

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



**Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en
Aerolíneas Latinoamericanas**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN
ADMINISTRACIÓN ESTRATÉGICA DE EMPRESAS
OTORGADO POR LA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Angelo López Palacios

Kelly Quintanilla Ramírez

Marco Zúñiga Flores

Will Dierking Palacios

Asesor: Juan O'Brien

Santiago de Surco, noviembre 2016

Agradecimiento

Agradecemos a nuestros profesores CENTRUM Católica por los conocimientos impartidos y sus aportes brindados, los mismos que permitieron culminar el presente trabajo de investigación.

Dedicatoria

Los resultados de trabajo de investigación, están dedicados a todas aquellas personas que, de alguna forma, apoyaron y formaron parte de su culminación.

Angelo López

Kelly Quintanilla

Marco Zúñiga

Will Dierking



Resumen Ejecutivo

Los reiterados escándalos financieros suscitados a nivel mundial, trajeron consigo la revisión de normas relacionadas a buenas prácticas de Gobierno Corporativo en las organizaciones en los últimos años. Por tal razón, organismos internacionales vienen reformulando e impulsando lineamientos con el propósito de conseguir transparencia de la información e implementar medidas preventivas que contribuyan al desempeño positivo en las organizaciones. En Latinoamérica, en el año 2004 iniciaron Mesas Redondas Regionales, impulsando iniciativas al tema, y en el año 2013 la Corporación Andina de Fomento [CAF], impulsó la implementación de prácticas de buen Gobierno Corporativo con la publicación de Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo.

El Gobierno Corporativo en el sector aéreo en Latinoamérica, no es ajeno y monitorea la forma en la que empresa está organizada y gestionada para garantizar buenos desempeños, sin embargo no se evidenciaron estudios previos al respecto, por tal motivo esta investigación es el primer intento por describir la posible relación entre el cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el desempeño financiero en empresas del sector aéreo en Latinoamérica.

La investigación se efectuó bajo un enfoque cuantitativo, de alcance descriptivo y diseño de investigación no experimental transversal de tipo descriptivo. Se estudió una muestra de cuatro líneas aéreas Latinoamericanas de un total de 16 y se eligió como periodo de análisis el año 2015. Se utilizaron los lineamientos detallados en el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo y en cuanto al desempeño financiero, se consideraron los indicadores financieros ROA, ROE y QTobin. Finalmente, el resultado de la investigación sugirió la posible existencia de una relación positiva entre el seguimiento de buenas prácticas Gobierno Corporativo y el desempeño financiero en aerolíneas latinoamericanas en el año 2015.

Abstract

The repeated global financial scandals brought with them the revision of standards related to good corporate governance practices in organizations in recent years. For this reason, international organizations have been reformulating and promoting guidelines for the purpose of achieving transparency of information and implementing preventive measures that contribute to positive performance in organizations. In Latin America, in 2004, Regional Round Tables were launched, promoting initiatives on the subject, and in 2013 the Andean Development Corporation [CAF] promoted the implementation of Good Corporate Governance practices with the publication of Guidelines for a Latin American Code of Corporate governance.

Corporate Governance in the aviation sector in Latin America is not foreign and monitors the way in which the company is organized and managed to guarantee good performance, however no previous studies were evidenced in this respect, for this reason this investigation is the first attempt by To describe the possible relationship between compliance with Good Corporate Governance practices and financial performance in airlines in Latin America.

The research was carried out under a quantitative approach, with descriptive scope and non - experimental transverse research design of descriptive type. A sample of four Latin American airlines from a total of 16 was studied and the year of analysis was chosen as the year 2015. The guidelines detailed in the Latin American Corporate Governance Code were used and in terms of financial performance, the ROA financial indicators, ROE and QTobin. Finally, the result of the research suggested the possible existence of a positive relationship between the follow-up of Good Corporate Governance practices and the financial performance in Latin American airlines in 2015.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	v
Lista de Figuras.....	vii
Capítulo I: Introducción	1
1.1 Antecedentes del Problema	1
1.2 Definición del Problema	4
1.3 Propósito de la Investigación	6
1.3.1 Objetivo de la investigación	6
1.3.2 Pregunta de investigación	7
1.4 Importancia de la Investigación	7
1.5 Naturaleza de la Investigación	9
1.6 Limitaciones.....	10
1.7 Delimitaciones.....	11
1.8 Resumen.....	11
Capítulo II: Revisión de la Literatura	13
2.1 Revisión de la Literatura	13
2.2 Construcción del Marco Teórico.....	13
2.3 Gobierno Corporativo	16
2.3.1 Antecedentes	16
2.3.2 Definición.....	18
2.3.3 Teoría de agencia	22
2.3.4 Órganos de gobierno	24
2.3.5 Principios y regulaciones	31
2.4 Gobierno Corporativo en el Sector Aéreo en el Mundo	39
2.5 Gobierno Corporativo en Latinoamérica	40

2.5.1 Antecedes de gobierno corporativo en Latinoamérica.....	40
2.5.2 Gobierno corporativo en el sector aéreo en Latinoamérica	41
2.6 Desempeño Financiero de una Organización y su Determinación	42
2.6.1 Desempeño financiero	42
2.6.2 Determinación del desempeño financiero.....	43
2.7 Resumen.....	46
2.8 Conclusiones	47
Capítulo III: Metodología	51
3.1 Diseño de la Investigación	51
3.2 Población y Selección de la Muestra	53
3.3 Procedimiento de Recolección de Datos.....	55
3.4 Instrumento	56
3.5 Análisis e Interpretación de Datos	57
3.6 Resumen.....	58
Capítulo IV: Análisis de Resultados.....	60
4.1 Perfil de Informantes: Análisis Descriptivos	60
4.2 Nivel de Cumplimiento de Prácticas de Gobierno Corporativo.....	60
4.3 Nivel de Desempeño Financiero de las Aerolíneas Latinoamericanas	79
4.4 Relación entre Nivel de Cumplimiento de buenas Prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero	80
4.5 Resumen.....	89
Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones.....	91
5.1 Conclusiones	91
5.2 Recomendaciones.....	95
5.2.1 Recomendaciones prácticas	95

5.2.2 Recomendaciones teóricas para futuras investigaciones	96
Referencias.....	98
Apéndice A: Población	105
Apéndice B: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo	106
Apéndice C: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Latam	109
Apéndice D: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Avianca.....	115
Apéndice E: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Aeroméxico.	121
Apéndice F: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Copa	127
Apéndice G: Información Financiera	133



Lista de Tablas

Tabla 1. <i>Relación de Empresas Aéreas que conforman la Muestra</i>	55
Tabla 2. <i>Perfil de las Empresas que informan en Bolsa de Valores</i>	60
Tabla 3. <i>Calificación de Nivel de Cumplimiento</i>	61
Tabla 4. <i>Áreas y Lineamientos considerados en la Calificación</i>	62
Tabla 5. <i>Fomento de la Participación e Información de los Accionistas</i>	64
Tabla 6. <i>Función, Competencia y Reglamento de la Asamblea General de Accionistas</i>	66
Tabla 7. <i>Lineamientos en función al Directorio</i>	67
Tabla 8. <i>Atribuciones y Funciones del Directorio</i>	68
Tabla 9. <i>Dimensión del Directorio</i>	69
Tabla 10. <i>La Categoría de los Miembros del Directorio</i>	70
Tabla 11. <i>Conflictos de Interés y Operaciones Vinculadas</i>	71
Tabla 12. <i>El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia</i>	72
Tabla 13. <i>Comités del Directorio</i>	73
Tabla 14. <i>Gestión de Riesgos y el Sistema de Control Interno</i>	75
Tabla 15. <i>Estados Financieros, Información a los mercados e Informe de Gobierno Corporativo</i>	77
Tabla 16. <i>Nivel de cumplimiento de Gobierno Corporativo</i>	78
Tabla 17. <i>Desempeño Financiero de Aerolíneas Latinoamericanas</i>	80
Tabla 18. <i>Derecho y Tratamiento Equitativo de los Accionistas y su Relación con el Desempeño Financiero</i>	82
Tabla 19. <i>La Asamblea General de Accionistas y su Relación con el Desempeño Financiero</i>	83
Tabla 20. <i>Dimensión del Directorio y su Relación con el Desempeño Financiero</i>	84
Tabla 21. <i>Directorio y su Relación con el Desempeño Financiero</i>	85
Tabla 22. <i>Arquitectura de Control y su Relación con el Desempeño Financiero</i>	86

Tabla 23. <i>Transparencia e Información Financiera y No Financiera y su Relación con el</i> <i>Desempeño financiero</i>	87
---	----

Tabla 24. <i>Nivel de Cumplimiento de Gobierno Corporativo y Desempeño Financiero de</i> <i>Aerolíneas</i>	87
---	----



Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Proceso de vertebración del índice del marco teórico y ubicación de referencias. .	14
<i>Figura 2.</i> Mapa conceptual.....	15
<i>Figura 3.</i> Triángulo de Gobierno Corporativo en una organización.	19
<i>Figura 4.</i> El Gobierno corporativo en una organización.	25
<i>Figura 5.</i> Marco regulatorio en el órgano de gobierno.....	26
<i>Figura 6.</i> Lineamiento de Buen Gobierno Corporativo y Recomendaciones relacionadas al Directorio.....	37



Capítulo I: Introducción

1.1 Antecedentes del Problema

La teoría económica que sustenta la mayoría de los modelos económicos y financieros de las organizaciones se han basado en una estructura eficiente de mercado, en donde todos los agentes que intervienen en él han tenido el mismo acceso a la información. Sin embargo, a través del tiempo, la dinámica de los mercados ha cambiado, tal es así que resulta común hoy en día notar que las organizaciones tienen que lidiar con ineficiencias, tales como la asimetría de la información y problemas de agencia. Estos podrían generar distorsiones entre los diferentes agentes económicos, los cuales en algunos casos intentan maximizar sus propios objetivos en lugar de los planteados para la organización. En este sentido, ante la presencia de conflictos de intereses se consideró necesario reglamentar de manera clara tanto los derechos como las obligaciones de los diferentes agentes interesados en la organización. De esta manera, la herramienta usada para lograr que se respeten los procesos para la toma de decisiones fue un adecuado sistema de Gobierno (Fernández, Muñoz, Rivera y Ferrero (2010).

Respecto de los problemas de agencia, estos generalmente se presentan a consecuencia del seguimiento del modelo organizativo desarrollado por gran parte de las organizaciones modernas. Este atribuye y delega a los agentes administradores (no propietarios de la empresa) el poder para la toma de decisiones en la organización. En este sentido, el denominado problema de agencia se evidencia más aún cuando la estructura de propiedad de la organización no está claramente definida, y por consiguiente, no permite ejercer un control o regulación eficiente sobre la gestión o administración de los gerentes, así como monitorear su diligencia para las funciones que se le confiere según Berle y Means, (1932 citados en Benavides & Barona, 2010).

Los esfuerzos por obtener organizaciones más reguladas se iniciaron en 1992 en el

Reino Unido, donde se dio lugar el *Cadbury Committee* (Comité Cadbury), el cual fue creado con el fin de dirigir los aspectos financieros del Gobierno Corporativo en las organizaciones. Por ello, publicó “*The Code of Best Practice*” (Código de mejores prácticas), cuya recomendación contenida en dicho documento advertía que a la Junta de Directores de las corporaciones del Reino Unido se debería incorporar por lo menos tres integrantes externos y que la posición del presidente y gerente general de la misma debería recaer en personas diferentes (Astorga, 2003).

Con relación a la asimetría de la información, el efecto de la globalización en las economías y los casos de fraude financiero suscitados en algunas organizaciones conllevaron a que ciertos estudios tengan como premisa que toda información acerca del funcionamiento y gobierno de una organización sean puntos sensibles, no solo para depositar confianza sobre el manejo de las mismas, sino también para aportar el buen funcionamiento de los mercados. Por ello, una adecuada información sobre las organizaciones o empresas no solo contribuye con minimizar el riesgo sobre las inversiones, sino que reduce las asimetrías. De esta manera, se incrementa la transparencia de la gestión y el desempeño (Alonso, 2007).

El constante impulso hacia la transparencia de información se ve reflejado a consecuencia de la aparición o publicación de fraudes o escándalos financieros que destruyeron el valor de ciertas organizaciones. En ese sentido, la atención pública suscitada en torno a estos casos en el mundo trajo consigo una ola de regulaciones cada vez más estrictas que buscaron garantizar la transparencia de la información.

En este contexto, por ejemplo, en los Estados Unidos de Norteamérica en el año 2002, los senadores Sarbanes y Oxley impulsaron una norma como respuesta contundente a la destrucción de valor y la pérdida de confianza que proliferó en el mercado americano, a raíz de que se hiciera público el caso Enron y posteriormente World Comm, Adelphia, Global Crossing, Conseco, Tyco y Healthsouth. Adicionalmente, en el año 2010, otra norma (la ley

Dodd-Frank) fue publicada y es comparable con la ley de Sarbanes y Oxley por su envergadura, dado que surgió a raíz que se hiciera público a nivel mundial la crisis de las hipotecas subprime y la caída de gigantes como Lehman Brothers (Enrione, 2014).

Por otro lado, Cruz (2004) mencionó que el fraude evidenciado en el caso Enron fue solo un ejemplo de la falta de un respectivo control corporativo en el que se ven involucradas gran parte de las organizaciones a nivel mundial. Por tal razón, resaltó que el marco de un buen Gobierno Corporativo debe promover la protección de todos sus accionistas y asegurar un trato equitativo sin distinción, en donde se incluya a minoritarios y mayoritarios. De la misma manera, debe reconocer los derechos de los terceros interesados. Para lo cual, se debe revelar de manera precisa y oportuna los datos de importancia que incidan en el desempeño del negocio, y finalmente, ser un guía estratégico y efectivo con la finalidad de monitorear la administración de la empresa.

En tal sentido, Alonso (2007) propuso la necesidad de delimitar claramente los derechos y obligaciones de todos los agentes administrativos en torno a una organización. Para lo cual, se tomó como referencia el concepto de Gobierno Corporativo, el cual buscó establecer principios y reglas específicas que se deben seguir para autorregular las organizaciones en el proceso de gestión y toma de decisiones. En este sentido, los códigos de Gobierno Corporativo y todas las legislaciones enmarcadas en torno a él, propusieron requerimientos de información a las empresas frente a accionistas, principalmente sobre órganos y buenas prácticas de Gobierno.

Si bien es cierto que el Gobierno Corporativo agrupa todas las relaciones que existen entre los administradores, directivos y accionistas, así como también otros grupos de interés, también proveen una determinada estructura a través de la cual pueden establecerse los objetivos de la empresa y los medios para alcanzarlos (a través de buenas prácticas), así como el seguimiento de su desempeño. De esta manera, las buenas prácticas de Gobierno

Corporativo pueden ser incorporadas como parte de la estrategia para la creación de valor en las organizaciones (Fernández et al., 2010).

Al respecto, la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013) indicó que la aplicación de prácticas de Gobierno Corporativo se debe entender como un medio para que las compañías faciliten la gestión de sus riesgos y promuevan su desempeño y sostenibilidad, mas no considerar dichas prácticas como una finalidad. Sin embargo, dichas prácticas no son el único medio y las organizaciones pueden implementar otras herramientas que tuvieran a su disposición en tanto lleguen al objetivo de facilitar, entre otras actividades, la administración eficiente de los riesgos para contribuir al fortalecimiento y sostenibilidad de las mismas.

Asimismo, Fernández et al. (2010) expresaron que la búsqueda constante de competitividad y sostenibilidad por parte de las organizaciones, así como la presencia cada vez mayor de pequeños accionistas (especialmente en las empresas que cotizan en Bolsa) llevó consigo a replantear estrategias que incluyan cada vez más actividades de gestión de riesgos operacionales y financieros. Es en este sentido, que el estudio o concepción de Gobierno Corporativo al evolucionar en el tiempo, ha incorporado como parte de sus lineamientos, adicionalmente los relacionados con aspectos financieros, como el de control o monitoreo sobre el retorno de la inversión de los accionistas de una organización, aquellos aspectos que se involucran en la búsqueda de contribución al valor, a través de la intervención del diseño o estructura de una organización.

Así, con la incorporación de este concepto se alinea con la propuesta impartida por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico [OCDE], la cual indicó que las prácticas de Gobierno Corporativo también tienen relación con los medios internos por los cuales las corporaciones son operadas y controladas (Benavides & Barona, 2010).

1.2 Definición del Problema

Los casos de manipulación de información financiera, el uso privilegiado de datos o

los conflictos de interés mal resueltos, identificados en los escándalos financieros de los últimos años, han captado en gran medida la atención no solo de grupos económicos de interés, sino también de los legisladores. Por ello, se han desarrollado más normas y regulaciones que aumentan las exigencias, los deberes, las responsabilidades y los riesgos personales de directores y ejecutivos. Con ello se busca reducir la desconfianza en los accionistas e inversionistas respecto al seguimiento de normas éticas, inmersas en buenas prácticas de Gobierno Corporativo y la relación del desempeño financiero reportado por los agentes administradores de las organizaciones.

En este contexto, se evidencia la importancia del Gobierno Corporativo y sus buenas prácticas dentro de las organizaciones, así como su estudio y reformulación constante en todo el mundo (Enrione, 2014). Para el caso de Latinoamérica, el estudio y fomento de buenas prácticas torna relevancia porque la región presenta oportunidades de mejora, al considerar que los mercados financieros y su regulación, han presentado ciertas debilidades, las cuales revelan ciertas desventajas en comparación con los países desarrollados.

Diferentes países latinoamericanos han publicado guías conocidas como “códigos” que las empresas en Latinoamérica vienen adoptando dentro de sus políticas de Gobierno Corporativo, con la finalidad de generar confianza a través de la transparencia en el manejo de la información de las organizaciones. Con esta medida se busca la capacidad de la organización para implementar normas que busquen la protección efectiva de accionistas y posibles inversionistas, así como desarrollar el desempeño financiero, que representen objetivos primordiales para cumplir con el propósito de buscar su competitividad y sostenibilidad en el mercado (Benavides & Barona, 2010).

Por lo tanto, es evidente que el desafío que enfrentan actualmente las organizaciones está relacionado a la búsqueda de una adecuada transparencia, mejores niveles de desempeños y fomento de adecuadas estructuras de gobierno que finalmente garanticen no

solo su sostenibilidad, sino la generación de valor. Por lo tanto, las organizaciones están llamadas a entender estos nuevos requerimientos y participar activamente en la solución de estos a través del seguimiento y cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo, a fin de que contribuya con el desempeño financiero de las mismas.

1.3 Propósito de la Investigación

1.3.1 Objetivo de la investigación

El objetivo principal del presente estudio fue describir la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas Latinoamericanas en el año 2015.

Los objetivos secundarios son los siguientes:

1. Describir la posible relación entre el el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero; en cuanto al Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas.
2. Describir la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero; en cuanto a la competencia de la Asamblea General de Accionistas.
3. Describir la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero; en cuanto al Directorio.
4. Describir la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero; en cuanto a la arquitectura de control.
5. Describir la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero; en cuanto a la transparencia e información financiera y no financiera.

1.3.2 Pregunta de investigación

Esta investigación tiene como pregunta fundamental la siguiente:

¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas Latinoamericanas en el año 2015?

Las preguntas secundarias son las siguientes:

1. ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto al derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas?
2. ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la competencia de la Asamblea General de Accionistas?
3. ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto al Directorio?
4. ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la arquitectura de control?
5. ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la transparencia e información financiera y no financiera?

