتشورال ريسورسز، إلى جانب الشركات التابعة لها (Battalion Oil, Ultra Petroleum, Sheridan) Holding Company and Vanguard Natural Resources).

عن استطاعتها تقديم طلب لمواصلة استخدام الضمانات النقدية للحفاظ على سير أعمالها، بما في ذلك مدفوعات الضرائب والتزامات الضمان.

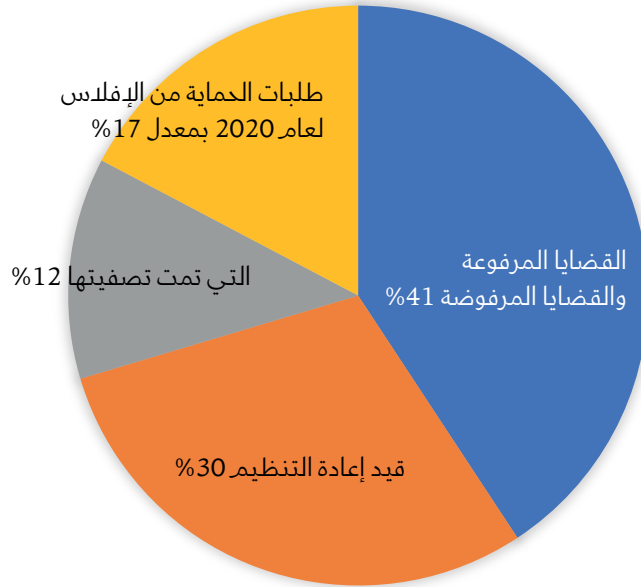
يمكن لفترة إعادة التنظيم أن تمتد إلى 45 يومًا، كما في حالة شركة فيلدوود للطاقة (Fieldwood Energy)، كما يمكنها أن تمتد أيضًا إلى عامين، كما في حالة شركة إكسيكو للموارد (Exco Resources) التي خرجت من حالة الإفلاس بعد 18 شهرًا تقريبًا. عادة ما يكون متوسط فترة السماح الممتدة ما بين تقديم دعوى الحماية من الإفلاس والخروج منه سنة واحدة. كذلك يمكن

الخروج من حالات الإفلاس

آخرين. رغم أن عددًا قليلًا منها قد أخفق في التكيف واختار الخروج من السوق، مثل شركة سابين للنفط والغاز (Sabine Oil and Gas) وشركة إيدجمارك للطاقة (Edgemark Energy)، كذلك يمكن لهذا الخروج أن يتخذ شكل التصفية أو الاستحواذ من قبل شركة مستقلة ذات حجم أكبر.

الجدير بالذكر أن أكثر من 33 شركة أمريكية مستقلة قدمت طلبات للحماية من الإفلاس بعد عام 2015، قد خرجت من حالة الإفلاس كما هو موضح في الشكل رقم (5). ولقد نجحت هذه الشركات إما في التوصل إلى حلول مع مستثمريها لإعادة هيكلة ديونها، أو نقل ملكية أسهمها إلى المستثمرين، أو بيع أصولها أو تأجيرها لمشغلين

الشكل 5. نتائج تقديم طلبات للحماية من الإفلاس في فترة ما بعد الإفلاس.



المصدر: تحليل كابسارك بناءً على بيانات (Rystad Shale WellCubeg Haynes & Boone)

لإعادة التنظيم، بما فيها شركة تشيسابيك للطاقة، كما ناقشنا سابقًا.

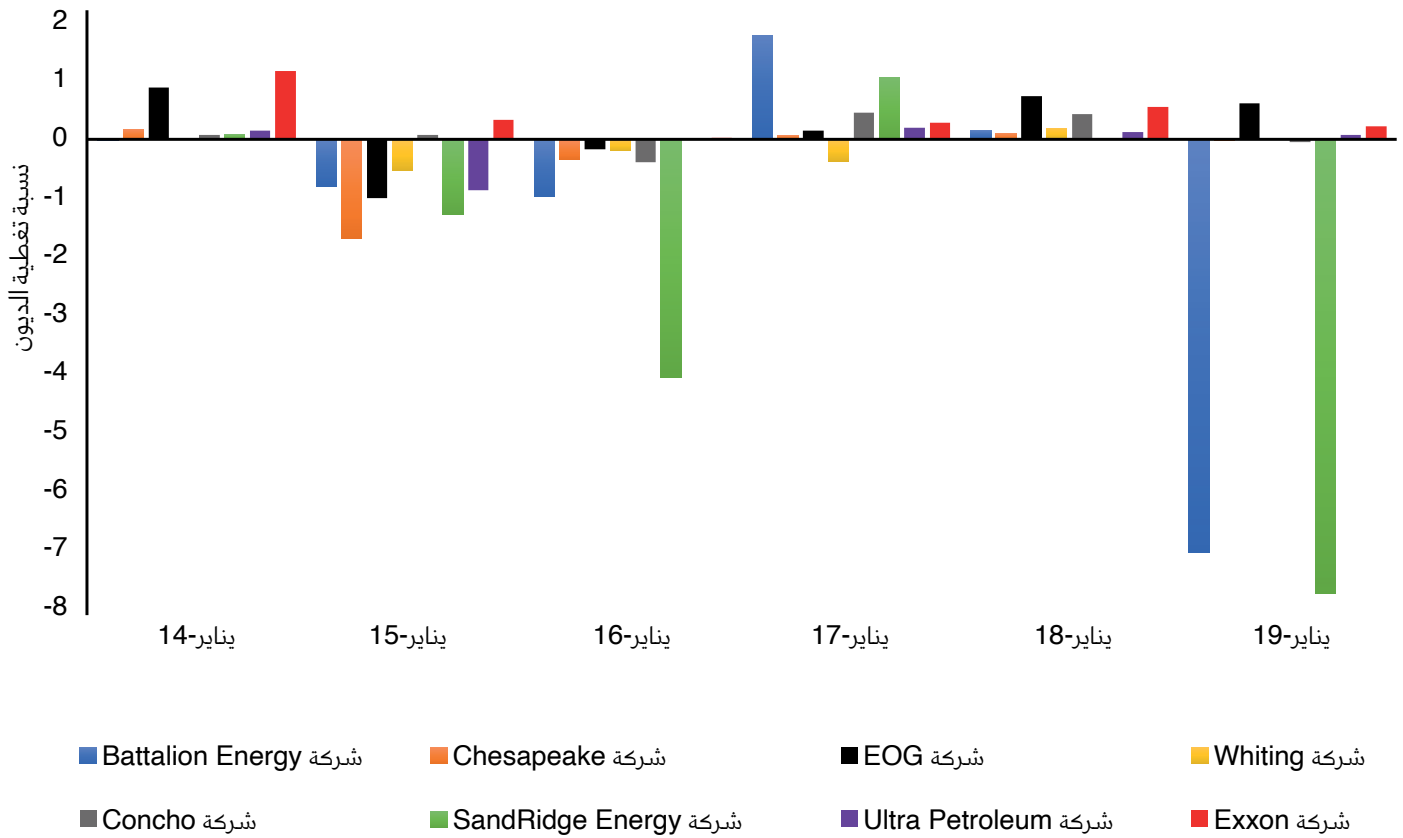
يوضح تحليلنا أن حالات الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر، ساعدت المشغلين في كثير من الحالات على تخفيف أعباء الديون الثقيلة، وتحسين كفاءتهم التشغيلية واستعادة الربحية. حيث يقوم المشغلون بتحسين ضوابطهم الرأسمالية الرأس مالية وإعادة هيكلة ديونهم

لا تزال بعض الشركات المستقلة في طور إعادة التنظيم على الرغم من أنها تقدمت بطلب للحماية من الإفلاس في عام 2019. يعزى السبب في تأخر الكثير من حالات التعافي إلى جائحة كوفيد-19، التي أوجدت تحديات كبيرة للمشغلين مما اضطر العديد من الشركات إلى مراجعة خططها مرة أخرى لإعادة هيكلة نماذج أعمالها. بينما لا تزال الطلبات المقدمة للحماية من حالات الإفلاس لعام 2020 قيد الفحص، فيما اتخذت بعض الشركات بالفعل تدابير

ويمكن أن تُعزى التحسينات في نسبة تغطية الديون بعد عام 2016 إلى نمو أسعار النفط وتحسّن إستراتيجيات إدارة الديون. وأصبحت الشركات منضبطة مالياً، مما أدى إلى تحسّن دخولها لتغطية إجمالي ديونها.

وتعلم كيفية تحسّن رأسمالهم ونفقاتهم التشغيلية. الجدير بالذكر هنا أن جميع الشركات الكبرى والمستقلة تقريباً العاملة في قطاع النفط الصخري تتمتع بمعدلات تغطية⁵ ديون إيجابية بعد انهيار أسعار النفط في الفترة ما بين عامي 2015-2016، كما يوضح الشكل رقم (6).

الشكل 6. نسب تغطية سداد الديون المحسوبة من البيانات المالية.



المصدر: بلومبيرغ

حتى استنفادها، أو بعبارة أخرى، لم تتأثر صناعة النفط الصخري بنقل ملكية أصول النفط الصخري.

علاوة على ذلك، سرعان ما عاد بعض المشغلون الذين خضعوا لعملية الإفلاس إلى الاستقرار أو

مع بقاء جميع العوامل الأخرى ثابتة، ينخفض متوسط إنتاج المنتجات النفطية للشركات بعد الخروج من حالة الإفلاس من 2.122 إلى 1.73 مليون برميل شهرياً، وتمثل هذه الخسائر في الإنتاج مكاسب بالنسبة للمثبغين الآخريين الذين استحوذوا على أصول هذه الشركات وأنتجوها

هنالك مثال آخر يتمثل في شركة بييري بترولسيوم (Berry Petroleum) التي أطلقت برنامجًا استثماريًا قويًا من خلال طرح عام أولي لتعزيز مواردها المالية وتوسيع قاعدة عملياتها. وقامت هذه الشركة في عام 2018 بشراء عقود إيجار لحقول نفطية على مساحة 214 فدانًا من شركة لين للطاقة (Linn Energy) وخيارات التأجير على مساحة 490 فدانًا من شركة نثيفرون (Cox 2018).

النمو. فعلى سبيل المثال، نجحت شركة فيلدوود للطاقة بعد خروجها من حالة الإفلاس في عام 2018، في إضافة 25000 برميل يوميًا إلى صافي إنتاجها البالغ 72000 برميل يوميًا من المكافئ النفطي. وتمكنت هذه الشركة من فعل هذا الأمر من خلال الاستحواذ على المزيد من أصول النفط التقليدية في خليج المكسيك (Resnick-Ault and DiNapoli 2018). كذلك

هل يعد تقديم طلبات الحماية من الإفلاس أمراً جيداً أم سيئاً؟

كذلك قد تستلزم هذه الخطة تحويل قدر كبير من الديون إلى حقوق ملكية، أو إلغاء مدفوعات الفوائد الكبيرة أو إصدار حقوق ملكية جديدة من خلال حقوق الاكتتاب. لذا، ينبغي التوصل إلى مثل هذه الاتفاقيات وفقاً للدائنين، وبمقتضى قانون الإفلاس الأمريكي.

نلاحظ في حالة شركة **بونانزا كريك إنيرجي (Bonanza Creek Energy)** نجاح الشركة في الخروج من حالة الإفلاس عن طريق تسوية الديون، مع تولي حاملي السندات - الذين كانوا يدينون بمبلغ 867 مليون دولار - الملكية (Zacks Equity Research 2017). بينما قام أصحاب شركة **وايتينج للبترول (Whiting Petroleum)** أثناء رفع دعوى حماية من الإفلاس، بوضع خطة رسمية لتسليم أكثر من 97% من أسهمها لدائنيها، ومنحت مساهميها الحاليين نسبة 3% من أسهم الشركة المعاد تنظيمها (Kohler 2020). وفي الآونة الأخيرة، خرجت الشركة من حالة الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر بعد موافقة المحكمة على خططها لإعادة التنظيم (Jumchai 2020).

غير أن طلبات الحماية من الإفلاس تتيح للشركات المستقلة المتعثرة استكشاف خيارات بديلة. فقد تقوم هذه الشركات على سبيل المثال، بتصفية أصولها غير الأساسية من النفط والغاز، وبخاصة الغاز بسبب تراجع أسعاره. ومن ثم يمكنها إعادة التفاوض مع مورديها بشأن العقود الحالية لمعدات الحفر وخطوط الأنابيب لضمان استمرارية تصريف الأعمال. بينما تحولت الشركات المستقلة التي كان لها سجل حافل لإنتاج الغاز إلى إنتاج النفط للاستفادة من ارتفاع أسعاره. على سبيل المثال: كان إنتاج شركة **بين فيرجينيا (Penn Virginia)** يتمثل في 71% من النفط والباقي من الغاز، إلا أن هذه الشركة قامت بتحويل إنتاجها إلى 79% من

يعتبر تقديم طلب للحماية من الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر بمثابة الملاذ الأخير للمشغلين، وقد يكون أمراً حتمياً لا مفر منه في الأوقات التي تشهد فيها الأسواق تقلبات غير مسبوقه، عندما تكون سوق رؤوس أموال منتجي الطاقة مقيدة بشدة. ويحق للمشغلين تقديم طلبات للحماية من الإفلاس إذا أخفقت محاولاتهم لإعادة تنظيم العمل واستعادة المرونة المالية للحفاظ على سير أعمالهم.