1.4 Importancia de la Investigación

Las normas y regulaciones relacionadas a buenas prácticas de Gobierno Corporativo incorporadas en las organizaciones en los últimos años, han sido duramente cuestionadas a consecuencia de los reiterados escándalos financieros suscitados a nivel mundial. Por este

motivo, dichas normas y lineamientos han sido estudiadas, evaluadas y reformuladas con el propósito de garantizar la transparencia de la información y así recuperar la confianza de los accionistas e inversionistas en torno a la calidad de la gestión de la organización (Alonso, 2007). Al respecto, Latinoamérica no ha sido la excepción en cuanto a casos de fraude. Por ejemplo, Chile reportó en el año 1997 un incidente que llevó a contemplar reformas que fueron impulsadas públicamente y mejoraron de manera paulatina la protección de los inversionistas minoritarios, y a su vez, dinamizaron el mercado financiero (Enrione, 2014). Las organizaciones que adoptaron un Gobierno Corporativo, luego de haber tenido una experiencia de fraude, tienden a implementar medidas que los asemejan a un organismo de control. No obstante, el objetivo es impulsar el seguimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo con la finalidad de implementar medidas preventivas que fomenten el reconocimiento positivo de una organización por parte de accionistas e inversionistas, lo cual está relacionado con la mejora en su productividad y competitividad (Méndez & Rivera, 2015).

De acuerdo con lo indicado previamente y en base a la necesidad de analizar y describir la incorporación de prácticas de Gobierno Corporativo en aerolíneas latinoamericanas, sobre las cuales no se han encontrado investigaciones empíricas, se ha considerado trascendente estudiar la posible relación entre prácticas de buen Gobierno Corporativo y su desempeño financiero, eligiendo como periodo de análisis el año 2015.

Esta investigación es por tanto, el primer intento por tratar de determinar esa posible relación. Por consiguiente, el resultado del estudio contribuye con datos relevantes, que permite identificar un nuevo campo de análisis para futuras investigaciones que busquen conocer el efecto que tienen las prácticas de Gobierno Corporativo en el desempeño financiero de las empresas del sector aéreo.

1.5 Naturaleza de la Investigación

Con el objetivo de describir la posible relación entre las variables referidas al cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo con el Desempeño Financiero en aerolíneas Latinoamericanas, el estudio de investigación se desarrolló bajo un enfoque cuantitativo con un alcance descriptivo, para lo cual se utilizaron datos recolectados que se obtuvieron de fuentes secundarias y que permitieron realizar mediciones, las mismos que, fueron representadas mediante números y adicionalmente analizados con métodos estadísticos descriptivos para cumplir con el objetivo principal del estudio (Hernández, Fernández, Baptista, 2014). Una investigación cuantitativa se caracteriza por describir planteamientos acotados, y los fenómenos observados y medidos, no son afectados por los investigadores. Al respecto, según indicaron Fernández y Pértegas (2002) cuantificar es una manera práctica de aumentar y favorecer la comprensión del estudio porque permite identificar la naturaleza de las realidades y cómo se relacionan las variables, de tal manera que le da al estudio mayor objetividad, al contemplar la inferencia y la generalización del estudio.

Adicionalmente, con el fin de establecer límites conceptuales, los cuales surgen como consecuencia de la respectiva revisión de la literatura, se buscó determinar el alcance del estudio. En este sentido, la presente investigación fue de alcance descriptivo porque recopiló información que sirvió para exponer la actual situación de los niveles de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas del sector aéreo en Latinoamérica, por lo tanto, se caracteriza por enfatizar realidades y hechos cuyo atributo fundamental es la de dar a conocer una interpretación válida (Tamayo, 2004). Asimismo, se ha considerado que una investigación con alcance descriptivo se destaca por la búsqueda de detalles con relación a propiedades, características y rasgos con rango de importancia en cualquier fenómeno que se estudie (Hernández et al., 2014). Según lo indicó Rodríguez (2005) una investigación

descriptiva además de describir, adicionalmente analiza e interpreta la actualidad, estructura o desarrollo del objeto en estudio, facilitando un entendimiento correcto de la realidad. El alcance descriptivo ha sido de mucha utilidad para conocer quién, dónde, cuándo, cómo y porqué del objeto de estudio, por lo que la información que se ha obtenido explica perfectamente a una organización, el consumidor, objetos, conceptos y cuentas (Namakforoosh, 2013).

Asimismo, con relación al diseño de la investigación, se eligió el de tipo No Experimental - Transversal de tipo descriptivo porque se recolectan datos en un solo momento y en un tiempo único. Adicionalmente, tiene como propósito describir variables así como analizar su incidencia e interrelación en un momento dado. Se puede abarcar varios grupos tanto de personas, objetos o indicadores, pero siempre (bajo un enfoque cuantitativo); el análisis se realiza en un único momento. El tipo descriptivo se ajusta al presente estudio porque tiene como objeto indagar la incidencia y los valores en los que se manifiesta una o más variables o proporcionar una visión de un determinado grupo o fenómeno (Gómez, 2006).

1.6 Limitaciones

El presente estudio estuvo limitado hacia:

- a) Los datos de fuente secundaria recolectados de los documentos oficiales de las compañías estudiadas (Memorias Anuales 2015, Reportes Financieros 2015, Informe de Gobierno Corporativo 2015, y Documentos Societarios.), encontrados en las páginas webs corporativas y reportes publicados en las Bolsas de Valores en las que estas se inscribieron.
- b) La aplicación del instrumento elaborado, el cual consideró las cinco áreas definidas para Gobierno Corporativo y 12 de los 43 lineamientos específicos, consideradas como grandes principios de Gobierno Corporativo, publicado en el Código

Latinoamericano de Gobierno Corporativo elaborado por la vicepresidencia de Desarrollo y Políticas Públicas de la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013).

1.7 Delimitaciones

Las delimitaciones del presente estudio fueron:

- a) Geográficamente, el ámbito de acción del estudio se enfocó en Latinoamérica.
- b) En cuanto al sector económico, el análisis se centró en el sector aéreo.
- c) Las aerolíneas estudiadas fueron aquellas que publicaron información financiera, tanto en Bolsa de Valores como en sus páginas web corporativas.
- d) Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo, elaborado por la vicepresidencia de Desarrollo y Políticas Públicas de la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013).
- e) Los siguientes indicadores financieros: (a) el rendimiento sobre los activos (ROA) y (b) el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) y (c) QTobin.

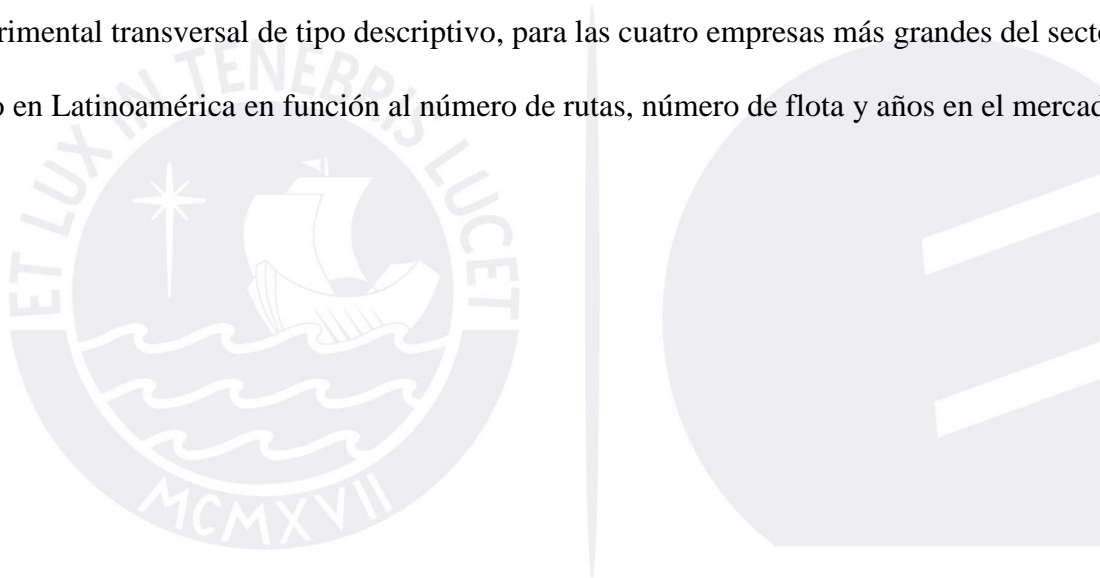
1.8 Resumen

A raíz de los casos mencionados de fraude y manipulación de la información, que han producido las grandes caídas de las organizaciones, tales como Enron, World Comm, Lehman Brothers, entre otros, han dado origen a que corporaciones y naciones tomen conciencia de la importancia de separar las funciones entre los propietarios de las empresas y los agentes administradores, colocando organismos de control dedicados a: identificar anomalías o conflictos de interés relacionados al uso de los recursos; evaluar constantemente el desempeño de los miembros del consejo de administración y directores; y gestionar riesgos de impacto tanto operacional como financiero.

En ese sentido, de acuerdo a lo expuesto, la investigación se alinea a un problema de relevancia a nivel Latinoamérica porque la implementación de un buen Gobierno Corporativo

en las empresas busca fomentar las buenas prácticas de gestión y comunicar a los interesados información veraz, con el objetivo que de esta forma se mitigue toda clase de riesgos a los que las empresas se ven expuestas.

En el presente capítulo, se ha descrito los criterios, en base al método científico de la investigación, que se tomó para llevar a cabo el estudio. En tal sentido, se presentó las bases sobre las cuales ésta fue conducida, la cual se centró en analizar y describir, tomando como referencia normativa, los lineamientos del buen gobierno corporativo pronunciados por la Corporación Andina de Fomento [CAF], los niveles de cumplimiento de prácticas de Gobierno y la posible relación que se tenga con el desempeño financiero para el año 2015. La investigación ha sido de carácter cuantitativo, de alcance descriptivo y de diseño no experimental transversal de tipo descriptivo, para las cuatro empresas más grandes del sector aéreo en Latinoamérica en función al número de rutas, número de flota y años en el mercado.



Capítulo II: Revisión de la Literatura

2.1 Revisión de la Literatura

Al respecto, para Hernández et al. (2014), luego de haber planteado el problema de investigación, en los estudios bajo enfoques cuantitativos, una etapa importante del proceso, es la que corresponde al desarrollo de una perspectiva teórica que oriente al estudio, amplíe los horizontes de conocimiento y provea un marco de referencia válido para enmarcar el estudio e interpretar los resultados del mismo.

En ese sentido, para el presente capítulo se ha considerado recolectar y tomar referencias directamente de fuentes primarias sobre la base de libros impresos y el uso del Internet. De los resultados obtenidos, solo fueron referenciados los que estuvieron estrechamente relacionados con el problema específico planteado en el capítulo I. Al respecto, tomando en cuenta que una investigación de enfoque cuantitativo, requiere que se presenten las revisiones de la literatura de una manera organizada, el denominado marco teórico, resulta de suma importancia antes y después de recolectar los datos materia de estudio porque será de utilidad para justificar la importancia de la investigación (Hernández et al., 2014).

La revisión de los recursos bibliográficos y otros materiales que pueden ser útiles, constituye uno de los principales pilares sobre los cuales se basa la presente investigación y por consiguiente la elaboración del marco teórico que a partir de la misma resulta fundamental, ya que de esta manera ha permitido delimitar con mayor certeza el objeto de estudio y establecer la importancia de la investigación.

2.2 Construcción del Marco Teórico

Para la elaboración del marco teórico de la presente investigación, se integró solo información recopilada, únicamente relacionada con los aspectos expuestos en el problema de investigación, el cual refiere la necesidad de fomentar un mejor control dentro de las

organizaciones para la búsqueda del beneficio de los accionistas y potenciales inversionistas, tomando como referencia las buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el desempeño financiero de aerolíneas latinoamericanas en el año 2015.

En este sentido, con el fin de construir de manera práctica el marco teórico en la presente investigación, se tomó como referencia el método denominado: Método por índices o vertebrado a partir de un índice general (ver Figura 1). Este método ha contemplado elaborar un índice general acotado hasta haber logrado presentar una versión sumamente específica sobre la cual se ha colocado la información (referencias) en el lugar correspondiente dentro del esquema (Hernández et al., 2014).

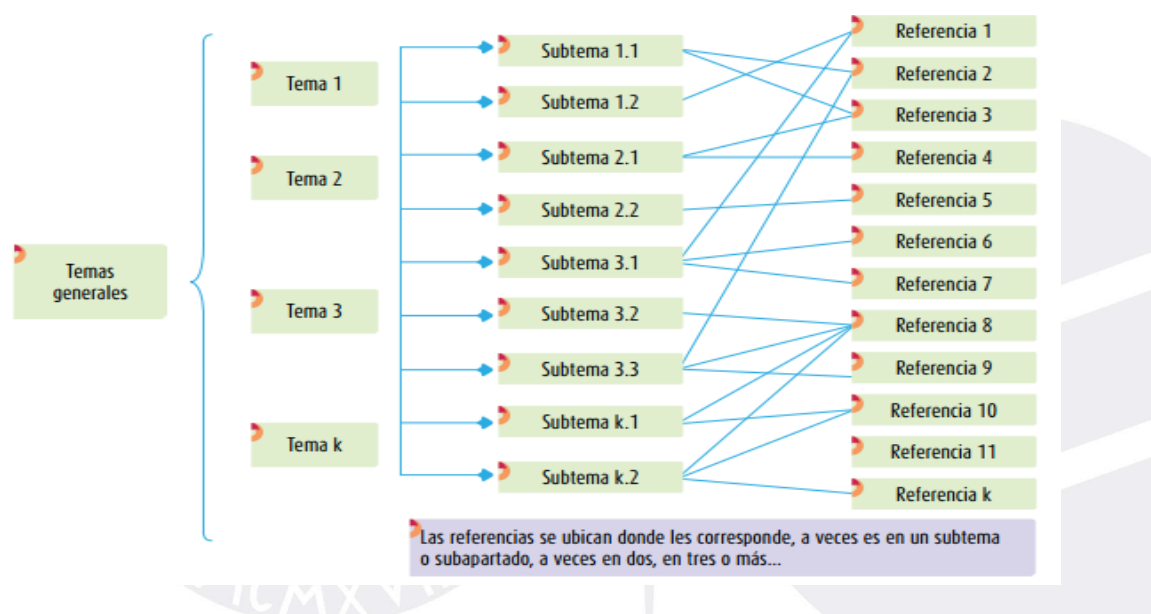


Figura 1. Proceso de vertebración del índice del marco teórico y ubicación de referencias. Tomado de *Metodología de la investigación*, (p.79), por R. Hernández 2014, México D.F., México: McGraw – Hill.

En este sentido, se ha tomado en cuenta el método sugerido por Hernández et al. (2014), para la presente investigación y se ha seleccionado términos adecuados respecto al Gobierno Corporativo y desempeño financiero, contemplando temas y subtemas, que luego han sido extraídos de las respectivas referencias, los mismos que han contribuido a la elaboración de un mapa conceptual claro y enfocado (ver Figura 2).

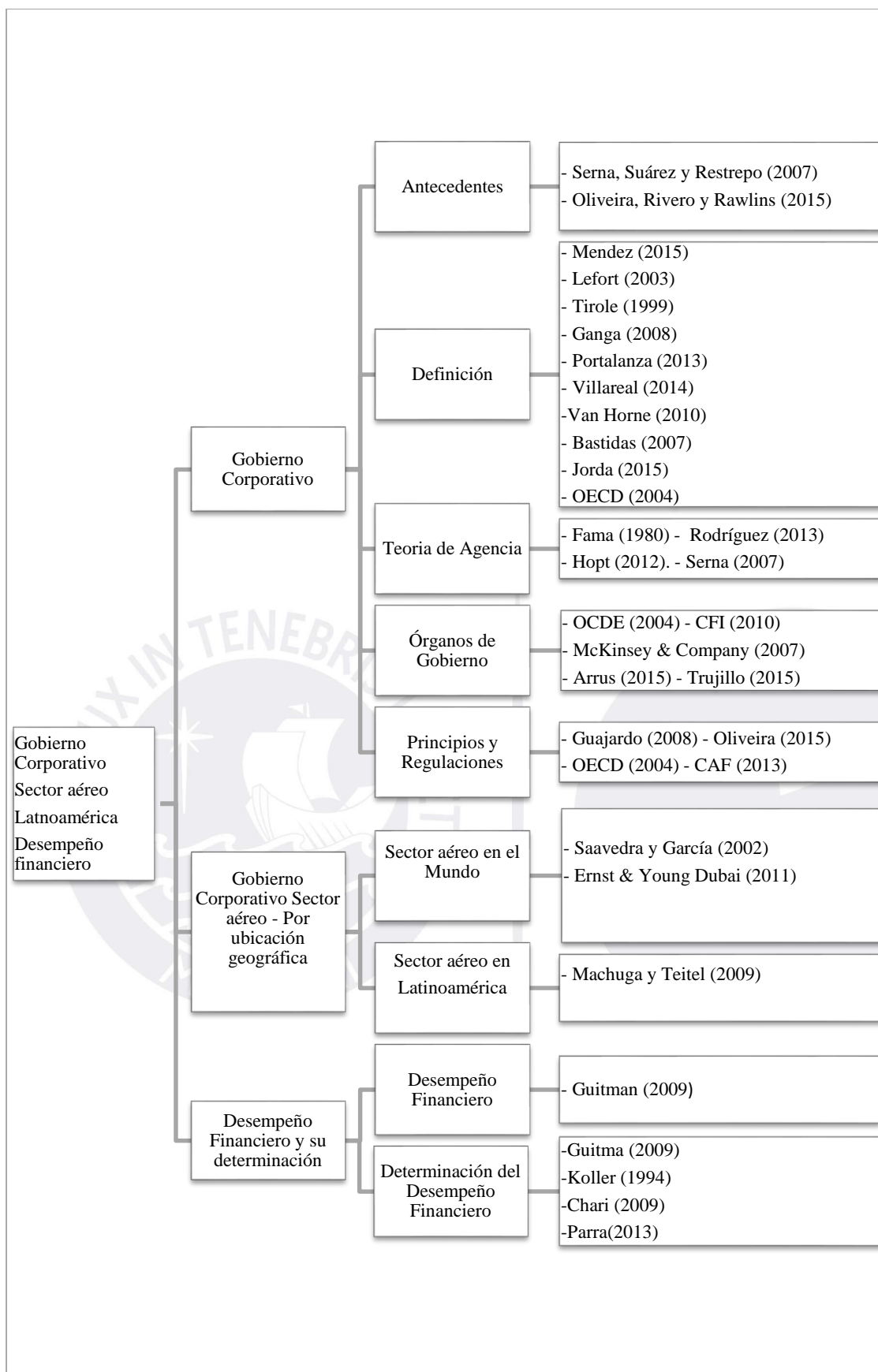


Figura 2. Mapa conceptual.

2.3 Gobierno Corporativo

2.3.1 Antecedentes

Ante la constante búsqueda de generación de confianza por parte de las grandes organizaciones que cotizan en las principales Bolsas de Valores, así como por las que se encuentran en proceso para poder hacerlo, se ha acrecentado la necesidad de elaborar normas que de alguna manera regulen la transparencia en la información y la adecuada gestión al interior de una organización. En este sentido, los principales estudios relacionados a Gobierno Corporativo que fueron relacionados a normas que se implementaron en el tiempo, tienen como inicio o punto de referencia el Informe Cadbury, el mismo que fue publicado en el año 1992 y que se presentó con el objetivo de fortalecer los valores éticos de confianza. Posteriormente, tres años después, en 1995 se elabora el Informe Greenbury, el cual propuso la creación de un comité de compensaciones integrado básicamente por administradores.

Luego, en el año 1998, se elaboró el Informe Hampel, el cual buscaba incrementar la reputación de las organizaciones y proteger a los inversionistas. De la misma manera, en el año 1999 se definieron los Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] (1999), los cuales buscaban proteger los derechos de todos los accionistas, soportado por un trato equitativo; también se buscaba fomentar la transparencia en las comunicaciones, así como la responsabilidad del Directorio.

En el año 2002, se implementó la Ley Sarbanes-Oxley (SOX), la cual buscó tener un control más integrado con la finalidad de generar más confianza en los procesos contables. Durante el año 2003, se publicó el Informe Aldama, el cual se centró en las responsabilidades y obligaciones de la administración, así como en el funcionamiento del consejo y la junta de accionistas. A partir de las Mesas Redondas Regionales de Latinoamérica surgió en el año 2004 el documento OCDE White Paper, el cual se refiere al gobierno corporativo en Latinoamérica y contempló una perspectiva regional. En el mismo año, se realizó la revisión

de los Principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] (1999) dentro de la cual se garantiza la base de un marco eficaz, derechos de accionistas y las funciones claves dentro del ámbito de la propiedad; también se garantiza un trato más equitativo para todos los accionistas; se determina la responsabilidad del consejo y la revelación de datos y la transparencia (Serna, Suárez & Restrepo, 2007).

Los Principios que se desarrollaron en los documentos publicados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos en sus versiones de los años 1999 y 2004, consideraron un conjunto de temas esenciales para propósitos de buenas prácticas de gobierno. Sin embargo, cabe indicar, según lo expuesto por la organización, que tales iniciativas no constituyen normas rígidas, sino que se presentan como normas vinculantes para buenas prácticas de gobierno, las mismas que deben ser tomadas en cuenta en concordancia con las individualidades del contexto jurídico y económico de cada país o región, como por ejemplo reglamentos vigentes, autorregulación, iniciativas voluntarias de las empresas y las fuerzas del mercado. Adicionalmente, hace referencia a que los Principios no fueron diseñados con el propósito de generar un único modelo de Gobierno Corporativo, En ese sentido, corresponde a un determinado ente regulador evaluar los costos y beneficios de las normas, así como identificar las mejores formas de adopción para empresas o sociedades. Por ello, desde una perspectiva pública, existen varias organizaciones internacionales que vienen trabajando en el fomento de Principios con relevancia global, tales como los trabajos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] o la Unión Europea. Asimismo, desde una perspectiva privada, la evolución de los mercados internacionales de capital, el cual en los últimos años acrecentaron los niveles de negociación los títulos valores de las grandes organizaciones globales, también fomenta a gran medida la homologación y armonización de requerimientos comunes relacionados a buenas prácticas de Gobierno Corporativo (Oliveira, Rivero & Rawlins, 2015).

2.3.2 Definición

Los primeros estudios o menciones sobre el concepto de Gobierno Corporativo datan de muchos años atrás, en tal sentido como primer acercamiento a la definición Clark (1916, citado en Méndez & Rivera, 2015), indicó que los directivos estaban obligados a aceptar sus responsabilidades sociales. Al paso del tiempo, los estudios han ido identificando diferentes tipos de situaciones en lo que respecta al gobierno de las organizaciones tales como: las relaciones de agencia, el vínculo con los respectivos grupos de interés y la generación de una adecuada confianza organizacional (Méndez & Rivera, 2015).

En ese sentido, el concepto de Gobierno Corporativo (el mismo que podría entenderse como gobierno organizacional), se refiere como aquel sistema directivo que norma y regula las actividades entre los accionistas, la junta directiva o directorio, y la administración, con el objetivo de generar confianza en los grupos de interés, y por ende, resultados económicos y reconocimiento.

De igual manera, Lefort (2003), consideró que el Gobierno Corporativo es un conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes de la empresa garantizando que cada integrante siempre reciba lo que les corresponde como justo; del mismo modo, Shleifer & Vishny (1997, citado en Tirole, 1999), conceptualizaron el Gobierno Corporativo como aquellas formas a través de las cuales, los agentes que proporcionan los recursos financieros, se cercioran de obtener una retribución razonable a sus inversiones. De la misma forma, según el autor, una definición estándar de gobierno corporativo alude a la defensa de los intereses de los accionistas. Al respecto, tanto Adam Smith (1776, citado en Tirole, 1999) como Berle y Means (1932, citado en Tirole, 1999), se interesaron en la separación entre propiedad y control, conceptos que supone es “la relación entre un “principal” (inversionistas) y un “agente” (gerente). Adicionalmente, según lo indicado por Ganga y Vera (2008) indicó que, desde un punto de vista conceptual, el Gobierno Corporativo se entiende

como el medio por el cual las organizaciones son dirigidas y controladas complementando pautas que regulen los derechos de los accionistas y los deberes de los administradores. Desde una perspectiva más general y amplia, Gillan y Starks (1998, citados en Portalanza, 2013) indicaron que Gobierno Corporativo es un sistema que contempla leyes, regulaciones y determinados factores que controlan las operaciones de una organización. En adición a lo antes mencionado, Salvochea (2012, citado en Villareal 2014) indicó que las iniciativas en torno al Gobierno Corporativo se inclinan a la búsqueda de normas y legislaciones que controlen y regulen el diseño, integración, ejecución y funcionamiento de los órganos que lo componen en una organización. Al respecto, mencionó tres poderes dentro de una sociedad los cuales son: (a) los accionistas, (b) el directorio, y (c) la alta administración. En la Figura 3 se ilustra la relación los mismos.



Figura 3. Triángulo de Gobierno Corporativo en una organización. Tomado de *Consejo Corporativo de Alta Efectividad*, por G. Cruz, 2004, México D.F., México:Deloitte

Complementando esta definición, Van Horne (2010) conceptualizó el Gobierno Corporativo como un sistema por el cual se administra y controla a las corporaciones y que la

relación dada entre accionistas, directorio y la administración, constituyen las bases del marco sobre el cual se trazan los objetivos y se supervisa el desempeño. Al respecto Bastidas (2007) aportó a la definición de Gobierno Corporativo, como el conjunto de medios y procedimientos a través de los cuales los administradores financieros establecen objetivos, los medios para alcanzarlos y la manera de hacerles seguimiento al desempeño. De la misma forma, indicó que es una forma de crear mecanismos de control para prevenir malas e ilegales prácticas en el transcurso de las actividades cotidianas por parte de cualquier miembro de la organización y adicionalmente busca reducir el riesgo de pérdida de valor por el mal uso de los activos de la empresa en beneficio de algún individuo, como son los accionistas activos, directores, empleados, entre otros. Finalmente, hace referencia en todo momento con cumplir con los intereses de los inversionistas y administradores, así como también de la sociedad. Al respecto de la conducta ética de los agentes, la concepción de Gobierno Corporativo las incorpora y define que el conjunto de reglas éticas, normas legales y conductas que establece una empresa están orientadas a generar valor para el accionista; junto con las políticas de gestión para maximizar la eficiencia y competitividad, mostrando transparencia de la información, se genera un entorno de estabilidad y confianza a largo plazo (Tabra, 2015).

Por otro lado, según indicaron Jordá y Navarro (2015) el concepto de Gobierno Corporativo relaciona a empresas que cotizan en una determinada bolsa de valores, las mismas que manifiestan conflictos entre los propietarios (accionistas) y los directivos de la misma. Al respecto Ricart, Álvarez y Gifra (2005) indicaron que muchos de estos conflictos, entre accionistas y directivos, se derivan del divorcio entre propiedad y control por parte de los accionistas. Adicionalmente a este conflicto se ha sumado el crecimiento de las empresas que cotizan la creciente importancia al mercado de valores globalizado y el aumento de la inversión han llevado a un mayor ausentismo de los accionistas interesados en la empresa y la sociedad, importándoles solo en obtener rentabilidad. Los gerentes pueden tomar decisiones

que perjudiquen a los accionistas, cuando realizan esfuerzos insuficientes a consecuencia de estar demasiado comprometidos con actividades que son ajenas a las operaciones de la organización que dirigen (Tirole, 1999). Adicionalmente como se mencionó en líneas anteriores, los conceptos o estudios de Gobierno Corporativo, también son tomados en cuenta por los organismos internacionales, así se tiene que, según lo indicado por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico [OCDE], el Gobierno Corporativo corresponde a todo aquel medio de carácter interno, por los cuales las organizaciones son operadas y controladas y adicionalmente ayudan a las mismas a utilizar su capital de manera eficiente. Por otro lado, en el año 2004 se pronunció para complementar el concepto, e hizo referencia a las relaciones entre los miembros de la administración de las organizaciones, su respectivo consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas; adicionalmente estipula que debe existir una estructura a través de la cual se fijen objetivos para la compañía así como los medios para llegar a ellos y supervisar el desempeño alcanzado.

En tal sentido, de acuerdo con lo publicado por la misma organización, una empresa que aplica entre sus lineamientos los conceptos de Gobierno Corporativo cumple con estándares mínimos para: (a) administrar honestamente, (b) definir la responsabilidad del consejo, (c) definir la responsabilidad de la administración, (d) dar fluidez a la información, y (e) regular las relaciones entre los grupos de interés.

El nacimiento del concepto del Gobierno Corporativo, por lo expuesto en párrafos anteriores, ha ido evolucionando y de alguna manera se ha perfeccionado de tal manera que se pueda dar una mejor aplicación. En función a lo recopilado por los autores citados y tomando como referencia lo publicado en el primer informe Cadbury publicado en el año 1992, la definición de Gobierno Corporativo, contempla un sistema por el cual las organizaciones son dirigidas y controladas; y adicionalmente la estructura que estas incorporen, permite entender las funciones y responsabilidades de los principales agentes que

participan en la organización, los cuales se manejan de acuerdo con los objetivos y lineamientos que se decida en coordinación con el mejor funcionamiento organizacional.

Por otro lado, es importante mencionar en base a lo detallado en párrafos anteriores, que Gobierno Corporativo, no debe ser concebida netamente como una herramienta o instrumento individual, muy por el contrario debe contemplarse bajo un sentido más amplio e involucrar las discusiones o debates acerca de cuáles deberían ser las adecuadas estructuras de control, como de gestión dentro de una organización al incluir reglas que marquen la relación de poderes entre los accionistas, directorio o consejo de la administración, la administración, y finalmente sin restar importancia con todas aquellas partes interesadas como por ejemplo: (a) los colaboradores, (b) los clientes, (c) los proveedores, y (d) otros interesados en la organización.

2.3.3 Teoría de agencia

Esta teoría está muy ligada al concepto de Gobierno Corporativo, según lo indicó Fama (1980) la relación de agencia es como un contrato en donde una o varias personas, que se denominan principales, contratan a otras personas denominadas agentes, para que realicen determinado servicio a nombre del principal, por lo tanto se delega un cierto grado de responsabilidad al agente. Para Tirole (1999) la relación de esta teoría con Gobierno Corporativo radica en que ante la falta de un diseño de reglas claras, es probable que los gerentes tomen acciones que perjudiquen a la empresa, ello partiendo del hecho que los que ejercen el rol de gerentes, realizan esfuerzos poco suficientes en tanto estén demasiado comprometidos en otras actividades ajenas a las organizaciones que dirigen, o cuando no toman cuidado del control interno de la misma. En tal sentido la afirmación acerca de que los gerentes pueden beneficiarse cuando anteponen sus propios intereses, a través de diversas acciones tales como depredar sus fondos, pagando sobrepagos a compañías vinculadas, e incluso sacando provecho de información interna, según Tirole (1999) denota un riesgo que

puede ser mitigado aplicando las normas de gobierno, con énfasis en la selección de la persona responsable tomando en cuenta principios éticos.

De igual manera Hopt (2012) indicó que el concepto de Gobierno Corporativo se entiende como “una gestión y supervisión de la sociedad”, donde tales conceptos se tratan de manera separada y lleva consigo tensión entre los accionistas y la administración de la organización o sociedad, aludiendo también el conflicto entre “principal y agente”, el cual enfrenta a los accionistas con la administración.

Al respecto, esta teoría se basa en un conjunto de contratos internos que establece la organización hacia sus integrantes (agentes), también son las reglas de juego, donde se indican los criterios de productividad y la rentabilidad esperada. Se busca resolver el problema de diferencias entre los accionistas y los agentes, donde el primero está enfocado a obtener mayores utilidades, mientras que el segundo tiene la perspectiva de reinvertir las ganancias en la empresa para beneficios propios. Para ello, plantea como solución separar la parte administrativa, la gestión de bienes y finanzas del accionariado, quedando este último con el control y titularidad de la empresa, y toda la parte de dirección de la organización a los órganos societarios como son el consejo de administración y la alta dirección. De esta manera la teoría busca un sistema adecuado de revisión y balance entre los órganos de dirección y accionistas (inversores) con la finalidad de lograr eficiencia en la empresa y como resultado valor a largo plazo, así se reducen los costos de agencia donde la supervisión y control entre la empresa y los integrantes “agentes” son gestionados por un tercero que contrata la empresa llamado consejero (Tabra, 2015).

Por otro lado, Ricart et al. (2005) indicaron que la teoría de la agencia manifiesta que los directivos agentes no siempre actúan con el fin de alcanzar los objetivos de los accionistas ya que los suyos son diferentes. Entonces los conflictos surgen cuando estos intereses son diferentes, y estos se originan porque los accionistas no tienen el control suficiente para

asegurar que su capital se use correctamente en manos de los directivos y evitar desviar sus recursos con fines oportunistas.

En tal sentido, según lo indicado en párrafos anteriores, dentro del ámbito del Gobierno Corporativo y según lo indicado por Portalanza (2013), se contempla el diseño de reglas, procedimientos, normas, incentivos y contratos explícitos que alineen, el comportamiento de los agentes, y contribuya con mitigar el riesgo bajo condiciones de incertidumbre. Asimismo, según lo indicó Rodríguez, Fernández y Rodríguez (2013), debido a que los inversionistas confían en sus equipos para tomar decisiones importantes para la organización, ellos deben disuadir al equipo de perseguir metas individuales a costa de los intereses de los accionistas. Por tanto, el mayor reto que tienen las organizaciones según Chávez y Schediwy (2004, citado en Portalanza, 2013) es el de seleccionar e implementar modelos de gobierno institucional óptimo, debido a que siempre se enfrentan a nuevas confusiones gubernamentales, códigos de ética y cambios institucionales internos.

2.3.4 Órganos de gobierno

Al considerar la definición de Gobierno Corporativo, presentada por Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico [OCDE] (2004), una sociedad funciona y se interrelaciona en base a tres poderes que en su conjunto conforman el órgano de Gobierno, en este sentido su estructura está formada por los accionistas debidamente representados por la Junta General de Accionistas, el Directorio (Consejo de administración o Junta directiva) y la Alta Administración.

Es en este sentido, dada su importancia, que los principios impartidos por la OCDE, en gran medida se centran en buscar una adecuada regulación para su correcto funcionamiento. Según lo indicado por Canals (2004) la clave del Gobierno Corporativo no está en ganar poder y tampoco que la empresa sea administrada en los mismos términos, sino más bien en ser una institución social que tiene como finalidad generar riquezas y desarrollar

personas donde trabajen de forma armónica para lo cual tanto las personas y los órganos de gobierno deben cumplir su misión. La estructuración de los órganos de gobierno es potestad de las organizaciones y son autónomas para establecer sus órganos de gobierno, dado que necesitan adaptarlas a sus necesidades y sus formas particulares de operar. De igual forma, el buen Gobierno Corporativo, no puede ser entendido sin antes conocer y analizar cada uno de sus elementos básicos, los cuales, según indicó Award (2007, citado en Serna et al. 2007), crean valor para todos los interesados. En la Figura 4 se muestra la relación que existe entre cada uno de los miembros del órgano de gobierno de una organización y de una manera gráfica se resalta la importancia de la comunicación entre las mismas.

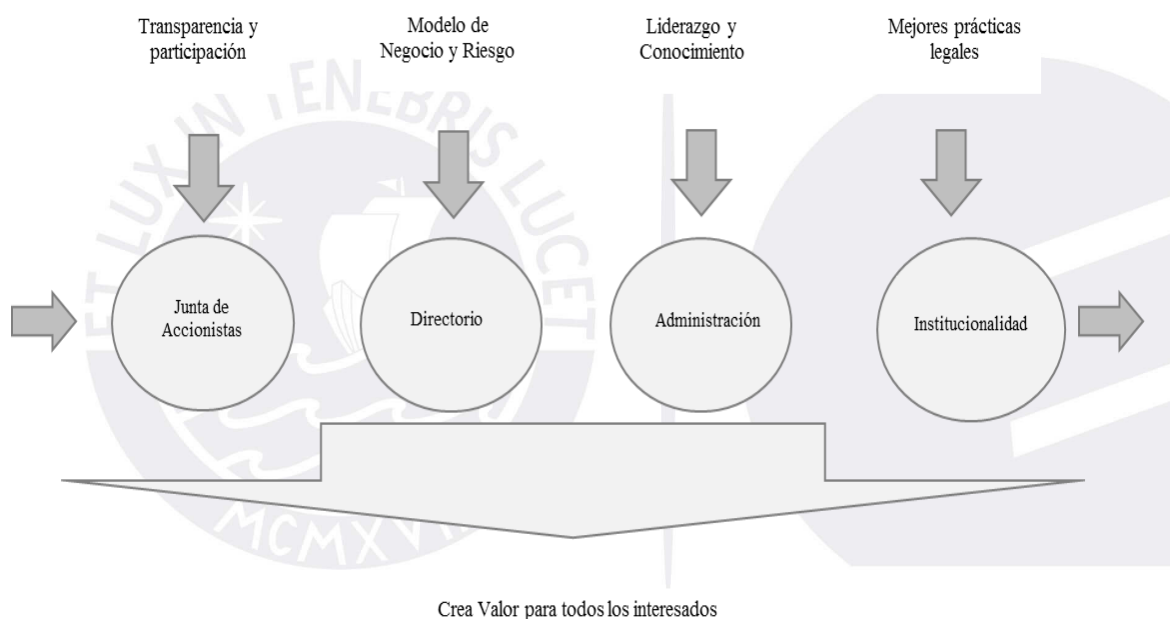


Figura 4. El Gobierno corporativo en una organización.

Tomado de *Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en el Sector Financiero Latinoamericano* (p.19), por H. Serna 2007, Bogotá Colombia: Federación Latinoamericana de Bancos – Feleban.

Al respecto, la regulación de los órganos de gobierno, proveen los incentivos apropiados al directorio y a la alta administración para proteger los intereses de la organización y de sus accionistas, así como facilitan el control efectivo y de este modo se logra incentivar la creación de valor y el uso adecuado de recursos (ver Figura 5).

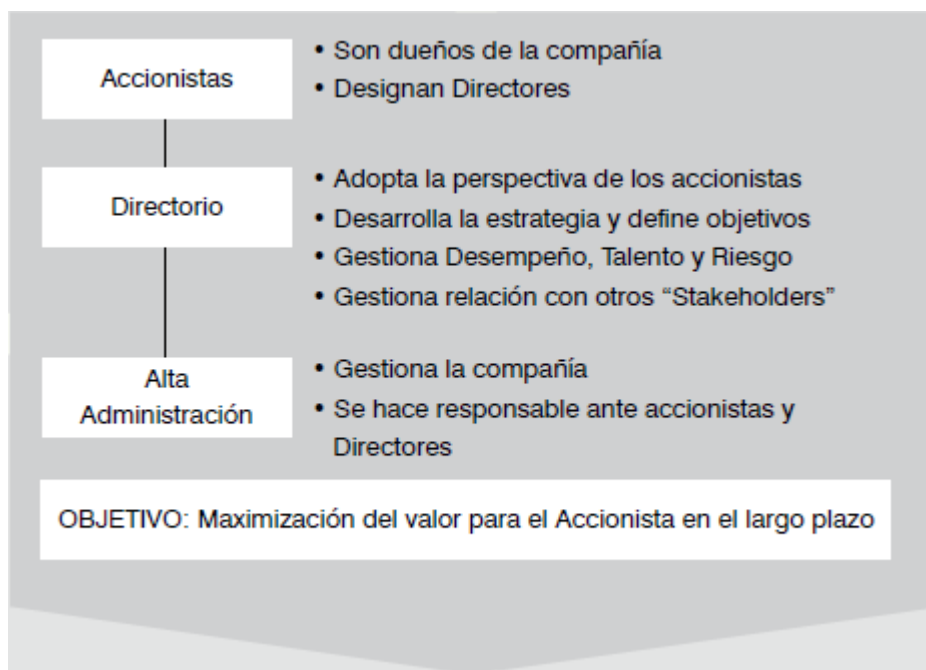


Figura 5. Marco regulatorio en el órgano de gobierno. Tomado de *Potenciando el Gobierno Corporativo en las empresas en Chile*, (p.17), por McKinsey & Company, 2007 Santiago de Chile, Chile.