عادة ما تستغرق قضايا الإفلاس والتسوية المالية فترات زمنية طويلة بالإضافة إلى صعوبتها وتعقيداتها، فضلاً عن تكبد رسوم إدارية وقانونية ضخمة. قد تتأخر الكثير من القضايا بسبب تعنت المديونين ومعارضتهم لخطط الهيكلية، كما تصطدم المفاوضات بكثير من العوائق. إلا أن بإمكان عمليات التسوية اللاحقة إنهاء كل هذه الخلافات والتوصل إلى توافق في الآراء عند مراجعة خطط إعادة التنظيم، كما في حالة إعلان الإفلاس الخاصة بشركة **بين فيرجينيا الأمريكية (Penn Virginia) (Rizzo 2016)**. تتكبد بعض الشركات خلال عمليات الهيكلية، خسائر تتراوح ما بين البيع عن طريق المزاد والمبيعات الطارئة بأسعار بخسة. وقد تنعقد عمليات البيع عن طريق المزاد حال عدم وجود مشتريين أو عندما يعرض المشترون المحتملون أسعار بيع متدنية، مما يدفع العديد من الشركات إلى التفكير في مقايضات الديون المخصومة مقابل الأسهم بدلاً من ذلك.

تتطلب اتفاقية إعادة الهيكلة من الشركة المتعثرة تقديم خطة لإعادة التنظيم والحصول على الموافقة من قضاة الإفلاس الأمريكيين. ويجب على المشغلين من أجل الحصول على هذه الموافقة، التفاوض مع الدائنين الرئيسيين والتماس التصويت على خطة إعادة هيكلة الشركة.

الإفلاس، ومن ثم يتم إعادة إدراج أسهمها في بورصة نيويورك (PR Newswire 2016). وفي حالات أخرى، تخرج الشركات المستقلة من حالة الإفلاس بأسماء جديدة. على سبيل المثال، غيرت شركة **(Memorial Production Partners)** اسمها إلى **(Amplify Energy Corp)** (Hart Energy 2017). كما يبدو أن إعادة تصميم العلامة التجارية تعتبر إستراتيجية جيدة لتغيير تصورات المستثمرين في ظل الضائقة المالية السابقة. غير أن الأهم من ذلك كله، أن تغيير العلامة التجارية يمكنه أن يكون عونًا للشركة في عملية جمع الأموال من خلال الأسهم العادية إذا ما واجهت الشركة صعوبات في القيام بذلك تحت اسمها السابق.

تكشف دورات الازدهار والانكماش في قطاع النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية عن مدى هشاشة وضعف أساس هذا القطاع، ويتمثل جوهر هذا الأساس في الانضباط المالي. إذ كانت جميع الشركات التي تقدمت بطلبات الحماية من الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الأمريكي تقريبًا ذات معدلات مديونية مرتفعة ومستويات عوائد متدنية. فيما تعتبر الشركات المستقلة في هذا القطاع مجازفة بتحمل المخاطر لأنها تركز بقدر كبير على النمو في سوق تتسم بالتنافسية الشديدة. بينما اختارت الشركات المستقلة الاقتراض بما يتجاوز عوائدها الحالية والمستقبلية على الديون المستثمرة. كما أن الديون المكتسبة خلال فترات ارتفاع أسعار النفط وتدني الإنتاجية وارتفاع النفقات التشغيلية، تخفق في نهاية المطاف في اختبار الجهد المنخفض لأسعار النفط. ويمكن أن يُعزى تقييم المخاطر المالية السيئ لهذه الشركات إلى الإدارة السيئة لها، كما كان واضحًا أثناء تراجع أسعار النفط. وبالتالي، كما تمت مناقشته آنفًا، قامت بعض الشركات المستقلة بتعيين مديرين جدد لتسخيرهم من أجل تحقيق الربحية.

النفط بعد خروجها من حالة الإفلاس بحلول نهاية عام 2018 (Resnick-Ault and DiNapoli 2017).

يمكن أن يؤدي الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الأمريكي إلى خفض كبير في التكاليف، الأمر الذي من شأنه مساعدة الشركات المستقلة المتعثرة في الحفاظ على تحقيق آبارها للأرباح وتشغيل أعمالها عن طريق تصفية الأصول وإعادة تنظيم أعمالها. ولقد قامت بعض الشركات المستقلة مثل شركتي **بين فيرجينيا ووثابارال للطاقة (Chaparral and Penn Virginia Energy)** بخفض قواها العاملة، وإعادة تشكيل مديريها التنفيذيين وتعيين أعضاء جدد في مجلس الإدارة (Stech 2016)، ويتلخص الهدف الأساسي لهذه الشركات في تحقيق الهياكل الإدارية المثلى وتقليل التكاليف العامة والإدارية.

لسوء الحظ، فإن خطط إعادة الهيكلة هذه قد لا ترضي جميع أصحاب المصلحة المعنيين، ويميل الدائنون غير المكفولين بضمان فضلًا عن حملة الأسهم إلى التأثير السلبي. كذلك نجد أن بعض الشركات المستقلة المتعثرة التي تعلن إفلاسها، مثل شركة **تشيسابيك للطاقة (Chesapeake Energy)** تكون شركات مملوكة ملكية عامة. وغالبًا ما يتم إلغاء الأسهم المدرجة لهذه الشركات بعد تقديمها لطلبات لإعلان الإفلاس، ويتم شطب بعض الشركات من البورصات لعدم استطاعتها الوفاء بمعايير الإدراج فيها، وبالتالي يتكبد مساهموها خسائر فادحة نتيجة لانخفاض قيمة أسهمها. على سبيل المثال، لم تتمكن شركة **(Exco Resources)** من الحفاظ على متوسط رسملة سوقية عالمية لا يقل عن 15 مليون دولار خلال 30 يوم تداول متتالية. وبالتالي، لا يمكنها أن تظل مدرجة في بورصة نيويورك (مجلة Financier Worldwide 2019). بينما تستطيع الشركات العامة في كثير من الحالات، مثل شركة **(SandRidge Energy)** الخروج بنجاح من حالة

هل يعد تقديم طلبات الحماية من الإفلاس أمرًا جيدًا أم سيئًا؟

تؤثر حالات إعلان الإفلاس بطرق إيجابية أو سلبية على جميع أصحاب المصلحة، إذ قد يفقد العمال وظائفهم ويخسر المساهمون أسهمهم والمستثمرون استثماراتهم. وتعد هذه النتائج بعضًا من الحقائق المريرة المترتبة على حالات إعلان الإفلاس. ومع ذلك، فقد تسببت حالات إعلان الإفلاس أيضًا في العودة القوية لظهور نتائج مالية أفضل من خلال توحيد القطاع وجعله أكثر مرونة وانضباطًا من الناحية المالية. وربما يتراجع إنتاج هذا القطاع، إلا أن الأساس المالي الأقوى كان وسيظل يؤدي إلى نمو بطيء وثابت للإنتاج.