Junta general de accionistas. Según lo indicado por Serna et al. (2007), la junta general de accionistas es el órgano supremo ante el cual se rinde cuentas sobre las prácticas del buen Gobierno Corporativo adoptadas por la organización. Por otra parte, el autor indicó que este órgano debe ser reglamentado y protegido con el objetivo de resguardar su patrimonio invertido, así como hacer respetar sus derechos los mismos que se describe como: (a) el acceso a la información, (b) la participación en la asamblea y elección de los miembros del directorio, (c) la protección de la minoría, (d) la participación en las reformas de los estatutos, (e) el derecho a dividendos, (f) el acceso a reglas claras sobre la venta de acciones, (g) la adecuada convocatoria, (h) el ejercicio a voto, (i) a solicitar auditorías, y finalmente (j) el derecho a interponer acciones judiciales contra el administrador de la organización.

Por otro lado, la junta general de accionistas es una de las principales vías en la que los accionistas pueden ejercer su participación de manera directa, cabe indicar que dicha junta se lleva a cabo a través del proceso formal constitutivo que comprende a la denominada "convocatoria" como mecanismo de información, de la asistencia y el derecho del voto que

permite a los accionistas elegir (presencialmente, por medios electrónicos o mediante un apoderado). Por otra parte, el autor consideró que el principal objetivo, del Gobierno Corporativo, debe ser el de empoderar el papel de la junta general de accionistas y considerarla como órgano de decisión y control básico en la organización para de alguna manera garantizar la salvaguarda de los intereses de los accionistas (Ricart et al., 2005).

La junta general de accionistas, como el nombre lo dice, es la reunión de todos los accionistas en virtud de las normas legales; en la que se delibera y vota sobre asuntos de su competencia que toda sociedad tiene como elemento común; la obligación de contar con una junta general de accionistas nace a razón de que esta corresponde al órgano de mayor jerarquía en una organización, se orienta y encarga de manera general, de las políticas de la compañía y de la toma de decisiones más trascendentales para la misma. En tal sentido, como máximo órgano y por el carácter de envergadura que se le otorga a este órgano, la junta general de accionistas, puede decidir sobre todos los temas que no hayan sido reservados o asignados (estipulados en la ley o los estatutos) exclusivamente por los demás órganos de gobierno como lo son: el directorio y la administración (Arrús, 2015).

Según indicó la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y la Corporación Financiera Internacional (2010), la mayor parte de los mercados de envergadura en América Latina, incitan claramente una participación más informada de los accionistas, para proteger las mejores prácticas de Gobierno Corporativo de las compañías en las que invierten.

Al respecto Arrús (2015) indicó que existen diferentes clases de juntas entre extraordinarias y ordinarias, donde la diferencia básicamente radica en la obligatoriedad de que exista una junta en la organización y que debe ser por lo menos una vez al año y por lo general dentro de los tres o cuatro meses siguientes a la culminación del año. Generalmente en las juntas anuales se pronuncian: (a) aprobando o desaprobando la gestión y los resultados

de la compañía, donde la aprobación no deslinda responsabilidad de directores y gerentes, y por otro lado la desaprobación trae consigo una crítica a la administración, (b) resolver sobre las utilidades si las hubiere, y (c) delegar al directorio la elección de los auditores externos.

Directorio, consejo de administración o junta directiva. El Directorio o llamado también Junta Directiva, es un órgano que ocupa un lugar estratégico y central en la estructura de Gobierno Corporativo dentro de las organizaciones. Dicha calificación, según lo indicado por Trujillo y Guzmán (2015) corresponde al hecho de que en representación de los accionistas, una Junta Directiva está en la facultad de asesorar y supervisar a la alta gerencia, lo cual incluye la formulación de estrategias transversales a toda la organización.

El directorio, de alguna manera funciona como foro o asamblea en el cual se debaten y toman decisiones concernientes a asuntos y estrategias de muy alta relevancia. Por otra parte, éste es considerado como el órgano que da forma y enmarca el resto de las estructuras y prácticas de gobierno, debido a que controla y mide la eficacia de la organización. Como funciones asociados al directorio, según lo expuesto por la Corporación Financiera Internacional [CFI] (2010) estas son: (a) definir las estrategias de la organización, (b) designar a los encargados de implementarlas, e (c) identificar a las personas que controlan el desempeño gerencial.

Por otro lado, según lo indicado por Canals (2004) el directorio, órgano denominado también como, alta dirección es aquel que está formado por el comité ejecutivo y el primer ejecutivo de la empresa, cuya razón es la de enfocarse a la empresa para que esta sea competitiva y sostenible en el largo plazo con el uso de mecanismos eficientes e íntegros para servir a los clientes, que sea atractiva para los mejores talentos, que logre los objetivos de los accionistas y que cumpla con las obligaciones legales y sea responsable con la sociedad. De igual modo, estas tareas no son únicamente responsabilidad del consejo de administración y más bien es una obligación a ser realizada por el primer ejecutivo y su equipo por ser parte de

la gestión diaria de la empresa. Por otra parte, el autor enfatizó que, el primer ejecutivo y el comité ejecutivo de la empresa deben tener la capacidad estratégica suficiente para tomar decisiones pensando en el negocio, sus clientes, productos y mercados. Con capacidad además de liderazgo y organización para segmentar tareas y funciones, delegar responsabilidades, compensar el buen desempeño y todas las acciones necesarias para el crecimiento del negocio. De esta manera el llevar la empresa en acciones diarias difiere del consejo administrativo que se enfoca principalmente en la supervisión.

En cuanto a la composición del directorio, éste debe colaborar en construir un adecuado entorno para que las decisiones que se tomen, sean adecuadas y agregue valor no solamente a la organización, sino también a los accionistas. La labor eficiente del directorio, no solamente se basa en el número de miembros sino también en sus habilidades, conocimientos y sobre todo en la capacidad de hacer cuestionamientos en forma objetiva y sobre todo independiente a la gerencia de la organización Corporación Financiera International [CFI] (2010). Sin embargo, de acuerdo a lo indicado por Gregory (2007) el número ideal de miembros del directorio es entre cinco y diez; no obstante, es potestad de cada organización definir la cantidad que más se adecue a sus planes tomando en cuenta que no debe ser un número excesivo ni insuficiente.

En cuanto a la independencia de los miembros del directorio según la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico [OCDE] (2004), los directores deben estar debidamente capacitados para dar juicios objetivos e independientes sobre los temas societarios y de esta manera contribuir de manera significativa a las decisiones corporativas importantes tales como por ejemplo la determinación de los honorarios de los ejecutivos y miembros del directorio, manejar los conflictos de interés así como revisar y saber interpretar los estados financieros de la organización. Esta independencia inspira confianza en los inversores dado que se asegura que se está deliberando con imparcialidad en el directorio.

Por este motivo, garantizar la imparcialidad y objetividad del directorio en las organizaciones es clave en lo que respecta a su presentación ante eventuales inversionistas, en tal sentido en muchos países, con el objetivo de implantar una adecuada práctica de Gobierno Corporativo, incorporan el término “directores independientes”, el mismo fue definido tanto en varios códigos de cada país, mercados de valores y en recomendaciones de organizaciones internacionales como la Corporación Financiera Internacional.

De acuerdo a lo indicado por la Corporación Financiera Internacional [CFI] (2010) en el círculo de empresas que integran la mesa redonda latinoamericana de Gobierno Corporativo, en el contexto americano hay países en los que se encuentra una concentración de propiedad, por lo tanto la independencia la definen en relación a la proporción de accionistas mayoritarios que también ejercen cargos de importancia dentro de la administración, con lo cual se pierde credibilidad de cara a inversionistas, dado que existe el riesgo de que las decisiones relevantes estén solo a cargo de estos integrantes que tienen en cuenta sólo sus propios intereses; es por eso la tendencia a incorporar miembros no ejecutivos o independientes a los directorios.

Administración. Según indicó Serna et al. (2007) la administración es el órgano que agrupa a los ejecutivos principales de toda la administración y operaciones cotidianas del negocio, por lo tanto este equipo posee responsabilidades ante los dueños de la organización, ante sus directores, y es a través del Gobierno Corporativo que se busca regular algunos detalles como: (a) las competencias de los profesionales, (b) los posibles conflictos de interés y los sistemas de contratación, (c) la calidad de información y reportes, (d) las evaluaciones de desempeño, así como (e) las remuneraciones y sucesiones de cargos. El autor refirió que todo lo que se necesita regular se encuentra alienado a la búsqueda de la transparencia de la gestión que estos ejecutivos ejercen en función a las políticas que se hayan interpuesto en la organización.

Al respecto, el equipo de la administración debe conformarse, según Serna et al. (2007) por un gerente general, vicepresidentes, subgerentes, y al igual que el directorio, este órgano debe considerar la creación de comités de apoyo como por ejemplo: el comité de auditoría o control interno, marketing, financiero, tecnología entre otros. Portellano y Vives (2015) indicaron que los administradores de una sociedad deben intentar maximizar los valores de la organización que gestionen; el autor afirmó que esta misión, que es conferida por el accionista, lo compromete a cumplir con el mandato; sin embargo, dado que los administradores operan en un ámbito o entorno económico con mucha incertidumbre, en muchas ocasiones no es posible controlar todos los factores externos que de alguna manera pueden contribuir al éxito o fracaso de una organización; por tal motivo los accionistas no deben contemplar que los administradores queden paralizados ante los riesgos que se presenten por el temor a ser demandados por negligencia; muy por el contrario, lo que se le exige al administrador es garantizar que dentro del proceso de toma de decisiones, estas se encuentren exentas de conflictos de intereses que distorsionan la misión de la administración. Es en este órgano de gobierno que se puede manifestar lo que advierte la teoría de agencia, mencionada en párrafos anteriores, dado que existe la probabilidad acerca del riesgo de que el agente (administrador) tenga especial interés anteponiendo al del principal (accionista). Sin embargo, para organizaciones que se encuentran cotizando en bolsa de valores, el riesgo no es que el administrador anteponga sus intereses, sino que el accionista mayoritario, especialmente aquel que se encuentre con un alto grado de concentración de propiedad, trate de sacar provecho sobre los minoritarios a través de la gestión de los administradores sobre los cuales ejerce control.

2.3.5 Principios y regulaciones

Domínguez, Rodríguez, Vives y Tapias (2007) indicaron que contemplar el uso de la regulación y recomendaciones de buen Gobierno Corporativo en las organizaciones,

constituye un instrumento para establecer un marco normativo que sirva como base para regular las operaciones cotidianas de las mismas. Sobre los principios y regulaciones relacionados al Gobierno Corporativo, el autor indicó que son documentos presentados por un tercero que recopila una serie de enunciados que son dirigidos a un determinado público, los mismos que son elaborados en términos genéricos y que pretenden detallar cuáles son las mejores prácticas en función a Gobierno Corporativo.

En cuanto a los principios sobre los que se basa el Gobierno Corporativo, según indicó Guajardo (2008) estos se basan en cuatro puntos, los cuales son: (a) la responsabilidad, identificando claramente la personería y responsabilidad de los accionistas, (b) la independencia, que procura fomentar tanto por el lado de los ejecutivos como de los auditores que tengan que verificar información financiera, y lleven una relación incorruptible que conlleven a apreciaciones sobre la base de la imparcialidad, (c) la transparencia, promoviendo la elaboración de informes y reportes de responsabilidad de los directivos de mantener informados a los accionistas sobre la obtención y uso de recurso, y (d) la igualdad, que refiere a la promoción de la igualdad de derechos de los accionistas con relación a los asuntos de la organización, es decir todos los accionistas deben estar enterados de lo que acontece en la organización.

Domínguez et al. (2007) afirmó, que los lineamientos básicos de funcionamiento para toda recomendación de buen Gobierno Corporativo, generalmente es la misma y corresponde a un determinado organismo público o privado estructurar un documento que usualmente se ha denominado “código”, en el cual se recopila un listado de enunciados enfocados al concepto de Gobierno Corporativo y que son dirigidos a organizaciones con características en común, por ejemplo compañías cotizadas en bolsas de valores, las mismas que deben reportar su cumplimiento así mismo brindar explicaciones cuando no lo haga. Al respecto Ponce (2015) indicó que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, viene

siendo tradicionalmente la institución más activa en el estudio y análisis de principios de buen Gobierno Corporativo los mismos que datan desde el año 1999 y revisados en 2004; y constituyen la base para la gran parte de iniciativas para reformas en las organizaciones. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OCDE] (2004) indicó que el objetivo de los principios es la de colaborar tanto con los gobiernos de los países que forman y no conforman esta organización, y analizar en conjunto marcos legales y así perfeccionarlos; para luego institucionalizarlos y reglamentarlos en sus respectivos países y de esta forma ofrecer orientación tanto a las Bolsas de Valores, inversionistas, sociedades como a las demás partes que intervienen en el proceso de desarrollo de un modelo de buen Gobierno Corporativo. En tal sentido, esta versión de principios publicados en el año 2004 gira en torno a seis principios claves. Los principios claves indicados por la OCED son: (a) garantizar la base de un marco eficaz para el Gobierno Corporativo, (b) los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad, (c) el tratamiento equitativo de los accionistas, (d) el papel de las partes interesadas en el ámbito del Gobierno Corporativo, (e) la divulgación de datos y transparencia, y (f) las responsabilidades del consejo.

Con la publicación de estos principios, y particularmente con el primer principio, se busca garantizar el correcto funcionamiento de los mercados y llevarlos hacia la eficiencia (Ponce, 2015). Por otra parte, según lo que indicó Oliveira et al. (2015) la OCDE no pretende direccionar a un solo modelo de Gobierno Corporativo, sin embargo sí busca presentar objetivos a alcanzar en el proceso de desarrollo de cada modelo en particular según la elección en cada región o país. Dichos principios fueron presentados con la finalidad de ayudar al desarrollo o a la adaptación de prácticas de buen Gobierno Corporativo y con el pasar del tiempo alinearlos a los nuevos retos enfrentados por cada jurisdicción dado que su carácter flexible y el dinamismo pueden ser complementados por reglas específicas orientadas a cada país. Al respecto, dado que en Latinoamérica los mercados de capitales, se

caracterizan por estar aún en desarrollo, además de lidiar con una coyuntura macroeconómica desfavorable, así como la falta de institucionalidad que caracteriza a algunas organizaciones, resultó conveniente considerar estas desventajas, con el objetivo de llevar el desarrollo de la región; interés en temas de Gobierno Corporativo por parte de la Corporación Andina de Fomento [CAF], y que apelando a su compromiso con el desarrollo sostenible y a la integración regional, promueve un programa que impulsa la implementación de prácticas de buen Gobierno Corporativo con la publicación de Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo; el mismo que fue publicado en 2013. Tales lineamientos se han tomado como referencia para la elaboración de los respectivos Códigos de los diferentes países que confirman la región.

Dicho documento detalla en su contenido los denominados lineamientos, los mismos que han sido organizados por las siguientes áreas: (a) el derecho y trato equitativo de los accionistas, (b) la Asamblea General de Accionistas, (c) el Directorio, (d) la arquitectura de control, y (e) la transparencia e información financiera y no financiera.

Los lineamientos para cada área presentan una serie de recomendaciones las cuales pretenden guiar la adecuación de la implementación de prácticas de Gobierno en organizaciones de Latinoamérica. Dichas recomendaciones son guías, para que toda organización que implementa buenas prácticas de Gobierno, tenga de alguna manera un indicador de medición de cumplimiento. En este sentido en cuanto a las siguientes áreas:

Derecho y trato equitativo de accionistas. Esta área se refiere al reconocimiento de los derechos de los accionistas, la misma que resulta ser una de las áreas más relevantes del Gobierno Corporativo. Bajo la premisa de que toda sociedad debe prever los mecanismos necesarios para garantizar igualdad, debe reconocer entonces que en las actividades que la sociedad contempla dentro de sus operaciones, confirme un trato equitativo tanto para los denominados accionistas mayoritarios como para los accionistas minoritarios. Al respecto los

Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo según la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013) hacen referencia a que “el objetivo del principio de paridad de trato es evitar que accionistas de la misma condición sean tratados de forma distinta en su relación con la sociedad”. En este sentido, el lineamiento a seguir según lo indicó el código latinoamericano de gobierno corporativo de la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013, p. 25) es el denominado “Fomento de la Participación e Información de los Accionistas”, sobre el cual el código indicó que, las organizaciones deberán ir más allá de los mínimos legales establecidos y la deberán tener establecidas las herramientas precisas para facilitar la comunicación con los accionistas. Las organizaciones que tengan implementado este lineamiento, asegurarán su cumplimiento en tanto se tome en cuenta las siguientes recomendaciones: (a) la creación de una página web corporativa obligatoria, (b) elaborar comunicados a accionistas, (c) la creación de un departamento específico de comunicación con accionistas, (d) la realización de reuniones informativas, (e) la realización del registro de accionistas, y (f) un cruce electrónico de comunicación directo y flexible con el accionista (Corporación Andina de Fomento [CAF], 2013). En este sentido en cuanto a la siguiente área:

Asamblea general de accionistas. Según lo publicado por la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013) se reconoce a la Asamblea General de Accionistas como el Órgano principal de la compañía, los mismos que tienen atribuidas en sus respectivas competencias la de ejercer el control efectivo a los miembros que administran y tengan una participación más activa en las organizaciones. Los Lineamientos asociados son los denominados “Función y Competencia” y “Reglamento de la Asamblea General de Accionistas”. La recomendación a seguir para la primera de ellas es reconocer en los estatutos sociales de la compañía, y con claridad, las denominadas: Atribuciones y Funciones. Para ello se recomienda establecer el reconocimiento de competencias exclusivas e indelegables las mismas que comprenden: (a)

la aprobación de cuentas anuales, (b) la aprobación de la gestión del Directorio y propuesta de aplicación de utilidades, (c) el nombramiento y separación de los miembros del Directorio, (d) la designación de auditores externos, (e) la aprobación de política de remuneraciones para el Directorio, (f) autorizar ventas de activos estratégicos, (g) la aprobación de política para la recompra de acciones, y (h) aprobar operaciones de fusión o escisión. En cuanto al segundo lineamiento que hace referencia al Reglamento de la Asamblea General de Accionistas, la recomendación va por tener adecuadamente publicado el denominado Reglamento de la Asamblea. Con relación a la tercera área:

Directorio. Según la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013), dado el órgano de Gobierno asociado a esta área, resulta ser de suma importancia en una organización porque está a cargo de definir las estrategias; esta área del mismo modo resulta tener el mismo grado de protagonismo. De acuerdo con la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013) la generación de valor de la empresa así como afectar la protección de los intereses de los accionistas de la organización son actividades claves identificadas en esta área. En tal sentido, en la Figura 6 se muestran los lineamientos relacionados y las recomendaciones expuestas en el Código. Respecto al área:

Arquitectura de control. Esta área enmarca todo lo concerniente con el ambiente de control de las organizaciones, como los sistemas de control, información y el correspondiente monitoreo que se encuentran desde la alta Gerencia hasta los propios empleados. Las decisiones de las organizaciones generalmente se amparan en una buena arquitectura de control, la misma que se ve reflejado en su estructura de Control Interno.

No obstante, a nivel de presupuestos, económicamente, el implementar el aparato para soportar el control interno, puede resultar un tanto oneroso para las organizaciones, en este sentido sí es necesario evaluar los costos y beneficios de su implementación. En este sentido, el lineamiento a seguir según lo indicó el código latinoamericano de gobierno corporativo de

la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013) es el denominado “Gestión de Riesgos y Sistemas de Control Interno.”

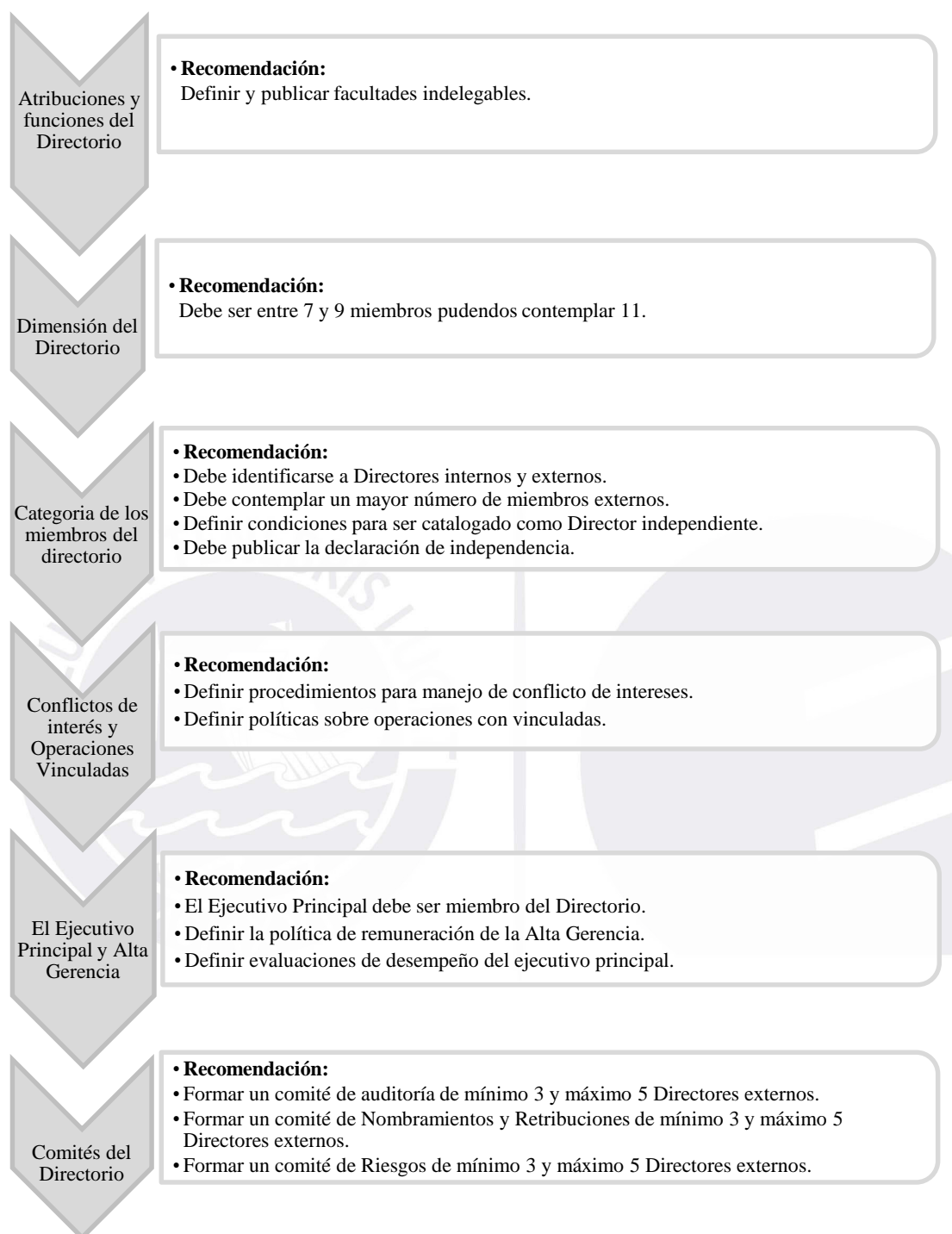


Figura 6. Lineamiento de Buen Gobierno Corporativo y Recomendaciones relacionadas al Directorio.

Adaptado del *Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo*, por Corporación Andina de Fomento [CAF], 2013.

Las organizaciones que tengan implementado este lineamiento, asegurarán su cumplimiento en tanto se tome en cuenta las siguientes recomendaciones: (a) definir y gestionar un mapa de riesgos, (b) definir políticas de administración, (c) definir responsabilidad de la Alta Gerencia respecto a la gestión de riesgos, (d) definir una Gerencia de Riesgos, (e) definir responsabilidad sobre Directorio respecto a la existencia de un sistema de control interno, y (f) establecer responsabilidad en el Directorio o Comité de auditoría respecto a la eficacia del sistema de control interno (Corporación Andina de Fomento [CAF], 2013). Finalmente, respecto al área:

Transparencia e información financiera y no financiera. En virtud de la transparencia de la información, la misma que es considerada como un principio fundamental aclamado por todos los grupos de interés en torno a los mercados, se entiende según lo indicó la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013, p.109) como “el acto de revelar información sobre la sociedad, cuyo contenido, formato de presentación y temporalidad tengan ciertas características” dado que corresponde el pilar sobre la cual descansa la reputación de una sociedad. En este sentido, los lineamientos a seguir según lo indicó el código latinoamericano de gobierno corporativo de la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013) fueron los denominados: “Estados Financieros e Información a los mercados” y el que hace referencia a un “Informe anual de Gobierno Corporativo” (p. 109).

Las organizaciones que tengan implementado este lineamiento, aseguran su cumplimiento en tanto se tome en cuenta las siguientes recomendaciones: (a) establecer política de revelación de información., (b) reportar Estados Financieros de acuerdo a los principios contables contenidos en las NIIF, (c) elaborar informe explicativo sobre arquitectura de control, (d) elaborar informe sobre Gestión de Riesgos, (e) reportar Informe anual de Gobierno Corporativo, y (f) evaluar normas de Gobierno Corporativo. (Corporación Andina de Fomento [CAF], 2013).

2.4 Gobierno Corporativo en el Sector Aéreo en el Mundo

Según Sunder (2007), los autores Kole y Lehn (1997, 1999) fueron los primeros, que por el año 1999 analizaron la evolución de las estructuras de Gobierno Corporativo en el sector de la aviación, los mismos que por esas épocas sufrieron constantes cambios fruto del proceso de adaptación a diversos cambios como los fueros los ambientales y económicos.

Así concluyeron que para los años 1971 y 1992 las estructuras de Gobierno Corporativo, en el sector aéreo, solo habían puesto énfasis en la estructura de propiedad de tales organizaciones, dado que los niveles de concentración de accionistas ejecutivos aumentaron y el número de miembros de las juntas disminuyeron. Sin embargo, la necesidad de volverse cada vez más competitiva a consecuencia de la apertura del mercado, gracias al levantamiento de la regulación que entonces caracterizaba a esta industria, así como por la crisis sufrida ante la volatilidad del precio del petróleo y el ingreso de las aerolíneas de bajo costo durante los años noventa, cambió la perspectiva en cuanto a sus opciones de Gobernabilidad de tal manera que migre hacia la concepción de una organización más transparente y que consecuentemente ayude a atraer inversiones. Al respecto del levantamiento de la regulación del mercado de la aeronáutica, esta medida no solo incrementó la importancia de una adecuada gestión sino que también acrecentó el costo de observar el desempeño de los encargados de dirigirla. Asimismo, se nota ciertos brotes del denominado problema de agencia, dado que ante la ausencia de un regulador, las organizaciones quedaron propensas a conflictos de interés. Por lo tanto, sobre tales hechos la visión hacia la estructura de Gobierno cambió.

Con respecto al Gobierno Corporativo en empresas del sector aéreo, un estudio realizado por la consultora Ernst y Young (2011) de la oficina Emiratos Arabes Dubai, demostraron que las estructuras de gobierno de las empresas evaluadas, es relativamente maduro y que la composición y el equilibrio de los distintos comités tienden a ser bien

desarrollados. Del mismo modo, indicaron que aunque cada compañía aérea, sobre las cuales sostuvieron su investigación tenían estructuras diferentes en función de los nombres, número y composición de las distintas Juntas y Comités diseñados para cumplir con sus responsabilidades de gobierno, se observó que todas las compañías aéreas han cubierto ampliamente el mismo universo de gobierno y las aerolíneas líderes mundiales se encuentran reevaluando constantemente sus estructuras de gobierno, los mandatos y las pertenencias.

Dado que la confianza del inversionista es necesaria para poder captar capitales en cualquier país del mundo, el Gobierno Corporativo en el sector aéreo, no es ajeno y también regula la forma en que la empresa está organizada y además de gestionada para garantizar a los grupos de interés (inversionistas y acreedores financieros) el recibir o ser beneficiados de la parte proporcional adecuada que les corresponda.

2.5 Gobierno Corporativo en Latinoamérica

2.5.1 Antecedes de gobierno corporativo en Latinoamérica

La Corporación Financiera Internacional (2010) señaló que las organizaciones de América Latina poseen características singulares en lo que respecta al Gobierno Corporativo y al mercado, en tal sentido indicó que el predominio de conglomerados y la concentración de la propiedad en pocos accionistas, así como una estructura por lo general familiar, hacia la interferencia con las tendencias que se vienen debatiendo a nivel mundial.

Asimismo, la constante búsqueda de desarrollo y la condición emergente de la mayoría de estados, requieren incrementar sus inversiones, escenario en el cual las prácticas de Gobierno Corporativo se torna muy importante en la búsqueda de generar confianza a nuevos inversionistas. Al respecto Serna et al. (2007) indicaron que el ingreso a los mercados de valores internacionales tales como la Bolsa de valores de New York, así como la necesidad de mitigar el riesgo de lavados de activos y fomentar la credibilidad venida a menos debido a los múltiples fraudes, la corrupción administrativa y los conflictos de interés,

traen consigo una mayor motivación para la generación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo. La Corporación Financiera Internacional ([IFC], 2010) señaló que existen estudios que demuestran los beneficios para las organizaciones mediante la generación de valor; dentro de estos estudios se mencionaron dos realizados en Brasil, en el cual se determinó que las empresas con un gobierno deficiente podrían tener la oportunidad de aumentar su capitalización de mercado en un 85% a 100% en la medida que implementen reformas en sus actividades de gestión y adopten prácticas del buen gobierno. Asimismo, el estudio realizado por ABN AMRO (2004, citado en, La Corporación Financiera Internacional, 2010) señaló que las organizaciones que contaban con las calificaciones más altas referidas a prácticas de Gobierno Corporativo, obtuvieron ratios precio/ganancia en un 20% por encima de las organizaciones que tenían calificaciones bajas.

2.5.2 Gobierno corporativo en el sector aéreo en Latinoamérica

Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo contribuyen a la competitividad, tanto a nivel de las organizaciones como a nivel sectorial y macroeconómico. Por otro lado Machuga y Teitel (2009) indicaron que las organizaciones que manejan el buen Gobierno Corporativo reflejan estabilidad tanto en la estructura de su organización como en su equilibrio económico; atrayendo de esta manera posibles inversores, y hacen énfasis en que el marco regulatorio de Gobierno Corporativo no supe la ética.

Organizaciones como la Corporación Financiera Internacional [IFC], la misma que forma parte del Banco Mundial, recoge la iniciativa del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamérica, y en su publicación de la Guía Práctica de Gobierno Corporativo, indicó que a nivel de las empresas, el contar con buenas prácticas de Gobierno Corporativo mejora la disponibilidad y las condiciones de obtención de recursos financieros. Así como también el establecimiento de mejores condiciones y a mayores plazos con otros grupos de interés (proveedores, clientes o empleados), al contar con una contraparte que ofrece una

mayor transparencia y una mejor concentración en la generación de valor. En tal sentido, al momento de evaluar el impacto a un nivel mayor agregado, la adopción de buenas prácticas de Gobierno Corporativo ayuda al desarrollo institucional de sistema financiero y del mercado de valores.

2.6 Desempeño Financiero de una Organización y su Determinación

2.6.1 Desempeño financiero

Sandoval (2014) indicó que en las últimas décadas, las organizaciones se encuentran expuestas a un ambiente altamente competitivo y que cada vez se hace más cambiante, y de alguna manera pone a prueba su capacidad de acción y reacción bajo la perspectiva de satisfacer mercados cambiantes y crecientemente exigentes. Es por eso que la capacidad de crear y mantener un sistema; además de fomentar una cultura que facilite los cambios que se requieran, no solo en sus procesos de operación sino en su forma de percibir y responder a las exigencias de sus stakeholders se hace cada vez más demandante.

Según lo indicado por Koller (1994), las exigencias para con las organizaciones, no solo corresponden a la búsqueda de obtención de utilidades, sino también en la tarea específica de ser capaces de generar valor a través del tiempo de manera sostenida, de tal manera que éstas puedan justificar su efectividad. Del mismo modo Chari (2009) reforzó la idea al indicar que no solo es suficiente con ser eficientes, en lo que respecta a gestión adecuada de los recursos, o del todo efectivos por enfocarse solo a los resultados, sino que es necesario relacionar y generar sinergias en todos los niveles y procesos de la organización para así lograr que las decisiones de gestión se basen en la generación de valor.

Según Parra (2013) el valor de una organización no se halla solamente en la valorización de sus bienes físicos, adicionalmente cuenta la experiencia y tecnicismo de sus directivos, la habilidad para generar mayores fondos, así como la capacidad para elaborar planes estratégicos y que para valorizar una empresa existen distintos métodos los mismos

que se pueden calificar de diversas formas, entre los más usados se pueden identificar los siguientes: (a) los basados en el concepto del valor de los activos o métodos contables, sobre los cuales la valorización se basa en lo reportado en la contabilidad de las organizaciones, es decir mide los hechos económicos registrados en un momento dado. En tal sentido, al basarse en un hecho pasado no representa una medida relevante para la toma de decisiones para un potencial inversionista que por lo general tiene una visión a largo plazo, (b) múltiplos financieros, el mismo que se basa en observación que se hace de una organización, a través de la aplicación de diversos indicadores, especialmente del mercado de valores de empresas con características similares para obtener un valor asociado a ella, y (c) el denominado retorno de la inversión, el cual a diferencia del valor contable y retorno de la inversión, incorpora el concepto de generación de flujos futuros a partir de un activo, lo cual lo hace más atractivo y confiable desde el punto de vista financiero.

Los estados financieros de una organización, constituyen instrumentos fuente para todas las partes interesadas, tales como inversionistas, acreedores y administradores los cuales necesitan conocer la posición y el rendimiento financiero de la compañía, de tal manera que se pueda evaluar y comparar el desempeño a través de la evolución histórica de los indicadores y adicionalmente proyectar resultados. En este sentido, según lo indicó Neto (2003, citado en Catapan & Colauto, 2014), una de las técnicas utilizadas para monitorear el desempeño económico y financiero de la organización, es a través de los índices extraídos de los estados financieros, adicionalmente refirió que en estudios previos sobre la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño económico y financiero, existen diferentes índices para su medición.

2.6.2 Determinación del desempeño financiero

Sin embargo, para propósitos del presente estudio, se tomó como referencia lo indicado por Gotardelo (2006, citado en Catapan & Colauto, 2014) quien afirmó que los indicadores

generalmente utilizados en esta clase de estudios son: (a) el rendimiento sobre los activos (ROA) y (b) el rendimiento sobre el patrimonio (ROE), que por lo expuesto anteriormente, el Gobierno Corporativo muchas veces se encuentra estrechamente relacionado a organizaciones que cotizan en Bolsa de Valores; en tal sentido se incorpora el valor de la acción como un indicador más de desempeño de una organización.

ROA o rendimiento sobre los activos. El rendimiento sobre los activos es uno de los indicadores más importantes de la rentabilidad a ser analizados al momento de analizar la situación financiera de una organización; este explica la relación entre los ingresos netos generados por el activo (beneficio operativo) y el total de activos. Al respecto Guitman (2009) indicó que la administración muestra signos de eficacia en tanto genere utilidades a través del uso eficiente de los activos que tenga disponibles. En este sentido, el ROA evaluado de manera individual, corresponde a la medida más importante en materia de medidas de rendimiento. El cálculo se realiza considerando lo siguiente; (a) las utilidades netas después impuestos, y (b) el total de los activos, la ecuación para su cálculo será:
$$\text{Utilidad Neta} / \text{Activo Total}$$
, donde la interpretación del mismo indica que a más alto el valor del indicador, más rentable se presenta la compañía evaluada. De la misma manera, según indicaron Stickney, Weil, Schipper, Francis y Avolio (2012) el uso de este indicador será diferente para empresas de servicios, donde requieren menores niveles de inversión en activos, en comparación con empresas que requieren de mayor inversión en activos fijos, para estos últimos la rentabilidad sobre el activo resultará menor.

ROE o rendimiento sobre el capital propio. Neto (2003, citado en, Catapan & Colauto, 2014) explicó que el rendimiento del capital invertido en una empresa determina la equidad en la misma, asimismo, el comportamiento de este indicador está en función de las ventas y el patrimonio de la compañía. Por otro lado, Guitman (2009) indicó que el rendimiento sobre el capital, constituye una medida general de la empresa, el mismo que es

monitoreado directamente por los inversionistas porque tiene relación directa con las utilidades generadas, crecimiento y dividendos de la organización. El cálculo se realiza considerando: (a) las utilidades netas después de impuestos, y (b) el capital de los accionistas, la ecuación para su cálculo será: Utilidad Neta / Patrimonio Total. Al respecto, según lo indicaron Stickney, et al. (2012) este ratio también es usado como rentabilidad por acción, dividiendo la utilidad neta del periodo entre el número de acciones emitidas.

Q de Tobins. Montoro y Navarro (2010) indicó que la Q de Tobins, es la medida o indicador financiero que relaciona: (a) el valor de mercado de los activos, y (b) el costo de reposición de los mismos. Del mismo modo, el autor resaltó que el valor que el mercado otorga a todos los activos de la empresa, incluye los denominados intangibles, los mismos que pueden ser la calidad de profesionales, la cartera de clientes, la calidad de gerencia, entre otros factores. La ecuación para su cálculo será: Valor de mercado de la empresa / Valor de reemplazo de los activos. Si la tendencia de este indicador se encuentra sobre los valores de uno, entonces según el autor este escenario estimulará que las compañías inviertan más en capital, dado que el mercado le está asignando a la empresa un valor mayor al que incurrió la misma para su generación

Valor de la acción. Guitman (2009) indicó que para valorizar las acciones, muchos inversionistas se basan en los beneficios en efectivo futuros aunque tomen diferentes métodos de valuación. Al respecto refirió que algunos buscan el valor en los estados financieros de la empresa tomando en cuenta factores como, valor en libros, la cantidad de deuda, el rendimiento del capital y los flujos de efectivo. Sin embargo, un procedimiento de valuación identificado generalmente entre muchos inversionistas es llamado “método de dividendos y ganancias”, el mismo que toma como referencia los dividendos futuros y el precio de venta futuro de la acción, como flujos de efectivo de mayor relevancia. Del mismo modo, indicó que existe otro procedimiento, “método P/U” el cual valúa en función a las variables precio –

utilidad. Estos procedimientos, según mencionó Guitman (2009) pueden ser usados con acciones que se orientan más al crecimiento y que pagan pocos o ningún dividendo. De la misma manera, el valor de una acción también se puede referenciar tomando en cuenta el precio que el mercado está dispuesto a pagar por ella; claro que este dato solo se puede recolectar cuando las compañías coticen sus acciones en Bolsa de Valores. Al respecto Guitman (2009) consideró que el valor de mercado de una organización, resulta sencillo de determinar, en tanto se tome en cuenta el precio en el mercado o última cotización de la acción ordinaria, ya que en estricto, el valor de mercado es aquel que los agentes (compradores y vendedores) que interactúan en un mercado activo, están dispuestos a pagar por una determinada acción. En tal sentido, al multiplicar el precio por el número de acciones que la compañía tenga en circulación, representará el valor de mercado de mercado de la compañía a analizar o lo que se conoce como capitalización de mercado de la compañía.