كذلك زادت المؤسسات المالية نتيجة لضعف عائدات استثماراتها من متطلبات منح القروض لمنتجي النفط والغاز الصخريين. وسيزداد تعرض المقرضين للمخاطر إذا استمروا في تمويل المشاريع غير المستدامة، مع احتمال تكرار أزمة الرهن العقاري الثانوي لعام 2008 في هذه الصناعة. هذا، وتجعل مقايضات الأسهم والأنواع الأخرى من اتفاقيات إعادة هيكلة الديون، المدينين المكفولين بضمان المالكين المؤقتين للأصول النفط والغاز. ونظرًا لأن عمليات النفط والغاز لا تعد الأعمال الأساسية لهؤلاء المدينين، فإن الأصول والشركات الخاضعة لإشرافهم إما يتم اكتسابها أو بيعها لمشغلين آخرين بمجرد ارتفاع قيمتها.

المزيد من حالات إعلان الإفلاس في الطريق

عن سداد الديون في صناعة النفط الصخري، ذلك أن المزيد من الشركات المستقلة - وبخاصة الشركات المتوسطة إلى الكبيرة التي تراكمت عليها ديون مجهدة على مدى السنوات الماضية - ستدخل في حالة الإفلاس بسبب المخاوف من هبوب الرياح المالية المعاكسة وتقلبات السوق. فيما قد يكون لدى الشركات التي تقوم بالتحوط احتياطات حتى نهاية عام 2020. ومع ذلك، فإن هنالك احتمال قوي لزيادة ضغوط المستثمرين وحالات إعلان الإفلاس إذا ظلت أسعار النفط أقل من 50 دولارًا للبرميل في عام 2021.

يعد قياس عدد الشركات المستقلة على وجه التحديد أمرًا بالغ الصعوبة، لأن جميع هذه الشركات لا تطرح أسهمها للتداول العام. إلا أننا قمنا رغم ذلك، بدراسة تصنيفات الجدارة الائتمانية والنسب المالية، مثل تغطية الفوائد ونسبة الديون إلى حقوق المساهمين والعائد على رأس المال المستثمر، للشركات التي تطرح أسهمها للتداول العام. وقد توصلنا إلى أن إحدى عشرة شركة منها تواجه أزمات مالية وقد تقدم طلبات للحماية من الإفلاس بحلول نهاية عام 2020 أو في عام 2021. كما أن بعض الشركات التي قدمت طلبات لإعلان الإفلاس سابقًا، مثل شركتي (Oasis Petroleum و Sandridge Energy) قد تتقدم مجددًا بطلبات للحماية من الإفلاس.

الجدير بالذكر أن الشركات المتعثرة المحددة في تحليلنا تمثل أقل من نسبة 8% من إنتاج النفط الصخري الأمريكي، ولا تعد هذه الكمية ذات أهمية تذكر بالنظر إلى حجم إجمالي الإنتاج الأمريكي. علاوة على ذلك وكما ذكرنا آنفاً، فإن هذه الشركات تستمر في الإنتاج حتى تخرج من حالة الإفلاس أو تبيع أصولها من الزيت الصخري إلى مطورين آخرين. وسيضع المطور الجديد في المقابل، هذه الأصول في حيز الإنتاج كلما كان ذلك مجدياً من الناحية الاقتصادية.

كان عام 2020 بالنسبة لصناعة النفط والغاز والزيوت الصخري عامًا مليئًا بالاضطرابات. إذ تراجعت أسعار خام غرب تكساس الوسيط - بعد فشل اجتماع أوبك وشركائها الشهير في شهر مارس من عام 2020 - من 46.8 دولارًا للبرميل في اليوم الرابع من شهر مارس إلى 14 دولارًا للبرميل في اليوم الثلاثين من مارس. كذلك اضطرت العديد من المشغلين إلى إغلاق آبارهم حتى تجعل أسعار بيع النفط عملية استئناف الإنتاج مجددة من الناحية الاقتصادية (Blas 2020). إلا أن الوضع تفاقم عندما تراجعت أسعار خام غرب تكساس الوسيط في أبريل 2020 بنسبة 300% تقريبًا، وتم تداول خام غرب تكساس الوسيط بسعر بلغ حوالي 37 دولارًا للبرميل لأول مرة في التاريخ وسط انهيار الطلب بعد انتشار جائحة كوفيد-19 (Lee 2020). تلى ذلك إغلاق المزيد من الآبار وتقديم العديد من الشركات المستقلة بطلبات للحصول على إعفاءات للسماح لهم بإغلاق آبارهم لفترات طويلة.

تراجع نتيجة لذلك، إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية من 8.2 مليون برميل يوميًا في شهر مارس، إلى 6.8 مليون برميل يوميًا في شهر يونيو من عام 2020. وتشير التقارير الصادرة مؤخرًا إلى استقرار مستويات الإنتاج. بينما يقوم من ناحية أخرى العديد من المشغلين في إطار التعامل مع بيئة الأسعار الحالية، بما فيهم الشركات الكبرى، بفتح الآبار المغلقة تدريجيًا، ويزيدون من مضاعفة العدد المتزايد من الآبار المحفورة غير المكتملة (DUCs) للتعويض عن انخفاض الإنتاج والاستمرار في العمل (Brower and McCormick 2020). تشمل التكوينات الحاوية للزيت أو الغاز للنفط الصخري العديد من الآبار المحفورة غير المكتملة، وتعد تكلفة إدخال هذه الآبار إلى حيز الإنتاج أقل بكثير من تكلفة حفر واستكمال الآبار الجديدة.

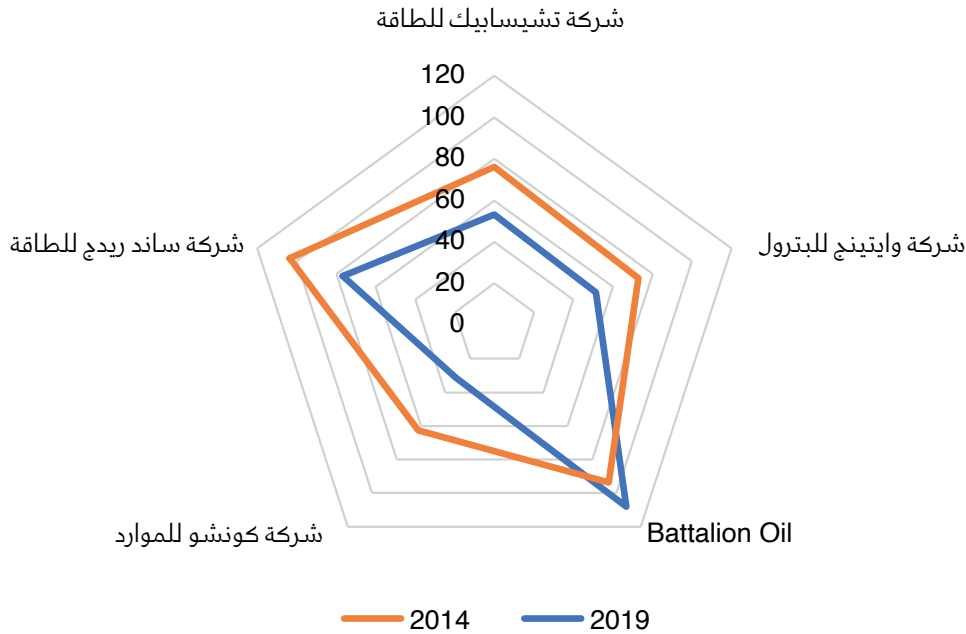
إلا أن من المتوقع حدوث المزيد من حالات التخلف

المزيد من حالات إعلان الإفلاس في الطريق

في المالك أو المشغل. كما يشير تحليلنا في الشكل رقم (7) أدناه، إلى أن سعر النفط يجب أن يكون أعلى من 50 دولارًا مع وجود تدفقات نقدية إيجابية للشركات لخدمة ديونها ونفقاتها التشغيلية والاستمرار في عملها.

سيعتمد الخروج من حالة الإفلاس على قدرة الشركة المعنية على تحويل أموال المستثمرين فيها إلى أرباح عندما تكون أسعار خام غرب تكساس الوسيط متدنية. كذلك فإن إلغاء مليارات القروض من خلال إعلانات الإفلاس لا يعني الإعفاء من سداد هذه القروض، وإنما يعني بالأحرى تغييرا

الشكل 7. تكاليف التعادل المحسوبة لمنتجي النفط الصخري المختارين اعتبارًا من عام 2019.



المصدر: تحليل كابسارك على أساس البيانات المالية للشركات*

* تحسب أسعار التعادل للشركات في هذا المخطط باستخدام البيانات المالية التي تم الحصول عليها من لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية. تشير أسعار التعادل للدورة الكاملة في هذا المخطط إلى الإيرادات على مستوى سعر خام غرب تكساس الوسيط قبل الضرائب والفوائد ونفقات الاستكشاف والاستهلاك والإهلاك، التي تدعم نفقات الرفع والاستخراج ونفقات فوائد الديون والنفقات الرأسمالية لصيانة الإنتاج. كما تعكس الأسعار الحد الأدنى لأسعار خام غرب تكساس الوسيط الذي يمكن أن يحافظ على إنتاج النفط وعملياته.

الحكومة الفيدرالية وحكومات الولايات لشركات التنقيب عن النفط والغاز وإنتاجها، أن تساعد على استرداد تكاليفهم. كما يمكن لمشغلي النفط الصخري الاستفادة من العديد من الإعفاءات الضريبية. ووفقًا لمركز التقدم الأمريكي، فإن

تمكنت العديد من الشركات المستقلة من خفض أسعار التعادل فيها منذ انهيار أسعار النفط في عام 2014. ومع ذلك، فإن أسعار النفط الحالية لا تعد مواتية لشركات تطوير النفط الصخري. بيد أن بإمكان الإعفاءات الضريبية المخصصة من

في حوض بيرميان (Patsy 2020). نجد إضافة إلى ذلك، أن معظم الشركات العاملة في صناعة النفط والغاز تقوم الآن بتقليص حجم قوتها العاملة. بينما تم الإبلاغ عن معظم حالات البطالة في قطاع خدمات النفط التي تقوم بوظائف الحفر والإكمال (Carpenter 2020). غير أن العديد من الشركات المستقلة المتعثرة تجد نفسها على الرغم من هذه الإجراءات والإعفاءات الضريبية، مجبرة على بيع أصولها وإقناع مستثمريها بمقايضة الديون بالأسهم. ونظرًا لأن عددًا قليلًا من الأطراف يرغبون في إنفاق الأموال، يصعب على هذه الشركات العثور على مشتريين. بينما ستلجأ العديد من الشركات المستقلة إلى المبيعات الطارئة بأسعار بخسة لبيع أصولها من الزيت الصخري أو تقديم طلبات للحماية بموجب الفصل الحادي عشر.

غير أن الخروج من حالة الإفلاس قد لا يعني ضمناً أن العمليات طويلة الأجل مستدامة، إذ يعتبر تقديم طلب للحماية من الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر مرتين أو ثلاث مرات أمرًا غير سليم لاستمرارية العمل على المدى الطويل. فعلى سبيل المثال، تقدمت شركة (Battalion Oil) بطلب لإعلان الإفلاس مرتين ولكنها لا تزال تكافح لتحسين عملياتها وخفض تكاليف التعادل فيها، كما هو موضح في الشكل رقم (7).

إلغاء هذه الإعفاءات الضريبية لمشغلي النفط والغاز بما فيهم مطورو النفط الصخري، سيوفر على الخزنة الأمريكية ما قيمته 37.7 مليار دولار على مدى عشر سنوات (Hang 2016).

من جانب آخر سنّت الإدارة الأمريكية الحالية - عندما شهدت أسعار النفط تراجعًا ملحوظًا - مجموعة من الحوافز في شهر مارس من عام 2020، ومن شأن هذه الحوافز مساعدة العديد من الشركات المستقلة على امتصاص صدمة أسعار النفط والتعافي السريع. كما أن من المتوقع أن تطالب شركة ماراثون بترول يوم على سبيل المثال، باسترداد ضرائب بقيمة 1.1 مليار دولار بسبب هذه الحزمة. كما تتضمن الحزمة أيضًا شرطًا ضريبيًا يسمح للشركات بخضم خسائرها التشغيلية الصافية على الفور، وتطبيقها على العوائد السابقة لمدة خمس سنوات للأعوام 2018 و2019 و2020، ويمكنهم عادةً تطبيق هذه الخصومات على مدار السنوات المقبلة (Dlouhy and Wethe 2020).

كذلك أبلغ العديد من المشغلين بما فيهم الشركات الكبرى، عن تعرضهم لوقوع خسائر كبيرة في عام 2020. قامت شركة ماراثون على سبيل المثال وفي إطار مساعيها الرامية للتغلب على بيئة الأسعار المنخفضة، بخفض نفقاتها الرأسمالية إلى النصف تقريبًا وتعليق أنشطة الحفر في موقعها

إنتاج القيمة مقابل النمو

والتركيز على توليد القيمة. هنالك احتمال قوي جداً أن يطلب المستثمرون المتعثرين في مشغلي النفط الصخري عوائد بدلاً من النمو بعد جائحة كوفيد-19. ومن المرجح أن تظهر هذه النتيجة بصفة خاصة إذا ما زادت مراكز المستثمرين في هذه الشركات بسبب زيادة مقايضات الديون بالأسهم. ربما يكون أكبر الرابحين هم المدينون المكفولين بضمان الذين زادت مراكزهم بسبب مقايضات الديون بالأسهم.