2.7 Resumen

En concordancia con la literatura, el concepto de Gobierno Corporativo es un tornó de mayor importancia con el pasar de los últimos diez años, el mismo que contempló diseñar y desarrollar un sistema que de alguna manera relacione de forma eficiente las interacciones entre los accionistas, el directorio y la administración de una organización. Adicionalmente, el Gobierno Corporativo permite establecer adecuadas normas de conducta interponiendo la ética con la que se debe gestionar y tomar decisiones en beneficio de los principales grupos de interés en torno a una organización. Por otro lado, mediante la implementación del buen Gobierno Corporativo se busca reducir la desconfianza de los inversores en cuanto a la información y resultados financieros de las empresas; los inversores a nivel mundial pueden confiar en la información y resultados de las empresas para que de esta manera se puedan tomar las mejores decisiones en sus futuras inversiones.

El funcionamiento de los procesos en torno a Gobierno Corporativo, debe contemplar la revisión de las funciones de cada uno de los órganos de gobierno (accionistas, directorio y administración), en tal sentido, se debe analizar cuidadosamente la composición de la misma. Así se tiene que, la composición del directorio es fundamental, dado que para cumplir sus funciones, debe contar con una combinación adecuada de habilidades, experiencia y antecedentes, es por eso que en determinadas organizaciones, se evalúa la posibilidad de establecer comités dentro del él. El concepto de “director independiente” es fundamental en las organizaciones, sin embargo, cada compañía deberá investigar cuál es la definición que se usa habitualmente en el mercado en el que opera y cotiza, para que una vez tomada en cuenta sea divulgada y publicada.

En lo que respecta a Latinoamérica, el buen Gobierno Corporativo está tomando mucha importancia en las principales empresas de los distintos sectores, las empresas del sector minero son las más preocupadas por el cumplimiento del buen Gobierno Corporativo, ya que de ello depende la captación de nuevos inversores. Asimismo siguiendo la tendencia, las empresas de todos los sectores como también el aéreo están enfocadas en realizar y fomentar las buenas prácticas de los gobiernos corporativos que se basan en los principios y normas que administran las organizaciones actuales.

2.8 Conclusiones

Tomando como base la revisión de la literatura, ante el surgimiento de la necesidad de promover normas que proporcionen una mejor forma de administrar las organizaciones, nace el concepto de Gobierno Corporativo; este grupo de nuevas exigencias para gestionar las organizaciones sobre todo para aquellas que están listadas en bolsa y adicionalmente para rendir cuentas de su actuación, son contempladas en dichas normas.

El Gobierno Corporativo está afectado por factores tanto internos como externos, los cuales deben interrelacionarse en un contexto donde no todos los participantes o grupos de

interés tengan acceso de forma equivalente a la información disponible. Por otro lado, las definiciones listadas anteriormente, intentan plasmar de alguna manera el alcance y el compromiso así como identificar tanto a los responsables como al público involucrado; así como la incidencia positiva que este concepto aporta en la creación de valor en las organizaciones.

En la literatura se hace mención a organizaciones que funcionan y se interrelacionan en torno al denominado órganos de gobierno, el cual lo conforman (a) los accionistas representados en la Junta General de Accionistas, (b) el Directorio y (c) la Alta Administración. Al respecto dado su importancia, es que la OCDE se centra en impulsar y buscar una adecuada regulación para su correcto funcionamiento. En este sentido, los principios de Gobierno Corporativo publicados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] representan una base esencial para el desarrollo de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, los cuales buscan: constituir un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversionistas.

La Junta General de accionistas es el órgano máximo ante el cual se exponen y rinden cuenta prácticas de Gobierno Corporativo, este mecanismo tiene como objetivo resguardar los intereses que se encuentran directamente relacionados con el patrimonio invertido por cada uno de los accionistas debidamente representados en la Junta. En este sentido en la mayor parte de los mercados importantes en Latinoamérica, según lo indicó la OCDE, se promueve la participación más informada de los accionistas para proteger las mejores prácticas de Gobierno Corporativo en las compañías en las que proveen de capital.

De la literatura se desprende el grado de importancia que se le otorga al Directorio o llamado también Junta Directiva, por ser considerado de alguna manera estratégico y central dentro de la estructura de Gobierno de una organización porque a partir de su facultad para

asesorar y supervisar a la Alta Gerencia, incide directamente a la formulación de estrategias que terminan siendo transversales toda la organización (Trujillo y Guzmán, 2015). En este sentido el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo publicado por la CAF, pone especial énfasis en este órgano de Gobierno y lo contempla como una de las cinco áreas que componen la base o estructura de Gobierno Corporativo para el cual identifica un conjunto de lineamientos específicos que considera como grandes principios para el cual concentra una serie de recomendaciones. Los lineamientos destacados corresponden se encuentran relacionados a (i) las atribuciones y funciones del Directorio, (ii) el tamaño o dimensión del mismo, (iii) la categoría de sus miembros, (iv) el denominado conflicto de intereses y operaciones entre vinculadas, (v) el papel del ejecutivo y la Alta Gerencia y (vi) el Comité del Directorio.

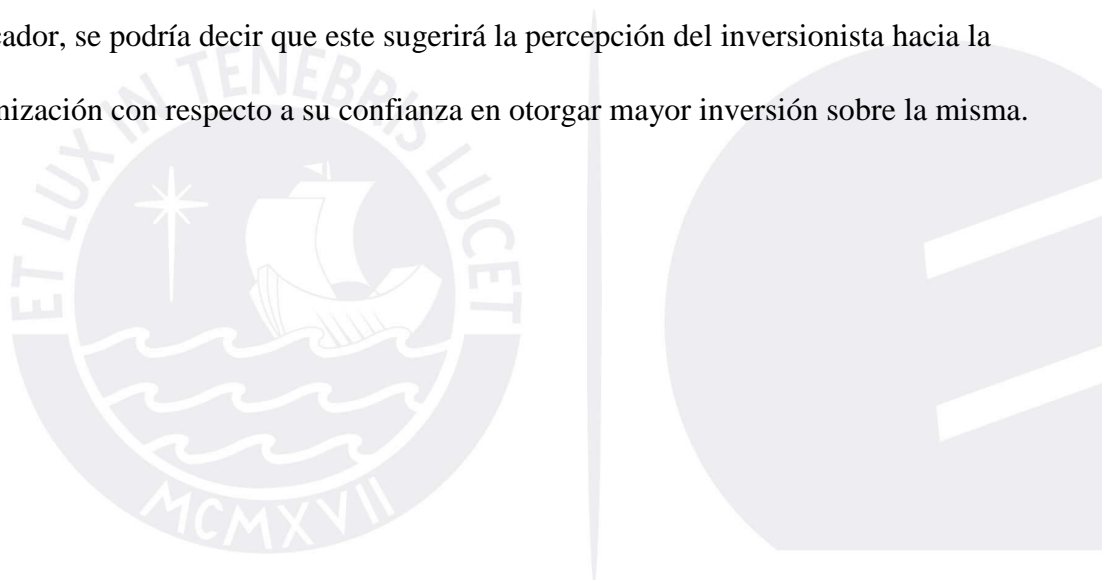
En cuanto a lo referido al tercer órgano de gobierno, representada por la Administración o Alta Gerencia, la revisión de la literatura deja en evidencia que sobre este órgano recae la responsabilidad de la ejecución de operaciones a nivel de la administración y gestión de la organización, es este sentido según indicó Serna et al. (2007) es a través del Gobierno Corporativo, que se busca regular y monitorear sus competencias profesionales, posibles conflictos de interés, la calidad de la información y reportes.

La generación de confianza en el inversionista es fundamental para poder acceder a capitales en cualquier país de Latinoamérica y el mundo, en este sentido el Gobierno Corporativo en el sector aéreo, no está exento y también busca regular la forma en que las aerolíneas están organizadas y además gestionadas para de alguna manera garantizar a los grupos de interés (inversionistas y acreedores financieros) el recibir o ser beneficiados de la parte proporcional adecuada que les corresponda.

Hoy en día las organizaciones conviven bajo ambientes de alta competencia, de tal manera que se encuentran en constante prueba en lo que se refiere a su capacidad de acción y

reacción en mercados cambiantes y garantizar un buen desempeño y sobre todo sostenibilidad. En este sentido de lo revisado en la literatura se identificó que los indicadores generalmente usados para la medición del desempeño financiero, según lo indicó Gotardelo (2006, citado en Catapan & Colauto, 2014), son (i) el rendimiento sobre los activos (ROA) y el rendimiento sobre el patrimonio (ROA).

Adicionalmente, dado que las empresas aéreas concentran un alto grado de inversión en activos para la ejecución de su operaciones, se incorporó dentro de los indicadores de desempeño financiero, la denominada Q de Tobin, el mismo que relaciona el valor de mercado de los activos y el costo de reposición de los mismos en una organización (Montoro y Navarro, 2010). En este sentido tomando en cuenta las variables que componen este indicador, se podría decir que este sugerirá la percepción del inversionista hacia la organización con respecto a su confianza en otorgar mayor inversión sobre la misma.



Capítulo III: Metodología

3.1 Diseño de la Investigación

Se tomó el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo, elaborado por la vicepresidencia de Desarrollo y Políticas de la Corporación Andina de Fomento [CAF] (2013) el cual define cinco áreas como base de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, las cuales son: (a) El derecho y trato equitativo de los accionistas, (b) la asamblea general de accionistas, (c) el directorio, (d) arquitectura de control y (e) la transparencia e información financiera y no financiera. Así mismo dicho documento sugiere lineamientos y recomendaciones los cuales se tomaron con la finalidad de medir y analizar el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, para luego describir la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas Latinoamericanas en el año 2015.

Cabe indicar que el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo contempla un total de 43 lineamientos agrupados y distribuidos para las cinco áreas mencionadas, los mismos que no son excluyentes para conseguir los beneficios que buscan alcanzar las organizaciones al implementar buenas prácticas de Gobierno Corporativo. En este sentido en base al análisis y revisión de la literatura, expuesto en el Capítulo II del presente estudio, se seleccionó 12 lineamientos relevantes con sus respectivas recomendaciones.

Con el fin de describir el cumplimiento de dichos lineamientos, se definieron criterios de puntuación (el cual se detalla en el Capítulo IV) y se midieron los niveles de seguimiento de las recomendaciones de cada lineamiento, para lo cual se usó la información reportada por cada una de las ellas en sus reportes oficiales. Se describieron los resultados obtenidos para cada una de las aerolíneas estudiadas a fin de responder a cada una de las preguntas formuladas para la presente investigación (ver Apéndice C al F).

En este sentido el primer paso fue identificar y describir los niveles de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, usando como apoyo un criterio de puntuación (el mismo que se detalla como parte del análisis y recolección de datos), como segundo paso se analizó y describió el desempeño financiero reportado por cada una de las aerolíneas a través de los indicadores financieros: (a) ROA, (b) ROE, y (c) QTobin tomados de los respectivos reportes financieros y finalmente se describió la posible relación del nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo con el desempeño financiero en las empresas del sector aéreo en Latinoamérica en el año 2015.

El presente estudio se realizó bajo un enfoque cuantitativo, de alcance descriptivo y de diseño no experimental, transversal, de tipo descriptivo. Dicho diseño tomó en consideración que los investigadores están en la potestad de seleccionar o desarrollar el diseño de investigación específico para luego responder las preguntas de investigación y cumplir con los objetivos de la misma (Hernández et al., 2014). Por lo tanto, tomando en cuenta lo expuesto en el capítulo I, en lo que respecta al objetivo de la investigación, y siguiendo la concepción o elección del diseño planteado por Hernández et al. (2014) se consideró que el diseño antes expuesto representa la mejor alternativa para lograr el objetivo de investigación.

Se consideró utilizar un enfoque cuantitativo porque los datos recolectados se pudieron representar con números, permitieron generar mediciones numéricas y realizar análisis estadísticos descriptivos. Los datos mencionados permitieron describir comportamientos y posibles relaciones entre las variables, entorno a los niveles de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el desempeño financiero, prescindiendo de información de carácter cualitativo como son las entrevistas o encuestas. El alcance de la investigación fue descriptiva porque, en base de la información recopilada, se pudo observar el comportamiento de las variables, el mismo que permitió describir la actual situación entorno a los niveles de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo

en las empresas del sector aéreo en Latinoamérica, así como su posible relación con el desempeño financiero obtenido por las mismas en el periodo de estudio.

El tipo de diseño en la presente investigación es no experimental porque se caracteriza por no manipular de manera deliberada de las variables. Por el contrario, se observan los fenómenos tal y como se presentan en su contexto para posteriormente estudiarlos. De esta manera, no se invade la data para observar los fenómenos, sino que se dejan en su estado natural (Gómez, 2006). Recopilar los datos reportados en memorias anuales y reportes financieros publicados por las compañías objeto de estudio, contribuyó a la agilidad y practicidad disminuyendo el riesgo de manipulación por parte de los investigadores sobre las variables identificadas.

Respecto de la dimensión temporal del estudio, la presente investigación fue transversal porque se recolectaron datos y se puso énfasis en evaluar las variables, y cómo se relacionan entre ellas en un determinado momento del tiempo (Gómez, 2006). En tal sentido, este diseño se ajustó al presente estudio porque se recolectaron datos y se describió los niveles de seguimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo e indicadores de desempeño en un tiempo determinado, que para el estudio fue el año 2015. Por ello, no se buscó medir la evolución o identificar cambios en el tiempo de ninguna de las variables del presente estudio.

3.2 Población y Selección de la Muestra

La población en un estudio de investigación corresponde al conjunto de elementos que tienen características similares y que serán sometidos a observación. Es necesario establecer claramente cuáles son esas características de la determinada población, con la finalidad de delimitar cuáles serán los parámetros a tomar en cuenta para que posteriormente se muestreen, así como definir claramente cuáles son sus características de contenido, lugar y tiempo (Hernández et al., 2014).

En este sentido, teniendo en cuenta las características mencionadas en el párrafo anterior, la población para la presente investigación fueron las empresas del sector aéreo de origen latinoamericano que se encuentren vigentes en el mercado en el año 2015. A partir de este criterio de inclusión, se obtuvo una base de 16 las aerolíneas latinoamericanas (ver Apéndice A).

Asimismo, dado que durante el proceso de la investigación se hace imperante la definición de una muestra, la misma que es considerada como un subgrupo, que comparte un conjunto de características definidas acorde con la población (Hernández et al., 2014). El objetivo de determinarla o definirla implicó considerar una elección entre la utilización de métodos probabilísticos o no probabilísticos (Kerlinger & Lee, 2002). Al respecto, en la presente investigación, se optó por considerar el método no probabilístico porque este, no contempla principios ni reglas basadas en la estadística, sino por el contrario solo antepone la voluntad y decisión del investigador, tomando estrictamente en cuenta el objeto de estudio, el esquema de la investigación y la contribución que se desea hacer con ella. Adicionalmente, este tipo de muestreo resulta beneficioso en diseños de estudio que no optan por obtener necesariamente una representatividad sobre una población, sino por el contrario desean conseguir una cuidadosa y controlada elección de casos que tengan características que de alguna manera fueron dadas a conocer en el planteamiento del problema (Hernández et al., 2014). Por lo tanto, tomando en cuenta que lo antes expuesto se relaciona directamente al presente estudio, el muestro no probabilístico resultó la mejor alternativa para la selección de la muestra del presente estudio.

A continuación (Tabla 1), se muestra la selección de cuatro empresas del sector aéreo en Latinoamérica, las mismas que conformaron la muestra para la presente investigación. Así mismo de la población descrita en párrafos anteriores, solo estas cuatro aerolíneas publicaron información relacionada a prácticas de Gobierno Corporativo, la misma que es resultó

indispensable para proceder con la evaluación del nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Adicionalmente las compañías seleccionadas también publicaron información financiera correspondiente al periodo de estudio, información que complementa los datos necesarios para cumplir con el objetivo del estudio. Por otro lado, se consideró características en cuanto a número de rutas, flota y años en el mercado, que complementaron la elección de estas cuatro aerolíneas. Por lo tanto se podría decir que estas cuatro aerolíneas, representaron una muestra adecuada porque dado que fueron las más grandes del sector en Latinoamérica.

Tabla 1

Relación de Empresas Aéreas que Conforman la Muestra

Aerolínea	País de Procedencia	Rutas	Flota	Años en el mercado
LATAM Airlines Group	Chile y Brasil	137	327	87
Avianca Holdings S.A	Colombia y El Salvador	113	173	97
Aerovías de México S.A. de C.V.	México	87	134	82
Copa Holdings, S.A.	Panamá y Colombia	74	100	72

3.3 Procedimiento de Recolección de Datos

La recolección de los datos debe ser confiable y válida, para ello es importante conocer los instrumentos a usar (Gómez, 2006). Al respecto, tomando en cuenta los conceptos metodológicos, para la presente investigación, que contempló un enfoque cuantitativo, el proceso de recolección de datos, relacionó tres actividades, las cuales fueron: (a) seleccionar un instrumento de recolección, (b) aplicar este instrumento, y (c) preparar observaciones, registros y mediciones obtenidas.

Adicionalmente, en cuanto a la elección de las fuentes de donde se obtuvieron los datos, se consideró aquellas de naturaleza secundaria, tal como se mencionó en las limitaciones expuestas en el capítulo I. El proceso de recolección de datos, se dio de la

siguiente manera: luego de acceder a las páginas web Corporativas y las Bolsas de Valores latinoamericanas en las que las empresas seleccionadas reportaron información, se descargó la respectiva información relacionada a Estados Financieros reportados por el año terminado en 2015, la Memorias Anuales 2015, los Informes de Gobierno Corporativo 2015, así como los Documentos Societarios de las cuatro aerolíneas materia de estudio. Cabe indicar que al tratarse de un estudio que considera una muestra de aerolíneas Latinoamericanas muy reducida y por la falta de estudios realizados previamente sobre las mismas se consideró utilizar las fuentes secundarias como la base de información para cumplir con el objetivo de la investigación. La información descrita anteriormente, fue ordenada y registrada usando como herramienta el programa Excel.