يضمن الإفلاس بموجب الفصل الحادي عشر توفر إمداد مستمر من النفط الصخري في سوق النفط، وربما ساهم في انخفاض أسعار النفط المحلية على مر الزمن. وقد يكون الفصل الحادي عشر لكونه ساعد العديد من الشركات على العودة إلى السوق، قد أشبع السوق عن غير قصد منه بمزيد من النفط الصخري. إذ أتيح للشركات المستقلة أثناء حالة الإفلاس، العمل من دون مصادرة المقرضين لأصولهم وبيعها بالمزاد أثناء تطويرهم لخطط إعادة التنظيم. أما على المستوى الجزئي، فقد عمل الفصل الحادي عشر على ترشيد تطوير النفط الصخري بعد سنوات من سوء الإدارة المالية، كذلك ساعد العديد من المشغلين في تخفيف أعباء الديون الثقيلة الملقاة على عواتقهم والتخلص من الأصول غير الأساسية، والعمل بكفاءة أكبر، والعودة إلى السوق.

بينما يعد الإفلاس أمراً سيئاً من وجهة نظر الدائنين وحملة الأسهم غير المكفولين بضمان. إذ غالباً ما يتم إلغاء الأسهم العادية بعد حالات إشهار الإفلاس، ويتم شطب الشركات لأنها لم تعد قادرة على تلبية معايير الإدراج في البورصات، وبالتالي، يتكبد مساهمو الشركات المفلسة خسائر فادحة لفقدان أسهمهم لقيمتها تلقائياً.

لا يعد إيجاد توازن بين إنتاج القيمة والنمو أمراً يسيراً، وقد يؤدي تراجع الإنتاج مع زيادة الكفاءة التشغيلية والمالية إلى استمرار الشركات لفترة أطول دون تضخم فقاعة القروض المرتبطة بزيادة الإنتاج. ويتطلب انخفاض الخزانات الطبيعية في أحواض النفط المحكم والزييت الصخري استمرار النفقات الرأسمالية، وهو السبب الرئيس لتكبد هذا القطاع ديوناً هائلة. ورغم ذلك، فقد يؤدي تراجع النفقات الرأسمالية إلى خفض الإنتاج، وبالتالي انخفاض الإيرادات.

لا تزال صناعة الزيت الصخري تدر الأرباح لأنها مبنية على الاستثمارات قصيرة الدورة، وتميل الآبار المنتجة إلى توفير معظم إنتاج هذا القطاع. بينما قد تستغرق الاستثمارات في المنتجين التقليديين على النقيض من ذلك، وقتاً أطول لتحقيق العوائد. ورغم أن عزيمة العديد من المستثمرين قد تُثبِّط بسبب انخفاض عائدات الاستثمار نظراً لتراجع أسعار النفط، إلا أن فرص الوصول لأسواق رأس المال لا تزال متاحة. ولقد تدفقت الاستثمارات في صناعة الغاز والنفط الصخري عقب الأزمة المالية التي شهدناها في عام 2008. وبالمثل نتوقع تزايد الاهتمام وحدث تحول في الاستثمارات الموجهة نحو الطاقة المتجددة وتكنولوجيا الطاقة النظيفة بعد جائحة كوفيد-19. كما لا يفوتنا أن نشير إلى أن البنك الدولي كان قد أعلن في أواخر عام 2017 عن عزمه وقف الاستثمارات في التنقيب عن النفط والغاز في عام 2020. وتمثلت الاستثناءات القليلة في المشاريع التي وفرت إمكانية الحصول على الطاقة بأسعار معقولة وكانت متوافقة مع اتفاقية باريس (البنك الدولي 2017).

علاوة على ذلك، أصبح الانضباط الرأسمالي الآن أكثر أهمية من أي وقت مضى. ويتعين على المشغلين على المدى القصير، إبطاء نمو الإنتاج

هل ستشهد الأسواق طفرة في حالات الإفلاس في مُقبل الأيام؟

نلاحظ من ناحية أخرى أن عمليات الاندماج والاستحواذ تزدهر في بيئات أسعار النفط المنخفضة، لا سيما تلك العمليات التي تتم بين الشركات التي تكون تقيّماتها أقلّ من سعر السوق العادل. إلا أن المشتريين لن يكتسبوا أو يندمجوا مع الشركات المدينة إلا إذا كانت أصولها غزيرة الإنتاج ومتنوعة بما يكفي لتبرير الاستثمار والمخاطر. على سبيل المثال، **استحوذت شركة شيفرون (Chevron) على شركة نوبل إنيرجي (Noble Energy)** مقابل خمسة مليارات دولار. وتعد شركة نوبل إنيرجي المنتج الرئيس للنفط الصخري في حوض بيرميان وتشمل عملياتها العديد من الأصول، كما يمكن لأصولها الخارجية العديدة أن تبرر اهتمام شركة كبرى مثل شيفرون بالحصول عليها (Wethe 2020). بينما يكون صغار المشغلين الذين لم يتم تنويع أصولهم أو الذين يعتمدون على النفط الصخري فقط، أقل عرضة لعمليات الدمج.

أظهرت صناعة النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية مرونة خلال فترات تقلب النفط، خاصة في فترة الأعوام 2008 و2015، عندما تراجعت أسعار النفط إلى 30 دولارًا للبرميل. وتوصلت الشركات عبر البحث والتطوير إلى عدة طرق فعالة للاستخراج، مما يؤدي بالتالي إلى خفض تكاليفها. كما ستواصل الشركات المستقلة استكشاف المزيد من الوسائل الرامية لتحسين العمليات وخفض تكاليفها الإجمالية ومواصلة الإنتاج الحدي للنفط الصخري. ويمكن لعقود التحوط الموقوتة إضافة إلى الإعفاءات الضريبية وإعلانات الإفلاس، أن تكون عونًا كبيرًا للمشغلين المتعثرين. ومع ذلك، وإذا ما استمرت أسعار النفط المنخفضة لفترة طويلة، فقد يفضل هؤلاء المشغلون اتباع بدائل أخرى بما فيها عمليات الدمج للاستفادة من وفورات الحجم الكبير.

1 تستخدم المؤلفات العلمية مصطلحيّ "النفط الصخري" و"المحكم" بالتبادل، وتصف إدارة معلومات الطاقة الأمريكية الغاز الموجود في التكوينات الصخرية بأنه غاز صخري ونفط يوجدان في طبقات الزيت الصخري كزيت محكم.