Adicionalmente, se tuvo acceso a la página Web de la Corporación Andina de Fomento [CAF], de donde se descargó el documento denominado lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo. Los 12 lineamientos seleccionados para la evaluación y descripción de los niveles de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, fueron organizados y registrados en hojas de cálculo usando como herramienta el programa Excel, de tal manera que se genere una tabla en la que se indique: para cada área, los lineamientos y por cada lineamiento las recomendación a seguir. El análisis, interpretación y calificación de los niveles de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo fueron tabulados para cada una de las compañías y por separado para cada una de las cinco áreas en mención (ver Apéndice C al F)

3.4 Instrumento

El instrumento de medición usado, fue elaborado tomando como referencia y a manera de guía lo siguiente: (a) el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo, Memorias Anuales 2015, (b) Reportes Financieros 2015, (c) Informe de Gobierno Corporativo 2015, y (d) Documentos Societarios. Se elaboró un tablero en el que se

organizaron y registraron los 12 lineamientos y sus respectivas recomendaciones a seguir (extraídos del Código Latinoamericano) agrupados en función a cada una de las cinco áreas que conforman la base de Gobierno Corporativo, las cuales según lo expuesto en el Código Latinoamericano son: (a) Derecho y trato equitativo de los accionistas, (b) Asamblea General de Accionistas, (c) Directorio, (d) Arquitectura de Control, (e) Transparencia e Información Financiera y no Financiera (ver tabla 4).

3.5 Análisis e Interpretación de Datos

El análisis e interpretación de datos se presenta posterior a la aplicación del instrumento y finalizada la recolección de los mismos con el objetivo de buscar respuestas a las interrogantes planteadas en una investigación. La aplicación de estrategias y técnicas tienen como propósito facilitar al investigador la obtención de conocimientos requeridos en su investigación, para ello es importante que el investigador aplique un correcto tratamiento de los datos recogidos (Hurtado, 2000).

La información obtenida del Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo que publicó la Corporación Andina de Fomento, sirvió como única fuente para la elaboración del instrumento de medición, en lo que se refiere al detalle de lineamientos y recomendaciones de buenas prácticas de Gobierno, y se usó como referente para calificar el nivel de cumplimiento de buenas prácticas en cada una de las empresas estudiadas.

El primer paso para el análisis e interpretación fue definir un criterio de puntuación que fue de 2 a 0 el mismo que sirvió para expresar en términos numéricos el equivalente a las calificaciones de “cumple”, “cumple parcialmente” o no cumple respectivamente (ver tabla 3). Cabe indicar que la puntuación final fue atribuida a cada área y fue la que correspondió al acumulado de puntos que obtuvo cada lineamiento (ver tabla 16), en este sentido se determinó y registró la calificación de cada lineamiento, la cual fue grupada y presentada a cada área. Los investigadores se ciñeron estrictamente a lo que reportaron cada una de las

empresas en sus documentos publicados en sus páginas webs corporativas, las mismas que fueron replicadas en las Bolsas de Valores en las que están inscritas, por lo cual dicha información se consideró veraz y confiable, dado que las Bolsas de Valores fueron tomadas como organismos reguladores que certifican la información a publicar. En este sentido se obtuvo, para cada una de las compañías, expresados en términos numéricos los niveles de cumplimiento de buenas practicas el cual fue descrito para: (a) Derecho y trato equitativo de los accionistas, (b) Asamblea General de Accionistas, (c) Directorio, (d) Arquitectura de Control, (e) Transparencia e Información Financiera y no Financiera.

Como segundo paso, se analizó y describió en base a los indicadores financieros de desempeño: (a) ROA, (b) ROE, y (c) QTobin (ver apéndice G), los resultados obtenido por cada una de las empresas analizadas para el periodo 2015, de igual manera se consideró que la información reportada está avalada en cuanto a veracidad por estar certificada en Bolsa de Valores en las empresas están inscritas.

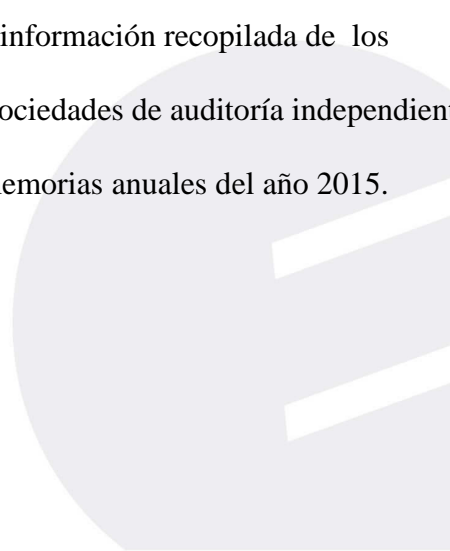
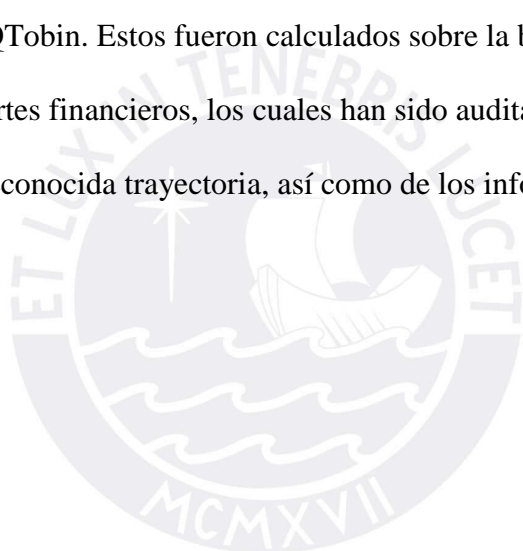
Finalmente, el tercer paso contempló el análisis y descripción en su conjunto (en base al primer y segundo paso), la posible relación entre los niveles de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el desempeño financiero generado para cada una de las aerolíneas materia de estudio. Se aplicaron cálculos promedios a exigencia de cada una con la finalidad de describir lo observado para cada área, lineamiento y recomendación y de esta manera proceder a responder las preguntas de investigación.

3.6 Resumen

La presente investigación se realizó tomando en cuenta el objetivo de estudio, para lo cual se implementó un diseño con enfoque cuantitativo, no experimental, transversal de tipo descriptivo. La muestra se seleccionó de acuerdo a las necesidades del estudio en base a un muestreo no probabilístico. Esta estuvo conformada por cuatro aerolíneas de Latinoamérica que mantienen prácticas de Gobierno Corporativo, así como su representatividad en el sector

en función al número de rutas, flotas y años en el mercado. Con relación a los datos del presente estudio fueron producto de la recopilación de información secundaria, la misma que corresponde a documentos previamente elaborados, recopilados de fuentes confiables, mediante los cuales se logró responder las preguntas planteadas en la investigación.

El instrumento aplicado para el análisis de datos correspondió a un tablero de medición que detalló los lineamientos y recomendaciones para la generación de prácticas de Gobierno Corporativo, los cuales fueron recomendados por la Corporación Andina de Fomento, y sobre los cuales se midieron y calificaron los niveles de cumplimiento de los mismos de cada compañía. Adicionalmente los indicadores financieros considerados para describir el desempeño financiero de las empresas seleccionadas fueron: (a) ROA, (b) ROE, y (c) QTobin. Estos fueron calculados sobre la base de la información recopilada de los reportes financieros, los cuales han sido auditados por sociedades de auditoría independientes de reconocida trayectoria, así como de los informes y memorias anuales del año 2015.



Capítulo IV: Análisis de Resultados

4.1 Perfil de Informantes: Análisis Descriptivos

En el presente capítulo se presenta los resultados obtenidos en el presente trabajo de investigación, los cuales responden a las preguntas de investigación planteadas en el capítulo I. El objetivo principal de este estudio fue describir la relación entre el nivel de implementación de prácticas de Gobierno corporativo y el desempeño financiero en aerolíneas latinoamericanas en el año 2015. Para lo cual, se trabajó con una muestra de datos de cuatro compañías aéreas, las mismas que fueron agrupadas en base a las siguientes características: (a) años en de permanencia en el mercado, (b) número de rutas vigentes, y (c) número de flota.

Tabla 2

Perfil de las Empresas que Informan en Bolsa de Valores

	Aerolínea 1	Aerolínea 2	Aerolínea 3	Aerolínea 4
Razón Social	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa
Años en el mercado	87	97	82	72
Nº de Rutas	137	113	87	74
Nº de Flota	327	173	134	100

4.2 Nivel de Cumplimiento de Prácticas de Gobierno Corporativo

Con el objetivo de describir el nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas seleccionadas para el presente estudio se tomó como base de referencia el Código Latinoamericano publicado por la Corporación Andina de Fomento [CAF]. En ese sentido, antes de proceder con la descripción, para cada caso, se recopiló y detalló toda la información publicada por las compañías respecto al tema, la misma que se obtuvo de cada uno de los reportes encontrados en sus páginas web respectivas. De esta manera, se logró identificar el seguimiento de lineamientos de cada una de ellas y se construyó una tabla que contiene la cuantificación del nivel de cumplimiento de dichas

prácticas. Luego de haber identificado para cada área que compone las bases del planteamiento de Gobierno Corporativo, los respectivos lineamientos clave, además de sus prácticas recomendadas (todo recogido del documento oficial de la CAF), se procedió a analizar y describir lo observado en las compañías para asignar una calificación y así llegar a describir niveles de cumplimiento. En tal sentido, con el propósito de facilitar la cuantificación del nivel de cumplimiento se definió un criterio de puntuación, el cual presenta valores de 0 a 2. En la Tabla 3 se muestra el criterio de calificación que fue usado para la construcción de las tablas que se analizaron para cada una de las variables descritas.

Tabla 3

Calificación de Nivel de Cumplimiento

Nivel de cumplimiento	Puntaje
No cumple	0
Cumple parcialmente	1
Si cumple	2

Cabe indicar que las cinco áreas en mención que componen las bases del planteamiento de Gobierno Corporativo, fueron recomendadas para la incorporación dentro del marco legal o regulación tanto para empresas como de organizaciones reguladoras (Bolas de Valores). En tal sentido, mediante esta iniciativa la Corporación Andina de Fomento busca contribuir con una herramienta que genere eficiencias en la promoción del Gobierno a través de la difusión de este Código Latinoamericano Corporativo por parte de entidades regulatorias que supervisen a las empresas en Latinoamérica.

Al respecto a lo mencionado, en la Tabla 4 se detalló cada una de las áreas, conjuntamente con los lineamientos específicos, los cuales fueron considerados como grandes principios de Gobierno Corporativo, los mismos que contienen una serie de prácticas recomendadas por el documento oficial referido de la Corporación Andina de Fomento.

Tabla 4

Áreas y Lineamientos Considerados en la Calificación

Áreas	Lineamiento
I Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas.	Fomento de la Participación e Información de los Accionistas.
II La Asamblea General de Accionistas.	Función y Competencia. Reglamento de la Asamblea General de Accionistas. Atribuciones y funciones del Directorio. Dimensión del Directorio.
III Directorio.	Categoría de los miembros del directorio. Conflictos de interés y Operaciones Vinculadas. El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia. Comités del Directorio.
IV Arquitectura de Control.	Gestión de riesgos y el sistema de control interno
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera.	Estados Financieros e Información a los mercados. Informe anual de Gobierno Corporativo.

Considerando que el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo le da un mayor énfasis al área compuesta por el Directorio, se procedió a evaluar la mayor cantidad de lineamientos de tal manera que proporcionen un alcance mayor al calificar el nivel de cumplimiento de buenas prácticas en dicha área y así obtener una mejor base para describirlo. En este sentido, en Tablas 5 a la 16, se describieron los resultados del estudio para cada una de las áreas definidas con el fin de responder a las preguntas de investigación.

Área I: Derecho y tratamiento equitativo de los accionistas. A continuación se describirá el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en cuanto al Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas, para la cual con el propósito de evaluar y calificar al área en mención, se eligió tomar como referencia, el lineamiento denominado *Fomento de la Participación e Información de los Accionistas*, el mismo que contempla seis prácticas recomendadas para su implementación (ver Tabla 5).

Al respecto de este lineamiento, luego de realizar la observación de los datos secundarios obtenidos de las empresas seleccionadas, se evidenció que cinco de las seis recomendaciones son tomadas en cuenta para la calificación del nivel de cumplimiento de esta área, fueron tomadas en cuenta por las aerolíneas, por tal motivo, el nivel de cumplimiento total de las recomendaciones dadas para fomentar una adecuada participación e información de los accionistas, fue de un 69%.

Adicionalmente de lo observado, la recomendación no tomada en cuenta por ninguna aerolínea fue la de establecer una oficina específica de atención al accionista, por lo que se puede que, estas no consideran necesario duplicar esfuerzos y consideran suficiente el medio a través de una página web corporativa en donde reportan la información relevante. En cuanto al seguimiento de las cinco recomendaciones que se tomaron en cuenta, se observó solo tres de ellas obtuvieron el puntaje más alto por lo que se registró un nivel de cumplimiento del 100%. En este sentido, se observó que la implementación página una web corporativa, las convocatorias a reuniones informativas y los respectivos registros de accionistas fueron las recomendaciones tomadas en cuenta, con lo que se puede inferir que las aerolíneas se encuentran alineadas con el fomento de la inclusión e información.

En la Tabla 5 se pudo describir el comportamiento de cada una de las empresas para recomendación. En ese sentido, se observó que la compañía Aeroméxico obtuvo el mayor nivel de cumplimiento obteniendo un puntaje total para el área de 83% luego de cumplir con cinco de las seis recomendaciones impartidas.

Las aerolíneas que siguieron el orden de mayor a menor nivel de cumplimiento, fueron Avianca y Copa, las cuales evidenciaron 67% de cumplimiento respectivamente. Esta calificación se dio porque que el puntaje obtenido por las mismas fue de ocho sobre un total de 12, donde el resultado se debió a que ambas compañías no evidenciaron el seguimiento de recomendaciones, como la de implementar un área de comunicación en la organización así

como la de establecer y definir un cauce de comunicación directo y flexible. Finalmente en cuanto a la aerolínea Latam, la cual obtuvo el puntaje más bajo y un nivel de cumplimiento del 58% fue consecuencia de no ser posible evidenciar de manera clara el seguimiento y cumplimiento de la recomendación relacionada a la elaboración de comunicados a accionistas.

En este sentido, respecto al nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en cuanto al derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas, el resultado sugiere que en las empresas del sector aéreo el nivel de cumplimiento se encuentra desarrollado en promedio al 69% el grado de importancia que esta obtiene se refleja en los reportes y comunicados que las empresas actualizan constantemente. El desvío con relación al ideal de cumplimiento (100%), según lo observado, solo se podrá lograr en tanto las empresas sean capaces de hacer seguimiento claro de las recomendaciones, tales como la de concretar el cauce electrónico de una comunicación directa y flexible, sin embargo esta dependerá de que se establezcan algunos mecanismos mínimos de carácter técnico que contemplen una seguridad de información adecuada.

Tabla 5. Fomento de la Participación e Información de los Accionistas

Fomento de la Participación e Información de los Accionistas

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Fomento de la Participación e Información de los Accionistas.	Implementar página Web Corporativa.	2	2	2	2	8	100%
	Elaborar comunicados a accionistas.	1	2	2	2	7	88%
	Implementar un área de comunicación en la organización.	0	0	0	0	0	0%
	Convocar reuniones informativas.	2	2	2	2	8	100%
	Registrar a accionistas.	2	2	2	2	8	100%
	Definir un cauce de comunicación directo y flexible.	0	0	2	0	2	25%
Puntaje Total		7	8	10	8	33	
Nivel de Cumplimiento Total %		58%	67%	83%	67%		69%

Área II: Asamblea General de Accionistas. Considerando que la Asamblea General de accionistas es reconocida como el órgano más importante de una organización, el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo incorporó como lineamientos relevantes los denominados “Función y Competencia”, además de considerar el que hace referencia a un “Reglamento de la Asamblea General de Accionistas”.

Para cada uno de estos lineamientos mencionados, en la Tabla 6, se detallaron las prácticas recomendadas, las mismas que fueron evaluadas en cada una de las empresas seleccionadas. Con respecto al lineamiento relacionado con las funciones y competencias de los accionistas, el Código recomienda establecer el reconocimiento de competencias exclusivas e indelegables. Según lo observado en la data recopilada, se evidenció que estas publican en sus reportes oficiales, con toda claridad, cuáles son las facultades de la asamblea. Por tal motivo se muestra que las cuatro compañías evaluadas obtuvieron el puntaje máximo en cuanto a la implementación, obtenido así el 100% de nivel de cumplimiento. Adicionalmente, se evidenció que las cuatro aerolíneas analizadas reconocen las facultades de la Junta para adoptar toda clase de acuerdos referentes al Gobierno, las mismas que son indelegables a los accionistas. Por otro lado, al respecto del lineamiento relacionado con el Reglamento de la Asamblea General de Accionistas, el Código recomienda elaborar y publicar el reglamento de la misma. Se observó que las cuatro compañías consideraron esta recomendación como parte de sus prácticas de Gobierno, adicionalmente al estar las empresas inscritas en la Bolsa de Valores, esta práctica se convierte en requisito indispensable.

En este sentido, respecto al nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en cuanto la Asamblea General de Accionistas, el resultado sugiere que en las empresas del sector aéreo, el nivel de cumplimiento se encuentra ampliamente desarrollado y el grado de importancia que estas le otorgan evidencia que se reconocen la institucionalidad

de los órganos de gobierno y se aprueban el cumplimiento de las normas que en su mayoría se encuentran listadas en los códigos estatutarios de las mismas. Así, se encuentra que las compañías cumplieron con detallar las facultades que se les fueron otorgadas dentro de la organización a sus accionistas, las cuales abarcan desde la aprobación de la gestión del directorio, como la política relacionada de las compensaciones de los mismos.

Adicionalmente la existencia de un reglamento de la Asamblea y su publicación constituye la base para fomentar la confianza dentro de los órganos de gobierno.

Tabla 6

Función, Competencia y Reglamento de la Asamblea General de Accionistas

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Función y Competencia Reglamento de la Asamblea General de Accionistas	Reconocer competencias exclusivas e indelegables.	2	2	2	2	8	100%
	Elaborar y publicar el reglamento de la Asamblea.	2	2	2	2	8	100%
Puntaje Total		4	4	4	4	16	
Nivel de Cumplimiento Total %		100%	100%	100%	100%		100%

Área III: El Directorio. De acuerdo a lo señalado, el Directorio es considerado como el órgano clave de toda organización a la cual se le otorga responsabilidades de administración y control. Para efectos de la evaluación del nivel de cumplimiento de buenas prácticas para esta área, se tomaron en cuenta seis lineamientos: (a) Atribuciones y funciones del Directorio, (b) Dimensión del Directorio, (c) Categoría de los miembros del directorio, (d) Conflictos de interés y Operaciones Vinculadas, (e) El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia y (f) Comités del Directorio.

Sobre estos lineamientos recaen catorce recomendaciones, cuyo seguimiento garantiza el cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo, que tienen como fin lograr un adecuado funcionamiento del Directorio. Cada una de estas recomendaciones fueron

analizadas y descritas para cada una de las empresas seleccionadas. En la Tabla 7 a continuación, se muestran los lineamientos con sus respectivas prácticas recomendadas, las mismas que fueron observadas para describir su nivel implementación en cada una de las aerolíneas. Cabe indicar que por la extensión de esta área y con el fin de describir el nivel de cumplimiento de cada uno de los seis lineamientos detallados, la descripción de los niveles de implementación para cada uno de ellos se realizó individualmente (ver Tablas 8 a la 13).