2 الفصل الحادي عشر هو قانون الإفلاس الذي يسمح للشركات بإعادة التنظيم وإعادة دخولها للسوق (محاكم الولايات المتحدة 2020).

3 الشركات المستقلة هي شركات النفط والغاز التي تعمل في قطاعات التنقيب عن الهيدروكربونات وإنتاجها فقط، ولا تشارك هذه الشركات - على عكس شركات النفط المتكاملة مثل شركة شيفرون - في معالجة أو تكرير أو تسويق أو بيع الهيدروكربونات للمستخدمين النهائيين (DiLallo 2014).

4 التدفقات النقدية الحرة هي النقد الذي تولده الشركة بعد احتساب النفقات الرأسمالية لدعم عملياتها.

5 تقيس نسبة تغطية الديون قدرة الشركة على سداد ديونها.

Adams-Heard, Rachel. 2019. "Permian Doesn't Look So Hot as Producers Hit Snags." BNN Bloomberg, August 1. <https://www.bnnbloomberg.ca/permian-doesn-t-look-so-hot-as-producers-hit-snags-1.1295994>

— — —. 2020. "Culture of Inflating Oil Reserves Helped Stoke U.S. Shale Boom." Bloomberg, June 23. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-23/shale-oil-stocks-investors-question-industry-s-performance>

Alturki, Fahad, and Pierre Larroque. 2013. "The Outlook for Unconventional Oil and Gas Production." Jadwa Investment.

Blas, Javier. 2020. "Oil at historic lows beginning to force shut-in of wells." *World Oil*, March 27. <https://www.worldoil.com/news/2020/3/27/oil-at-historic-lows-beginning-to-force-shut-in-of-wells>

Brickley, Peg. 2019. *Wall Street Journal*, October 10. "Creditors Push EdgeMarc Energy Toward Chapter 7 Liquidation." <https://www.wsj.com/articles/creditors-push-edgemarc-energy-toward-chapter-7-liquidation-11570740476>

Brower, Derek, and Myles McCormick. 2020. *Financial Times*, July 26. Retrieved from Financial Times: <https://www.ft.com/content/9552bb8b-c23a-458d-b476-bbbbe4163bd2>

Carpenter, Scott. 2020. "Oil, Gas And Mining Industries Shed Jobs Again In July." *Forbes*, August 10. <https://www.forbes.com/sites/scottcarpenter/2020/08/10/oil-and-gas-sector-shed-jobs-again-in-july/#3b70d2173419>

Chesapeake Energy. 2020. "Chesapeake Energy Corporation Reports 2019 Full Year and Fourth Quarter Financial and Operational Results and Releases 2020 Guidance." February 26. <http://investors.chk.com/2020-02-26-Chesapeake-Energy-Corporation-Reports-2019-Full-Year-And-Fourth-Quarter-Financial-And-Operational-Results-And-Releases-2020-Guidance>

Cox, John. 2018. "Berry Petroleum launches \$300 million IPO." *Bakersfield*, July 19. https://www.bakersfield.com/news/berry-petroleum-launches-300-million-ipo/article_7e0e4cde-8b87-11e8-9e0e-4fd6c79b5ee3.html

DiLallo, Matthew. 2014. "Independent Oil and Gas: Investing Essentials." *The Motley Fool*, August 5. <https://www.fool.com/investing/general/2014/08/05/independent-oil-gas-investing-essentials.aspx>

Dlouhy, Jennifer, and David Wethe. 2020. "Marathon sets up for \$1.1 billion tax refund via coronavirus aid law." *World Oil*, August 11. https://www.worldoil.com/news/2020/8/11/marathon-sets-up-for-11-billion-tax-refund-via-coronavirus-aid-law?utm_source=hootsuite&utm_medium=&utm_term=&utm_content=&utm_campaign=

U.S. Energy Information Administration (EIA). 2013. "Shale oil and shale gas resources are globally abundant." June 10. <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=11611>

Elliott, Rebecca. 2020. "Fracking Trailblazer Chesapeake Energy Files for Bankruptcy." *The Wall Street Journal*, June 28. <https://www.wsj.com/articles/fracking-trailblazer-chesapeake-energy-files-for-bankruptcy-11593374287#:~:text=Chesapeake%20Energy%20Corp.%20filed%20for,pioneer%20long%20hamstrung%20by%20debt.&text=That%20vast%20footprint%20once%20helped,second%20largest%20>

Financier Worldwide. 2019. "Exco Resources emerges from bankruptcy." September. <https://www.financierworldwide.com/exco-resources-emerges-from-bankruptcy#.XyvV-IgzaUk>

Hang, Jae. 2016. "It Is Time to Phase Out 9 Unnecessary Oil and Gas Tax Breaks." *Center for American Progress*, May 26. <https://www.americanprogress.org/issues/green/reports/2016/05/26/138049/it-is-time-to-phase-out-9-unnecessary-oil-and-gas-tax-breaks/#:~:text=The%20depletion%20allowance%20permits%20royalty,of%20the%20resource%20each%20year>

Witthaus, Jack. 2017. "Houston energy co. emerges from bankruptcy under new name." *Hart Energy*, May 5. <https://www.bizjournals.com/houston/news/2017/05/05/houston-energy-co-emerges-from-bankruptcy-under.html#:~:text=Memorial%20Production%20Partners%20is%20now,its%20restructuring%20C%20per%20the%20release>

Helman, Christopher. 2020. "Deathwatch Begins For The Subprime Of Shale Oil Drilling." *Forbes*, March 23. <https://www.forbes.com/sites/christopherhelman/2020/03/12/deathwatch-begins-for-the-subprime-of-shale-oil-drilling/#7a585fab73ab>

Hiller, Jennifer, and Shariq Khan. 2020. "Chevron leads another wave of massive oil-industry spending cuts." *Reuters*, March 24. <https://www.reuters.com/article/us-global-oil-chevron/chevron-leads-another-wave-of-massive-oil-industry-spending-cuts-idUSKBN21B1HB#:~:text=Chevron%20will%20spend%20%2416%20billion,for%20the%20company%20since%202005>

Kohler, Judith. 2020. "Denver-based Whiting Petroleum files for bankruptcy as coronavirus continues making economic waves." *Denver Post*, April 1. <https://www.denverpost.com/2020/04/01/coronavirus-colorado-whiting-petroleum-bankruptcy/#:~:text=Whiting%20listed%20%243.6%20billion%20in,than%20%242.2%20billion%20in%20debt.&text=Whiting's%20bankruptcy%20comes%20as%20the,industry%20faces%20huge%20price%20>

Lee, Nathaniel. 2020. "How negative oil prices revealed the dangers of the futures market." *CNBC*, June 16. <https://www.cnbc.com/2020/06/16/how-negative-oil-prices-revealed-the-dangers-of-futures-trading.html>

Martin, Douglas. 2013. "George Mitchell, a Pioneer in Hydraulic Fracturing, Dies at 94." *The New York Times*, June 26. <https://www.nytimes.com/2013/07/27/business/george-mitchell-a-pioneer-in-hydraulic-fracturing-dies-at-94.html>

Ngai, Catherine, Olivia Raimonde, and Alex Longley. 2020. "Shale Drillers Face Multibillion-Dollar Hedging Crunch Amid Rout." *BNN Bloomberg*, May 20. <https://www.bnnbloomberg.ca/shale-drillers-face-multibillion-dollar-hedging-crunch-amid-rout-1.1438915>

Oil & Gas Journal. 2020. "Chesapeake looks to eliminate \$7 billion of debt through Chapter 11." June 29. <https://www.ogj.com/general-interest/article/14178679/chesapeake-looks-to-eliminate-7-billion-of-debt-through-chapter-11>

Patsy, Emily. 2020. "Marathon Oil Suspends Permian Drilling with Deeper Capex Cuts." *Hart Energy*, August 4. <https://www.hartenergy.com/exclusives/marathon-oil-suspends-permian-drilling-deeper-capex-cuts-186973>

PR Newswire. 2016. "SandRidge Energy Emerges from Reorganization with Approximately \$525 Million of Liquidity." October 4. <https://www.prnewswire.com/news-releases/sandridge-energy-emerges-from-reorganization-with-approximately-525-million-of-liquidity-300339069.html>

Resnick-Ault, Jessica, and Jessica DiNapoli. 2017. Reuters, June 12. "Oil and gas explorer Penn Virginia taps Jefferies for sale: sources." <https://www.reuters.com/article/us-penn-virginia-m-a-exclusive-idUSKBN19325M>

— — —. 2018. "Fresh from bankruptcy, driller Fieldwood hungry for U.S. offshore output." Reuters, April 12. <https://www.reuters.com/article/us-usa-oil-offshore-consolidation/fresh-from-bankruptcy-driller-fieldwood-hungry-for-us-offshore-output-idUSKBN1HJ1JY>

Resnick-Ault, Jennifer, and Joshua Schneyer. 2016. "Hedging its bets, Pioneer shines in struggling U.S. oil patch." Reuters, January 15. <https://www.reuters.com/article/us-oil-hedging-pioneer/hedging-its-bets-pioneer-shines-in-struggling-u-s-oil-patch-idUSKCN0UT0JE>

Rizzo, Lillian. 2016. "Shareholders Are Winning a Seat at the Bankruptcy Table." *The Wall Street Journal*, August 31. <https://www.wsj.com/articles/shareholders-are-winning-a-seat-at-the-bankruptcy-table-1472635803>

Scheyder, Ernest. 2017. "Investors pour cash into U.S. shale despite questions on returns." Reuters, December 14. <https://www.reuters.com/article/us-usa-oil-finance/investors-pour-cash-into-u-s-shale-despite-questions-on-returns-idUSKBN1E80JV>

Stech, Katy. 2016. "Penn Virginia Files for Chapter 11 Bankruptcy Protection." *The Wall Street Journal*, May 12. <https://www.wsj.com/articles/penn-virginia-files-for-chapter-11-bankruptcy-protection-1463052797#:~:text=In%20court%20papers%2C%20Penn%20Virginia,nearly%2090%25%20of%20funded%20debtholders>

United States Courts. 2020. "Chapter 11 - Bankruptcy Basics." <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>

Wethe, David. 2020. "Chevron to purchase Noble Energy for \$5 billion in shares." *World Oil*, July 20. <https://www.worldoil.com/news/2020/7/20/chevron-to-purchase-noble-energy-for-5-billion-in-shares>

Zacks Equity Research. 2017. "Bonanza Creek Likely to Exit Bankruptcy with Debt Clearance." April 11. <https://www.zacks.com/stock/news/255966/bonanza-creek-likely-to-exit-bankruptcy-with-debt-clearance>

نبذة تعريفية عن الباحثين

ماجد السويلم

باحث مشارك أول في كابسارك، يركز على الطاقة المستدامة، وأمن الطاقة، والبنية التحتية للطاقة. يمتلك خبرة تزيد عن 15 عاماً في صناعة النفط والغاز في شركتي شيفرون وأرامكو السعودية، وتضمنت خبرته المحاكاة، والنمذجة، وإدارة الأصول تحت السطحية، وتقدير احتياطي الهيدروكربون، والتقنيات الثورية، والتخطيط.



ويحمل ماجد درجة البكالوريوس في هندسة البترول من جامعة تولسا بالولايات المتحدة، ودرجة الماجستير في نفس التخصص من جامعة تكساس أي أند إم، بالإضافة إلى حصوله على الماجستير في علوم الجيولوجيا والهندسة من المعهد الفرنسي للبترول.

مالك سبيلمانزل

مالك باحث مشارك أول في فريق الأسواق والتنمية الصناعية، حيث يركز على سلاسل القيمة للتكرير والبتروكيماويات. وهو مهندس محترف مرخص في كندا (APEGA) والخبرة في الأعمال الهندسية والنفطية سواء في المكتب أو في الميدان. لدى مالك خبرة في المراحل العليا والوسطى والدنيا في صناعة النفط والغاز في أمريكا الشمالية. ولديه اهتمام كبير بتحسين سلسلة القيمة المتكاملة للهيدروكربون لمساعدة شركات النفط والغاز على تحقيق أقصى قدر من الأرباح. تشمل اهتمامات مالك البحثية تحسين سلاسل القيمة المتكاملة التي تقودها اللوائح الإقليمية والدولية الخاصة بالوقود والانبعاثات والنمو الاقتصادي من بين عوامل أخرى. طوّر مالك في كندا مفهوم استخدام أدوات تحليل البيانات مثل التعلم الآلي لتحسين استعداد المنشأة في حالات التوقف عن العمل.



نبذة عن المشروع

يهدف هذا المشروع إلى تقييم مدى تأثير النفط الصخري والغاز في الولايات المتحدة الأمريكية على توازن العرض والطلب. نقوم بمرور الوقت وباستخدام سلسلة من بيانات الإنتاج المتاحة، بدراسة دوافع النمو الناجح (الظاهرة والخفية) لصناعة الزيت الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية حتى الآن، وندرس هذه العوامل بأثر رجعي ونقوم بالتحليل التفصيلي لمدى استدامة هذه الآليات في المستقبل.

كذلك يتناول هذا المشروع بالدارسة أداء إنتاج الزيت الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتسلط الضوء على التحديات التي قد تعوق أو تسهم في نمو النفط الصخري والغاز، بما فيها التقنيات والسياسات البيئية وفرص الحصول على رؤوس الأموال.



www.kapsarc.org