Tabla 7

Lineamientos en Función al Directorio

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Atribuciones y funciones del Directorio	Definir y publicar facultades indelegables.	2	2	2	2	8	100
Dimensión del Directorio	Debe ser entre 7 y 9 miembros pudendos contemplar 11.	2	2	0	0	4	50
	Debe identificarse a Directores internos y externos	0	2	2	2	6	75
	Debe contemplar un mayor número de miembros externos	0	2	2	0	4	50
Categoría de los miembros del directorio	Definir condiciones para ser catalogado como Director independiente.	0	2	2	0	4	50
	Debe publicar la declaración de independencia	0	2	2	2	6	75
Conflictos de interés y Operaciones Vinculadas	Definir procedimientos para manejo de conflicto de intereses	2	2	2	2	8	100
	Definir políticas sobre operaciones con vinculadas	2	2	2	2	8	100
	El Ejecutivo Principal debe ser miembro del Directorio.	0	2	2	2	6	75
El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia	Definir la política de remuneración de la Alta Gerencia.	2	2	2	2	8	100
	Definir evaluaciones de desempeño del ejecutivo principal.	2	2	2	0	6	75
	Formar un comité de auditoría de mínimo 3 y máximo 5 Directores externos.	2	2	2	2	8	100
Comités del Directorio	Formar un comité de Nombramientos y Retribuciones de mínimo 3 y máximo 5 Directores externos.	2	2	2	2	8	100
	Formar un comité de Riesgos de mínimo 3 y máximo 5 Directores externos.	2	2	2	2	8	100
Puntaje Total		18	28	26	20	92	
Nivel de cumplimiento Total %		64%	100%	93%	71%		82%

En cuanto al primer lineamiento: “Atribuciones y Funciones del Directorio”. Esta se refiere principalmente a todas las actividades inherentes a sus funciones, que no son delegables, la recomendación que fueron mencionadas en el Código latinoamericano de Gobierno Corporativo fueron la de publicar y definir aquellas facultades. En tal sentido, en la Tabla 8 se presenta el resultado de los datos observados en los reportes recopilados de cada compañía. En tal sentido, de acuerdo con los datos publicados, se concluyó que las cuatro compañías estudiadas implementaron correctamente esta recomendación con lo cual el lineamiento cuenta con un nivel de cumplimiento del 100%.

Tabla 8

Atribuciones y Funciones del Directorio

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Atribuciones y funciones del Directorio	Definir y publicar facultades indelegables.	2	2	2	2	8	100%

En cuanto al lineamiento relacionado a la “Dimensión del Directorio”, según lo indicado en el Código Latinoamericano, el número de miembros es una característica crítica dado que un número reducido dificultaría la creación de comités y por el contrario un número excesivo impactaría en la efectividad de la gestión. Al respecto, la recomendación señala que el número de miembro puede variar entre siete y nueve integrantes, aunque contempla a 11 personas como válido.

En tal sentido, en la Tabla 9 se muestra lo obtenido de la información secundaria recolectada, la misma que evidenció que solo dos de las cuatro compañías analizadas cumplen con las recomendaciones dadas para este lineamiento, tomando igual grado calificación al considerar el número ideal de directores en su estructura de gobierno. Al respecto Latam reportó un número de Directores de nueve y lo publica en su memoria 2015. Del mismo modo, Avianca lo publica en su Informe Anual de Gobierno Corporativo con un

número de 11; siendo Aeroméxico y Copa los más alejados de las recomendaciones, reportando un número de 19 y 12 respectivamente (ver Apéndice C al F). Por lo antes expuesto, se observó que el nivel de cumplimiento de este lineamiento se encuentra en el 50%.

Tabla 9

Dimensión del Directorio

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Dimensión del Directorio	Debe ser entre 7 y 9 miembros pudiendo contemplar 11.	2	2	0	0	4	50%

Otro de los lineamientos observados fue el que corresponde a la categoría de los miembros del Directorio, sobre el cual se refieren cuatro prácticas recomendadas tales como: (a) identificar a Directores internos y externos, (b) contemplar un mayor número de externos, (c) publicar la declaración de independencia, y (d) definir procedimientos para manejo de conflicto de intereses.

Al respecto, en la Tabla 10, se describe el nivel de cumplimiento para cada una de las recomendaciones. En ese sentido se observó, que de las cuatro recomendaciones relacionadas para este lineamiento solo dos obtuvieron el puntaje más alto (pero no el óptimo) llegando a un nivel de cumplimiento de 75%. Con ello se evidenció que tanto la identificación de Directores internos y externos, así como la publicación de la declaración de independencia de los mismos, corresponden ser prácticas más seguidas. En cuanto al detalle por compañía cabe precisar que la aerolínea Latam, no evidenció, dentro de la información revisada, el seguimiento de ninguna de las recomendaciones por lo que su nivel de cumplimiento fue 0%. En términos generales de acuerdo a lo observado las cuatro compañías analizadas otorgaron mayor importancia a dos de las recomendaciones. Por otro lado, la calificación máxima obtenida en el caso de Aeroméxico se debe a tienen claramente normado sus estatutos, los

mismos que son publicados dentro de su página web Corporativa (ver Apéndice E). Por su parte, Avianca lo evidenció en su publicación del informe anual de Gobierno Corporativo (ver Apéndice F). De esta manera, se pudo concluir que estas prácticas constituyen una mejor posición a nivel de credibilidad y transparencia en lo que corresponde a la gestión y control de la organización a través de este órgano de gobierno.

Tabla 10

La Categoría de los Miembros del Directorio

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Categoría de los miembros del directorio	Debe identificarse a Directores internos y externos	0	2	2	2	6	75%
	Debe contemplar un mayor número de miembros externos	0	2	2	0	4	50%
	Definir condiciones para ser catalogado como Director independiente.	0	2	2	0	4	50%
	Debe publicar la declaración de independencia	0	2	2	2	6	75%

De acuerdo a lo indicado en capítulos anteriores, en las organizaciones existe la probabilidad de que en el transcurso de sus operaciones se presenten situaciones en las que se produzca un conflicto de interés tanto con un Director o algún miembro de la alta Gerencia. En este sentido, dentro de los lineamientos de prácticas de Gobierno Corporativo, el Código Latinoamericano contempló incorporar lineamientos y recomendaciones para mitigar dichas situaciones. Al respecto, de acuerdo a la data secundaria recopilada de las cuatro aerolíneas analizadas, en la Tabla 11, se observa que las dos prácticas recomendadas que hacen referencia a definir políticas y procedimientos para el manejo de conflictos e intereses del personal, así como el correspondiente a operaciones con vinculadas, obtuvieron el máximo puntaje en cuanto a niveles de cumplimiento para las cuatro compañías en revisión. Este hallazgo evidencia que las empresas del sector aéreo consideraron importante establecer

buenas prácticas con el fin de identificar circunstancias que puedan acarrear conflictos de interés en perjuicio del bien común a la organización por lo cual el nivel de cumplimiento es el 100%.

Tabla 11

Conflictos de Interés y Operaciones Vinculadas

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Conflictos de interés y Operaciones Vinculadas	Definir procedimientos para manejo de conflicto de intereses	2	2	2	2	8	100%
	Definir políticas sobre operaciones con vinculadas	2	2	2	2	8	100%

Según lo indicado en los lineamientos del código de Gobierno Corporativo publicados por la Corporación Andina de Fomento, una organización que tenga contemplada en su estrategia el establecer prácticas de buen Gobierno Corporativo, se exige en implementar una separación entre la administración (respaldada por el Directorio) y su gestión ordinaria (a cargo de la alta gerencia con liderazgo en el ejecutivo Principal). En consecuencia, se infiere que la política del Directorio debe ser la de delegar para luego ejercer control y vigilancia.

Al respecto, en la Tabla 12, se describe el nivel de cumplimiento del lineamiento referido al Ejecutivo Principal y la alta Gerencia, sobre el cual se observaron tres recomendaciones consideradas en el código, las mismas que fueron calificadas respecto al nivel de cumplimiento. En ese sentido, se observó que solo una de las tres recomendaciones relacionadas para este lineamiento obtuvo el puntaje máximo. En tal sentido, se infirió que para las aerolíneas estudiadas, el definir la política de remuneración de la Alta Gerencia corresponde una actividad básica para garantizar el correcto desempeño del ejecutivo principal y la alta gerencia. Asimismo en términos generales, se observó que solo dos de las cuatro compañías analizadas implementaron al 100% las recomendaciones Latam reportó no haber incluido al ejecutivo principal como miembro del Directorio, por lo que no garantiza

que mantenga cercanía y conocimiento por parte de este sobre los asuntos de la compañía. Por otro lado, Copa no evidencia en sus reportes una clara política de evaluación de desempeño del ejecutivo principal (ver Apéndice C y F). Adicionalmente se puede observar que las compañías reconocen enfatizar en el Directorio funciones de carácter más estratégicos, delegando al equipo gerencial funciones de gestión ordinaria.

Tabla 12

El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia	El Ejecutivo Principal debe ser miembro del Directorio.	0	2	2	2	6	75%
	Definir la política de remuneración de la Alta Gerencia.	2	2	2	2	8	100%
	Definir evaluaciones de desempeño del ejecutivo principal.	2	2	2	0	6	75%

En cuanto a los comités especializados formados en las organizaciones, estos ofrecen apoyo y están facultados para elevar propuestas al Directorio. En ese sentido, tal como se presenta en la Tabla 13, el Código Latinoamericano recomienda formar mínimo tres comités que deben encargarse de administrar riesgos, las remuneraciones y compensaciones así como de los procesos relacionados a auditorías. Al respecto, se observó que las cuatro compañías analizadas obtuvieron el mayor puntaje, dado que pusieron especial énfasis no solo en la creación de dichos comités si no que cumplieron con el número y características específicas de sus miembros con lo cual se logró el nivel óptimo de cumplimiento.

En este sentido, luego de haber detallado y descrito por separado cada uno de los seis lineamientos así como sus respectivas recomendaciones para su seguimiento, referidos al área Directorio, se pudo observar que Avianca obtuvo el puntaje máximo en cuanto al cumplimiento de las recomendaciones, alcanzando así el de nivel óptimo. Seguida por

Aeroméxico que solo dejó de evidenciar la práctica de una recomendación relacionada al número de integrantes.

Tabla 13

Comités del Directorio

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Comités del Directorio	Formar un comité de auditoría de mínimo 3 y máximo 5 Directores externos.	2	2	2	2	8	100%
	Formar un comité de Nombramientos y Retribuciones de mínimo 3 y máximo 5 Directores externos.	2	2	2	2	8	100%
	Formar un comité de Riesgos de mínimo 3 y máximo 5 Directores externos.	2	2	2	2	8	100%

Al visualizar la Tabla 7 mostrada previamente a manera de resumen, se pudo corroborar los puntajes obtenidos por la aerolínea Avianca quien alcanzó el máximo con un nivel de cumplimiento del 78%, seguida de la empresa Aeroméxico con una puntuación de 26 que representa el 72% de implementación. Luego, se encuentra Copa con un puntaje de 20, que representa el 56%, y finalmente, se encuentra Latam con 28 puntos que representa el 50% de cumplimiento. En tal sentido, del análisis, se evidenció que las empresas consideraron el área del Directorio relevante y buscaron implementar sus lineamientos asociados a través del seguimiento de las recomendaciones. Por lo que se alcanzó el 82% de nivel de cumplimiento. La desviación con relación al nivel óptimo se explica porque solo se obtuvo un 50% de cumplimiento en dos de las recomendaciones las cuales fueron las relacionadas a Dimensión del Directorio, Cantidad de Directores externos y las Definiciones específicas para catalogar a un director como independiente.

En tal sentido respecto al nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en cuanto al Directorio, el resultado sugirió que en las compañías aéreas

analizadas, el nivel de cumplimiento se encuentra desarrollado al 82% y el grado de importancia que esta área obtiene se explica sobre la base de que las compañías aéreas, el entendimiento de un buen Gobierno Corporativo, sobresale al mantener en su estructura organizativa un órgano de Gobierno como el Directorio, con características definidas y una dimensión acorde con sus necesidades para el desempeño de las funciones que se a ellos le son delegadas.

Área IV: Arquitectura de control. En cuanto al área relacionada al control, como se había comentado en los primeros capítulos, esta toma relevancia a consecuencia de los cambios abruptos en las normas en la búsqueda de garantizar el correcto funcionamiento de la organización y que involucra al Directorio, la alta gerencia y los empleados. En este sentido para analizar el nivel de cumplimiento de esta área, se describió el lineamiento referido a la Gestión de Riesgos y Sistema de Control Interno, así como se buscó encontrar en los datos recolectados el cumplimiento de las recomendaciones referidas a este lineamiento. Asimismo, en cuanto a la gestión de riesgos, este lineamiento contempla seis prácticas recomendadas para la conformación de un adecuado mapa de riesgos el cual que deberá estar supervisado por el Directorio. Al respecto, se puede observar en la tabla 14, que de las seis recomendaciones cinco de ellas fueron tomadas en consideración por las cuatro aerolíneas analizadas, con un nivel de cumplimiento del 100%, encontrándose que la recomendación relacionada a la definir políticas de administración alcanzó el 75% de cumplimiento.

Las cuatro compañías cumplen con estas recomendaciones, sin embargo solo una de ellas obtuvo el 75% de nivel de cumplimiento (Copa), mientras que las demás llegaron al 100%. En este sentido, Latam, Avianca y Aeroméxico fueron las tres empresas que presentaron mejor gestión sobre los riesgos, sobre las cuales los directivos ejecutaron una supervisión y actualización del mapa de riesgo. Asimismo, recomendaron el nombramiento de la gerencia de riesgo con la finalidad de mantener una adecuada gestión, sin dejar de ser la

alta gerencia la responsable del proceso, tal información se evidenció en el caso de Latam en su respectiva memoria 2015. Avianca mantiene una comunicación al respecto y lo reporta en su Informe Anual de Gobierno Corporativo y de la misma forma Aeroméxico y Copa en sus respectivos informes anuales (ver Apéndices C al F).

Tabla 14

Gestión de Riesgos y el Sistema de Control Interno

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Gestión de riesgos y el sistema de control interno	Definir y gestionar un mapa de riesgos	2	2	2	2	8	100%
	Definir políticas de administración	2	2	2	0	6	75%
	Definir responsabilidad de la Alta Gerencia respecto a la gestión de riesgos.	2	2	2	2	8	100%
	Definir una Gerencia de Riesgos	2	2	2	2	8	100%
	Definir responsabilidad sobre Directorio respecto a la existencia de un sistema de control interno.	2	2	2	2	8	100%
	Establecer responsabilidad en el Directorio o Comité de auditoría respecto a la eficacia del sistema de control interno.	2	2	2	2	8	100%
Puntaje Total		12	12	12	10	46	
Nivel de cumplimiento Total %		100%	100%	100%	83%		96%

Por lo tanto, en función a la data recolectada por cada una de las empresas analizadas, se observó que dentro del sector aéreo latinoamericano se busca mantener una adecuada gestión de riesgos que se amparó en un sistema de control interno que contempló políticas y procedimientos que garanticen la fiabilidad de la información que llega al Directorio como a la Alta Gerencia.

En tal sentido, respecto al nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en cuanto a Arquitectura de Control, el resultado sugirió que en las compañías aéreas el nivel de cumplimiento del 96%, evidencia un desarrollo óptimo y el grado de importancia que esta obtiene se refleja en designar recursos para la evaluación y aseguramiento del cumplimiento de controles.

Área V: *Transparencia e Información Financiera y no Financiera.* Dentro de los conceptos abordados en capítulos anteriores, se mencionó la transparencia de la información, la cual es una condición fundamental para toda organización que incorpora dentro de sus estrategias buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Al respecto, la siguiente área hace referencia a dos lineamientos: (a) Estados Financieros e Información a los mercados, y (b) al Informe anual de Gobierno Corporativo. En ese sentido, se tomó en cuenta la información recolectada para evaluar y describir el nivel de cumplimiento de las prácticas recomendadas por el Código Latinoamericano.

El detalle de dichas recomendaciones mostradas en la Tabla 15 fueron calificadas en función a la evidencia presentada por cada una de las compañías. Se pudo notar que el 100% de las empresas aéreas estudiadas obtuvieron la puntuación máxima para el nivel de cumplimiento de los dos lineamientos y sus respectivas prácticas recomendadas. Por lo tanto, se evidencia la búsqueda de asegurar que los accionistas y otros grupos de interés se encuentren debidamente informados.

En tal sentido respecto al nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en cuanto a Transparencia e Información Financiera y no Financiera, el resultado sugirió que en las compañías aéreas el nivel de cumplimiento se encuentra desarrollado al 100% y el grado de importancia que esta obtiene se refleja en la búsqueda de la confianza. En tal sentido, esta evaluación permitió evidenciar que las empresas del sector aéreo latinoamericanas aplican buenas prácticas de Gobierno Corporativo e identifican que dichos

lineamientos representa un impacto directo en la generación de confianza hacia los usuarios de la información de su información.

Tabla 15

Estados Financieros, Información a los Mercados e Informe de Gobierno Corporativo

Lineamiento	Prácticas recomendadas	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
Estados Financieros e Información a los mercados	Establecer política de Revelación de Información.	2	2	2	2	8	100%
	Reportar Estados Financieros de acuerdo a los principios contables contenidos en las NIIF.	2	2	2	2	8	100%
	Elaborar informe explicativo sobre arquitectura de control	2	2	2	2	8	100%
	Elaborar informe sobre Gestión de Riesgos	2	2	2	2	8	100%
Informe anual de Gobierno Corporativo	Reportar Informe Anual de Gobierno Corporativo	2	2	2	2	8	100%
	Evaluar normas de Gobierno Corporativo	2	2	2	2	8	100%
Puntaje Total		12	12	12	12	48	
		100%	100%	100%	100%		100%

Finalmente, en la Tabla 16, se presenta a manera de resumen, los resultados obtenidos a nivel de las cinco áreas, para lo cual se realizó una descripción del nivel de cumplimiento de buenas prácticas analizadas en conjunto. Además se evidenció que el nivel de cumplimiento a nivel del sector aéreo fue del 86% dado que las compañías analizadas sumaron un puntaje total de 235 sobre los 272 consignados como el ideal. Asimismo se observó que dos de las empresas presentaron un nivel de cumplimiento al 94% de nivel de cumplimiento obteniendo un puntaje de 64 sobre un máximo de 68.

El sector evidenció un 100% de nivel de cumplimiento en las áreas que corresponden a la asamblea General de accionistas y la transparencia de información financiera y no financiera, así como en tres de los seis lineamientos que engloban el área correspondiente al

Directorio. Adicionalmente se pudo evidenciar que un mayor énfasis sobre la arquitectura de control, el cual se reflejó con un nivel de cumplimiento del 96% frente a las dos áreas restantes. En cuanto al área que si bien no obtuvo el máximo nivel de cumplimiento (69%) fue la de Derecho y Tratamiento equitativo de los Accionistas.

Tabla 16

Nivel de cumplimiento de Gobierno Corporativo

Áreas	Lineamiento	Latam	Avianca	Aeroméxico	Copa	Total	Nivel de cumplimiento Total %
I Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas	Fomento de la Participación e Información de los Accionistas	7	8	10	8	33	69%
II La Asamblea General de Accionistas	Función y Competencia	2	2	2	2	8	100%
	Reglamento de la Asamblea General de Accionistas	2	2	2	2	8	100%
	Atribuciones y funciones del Directorio	2	2	2	2	8	100%
	Dimensión del Directorio	2	2	0	0	4	50%
III Directorio	Categoría de los miembros del directorio	0	8	8	4	20	63%
	Conflictos de interés y Operaciones Vinculadas	4	4	4	4	16	100%
	El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia	4	6	6	4	20	83%
	Comités del Directorio	6	6	6	6	24	100%
IV Arquitectura de Control	Gestión de riesgos y el sistema de control interno	12	12	12	10	46	96%
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera	Estados Financieros e Información a los mercados	8	8	8	8	32	100%
	Informe anual de Gobierno Corporativo	4	4	4	4	16	100%
	Puntaje Total	53	64	64	54	235	
		78%	94%	94%	79%		86%

Considerando dichos resultados, se puede inferir que el trabajo desarrollado por los organismos regulatorios, así el impulso hacia una cultura cada vez más alineada con las iniciativas de buen Gobierno Corporativo, para el sector materia de estudios se encuentra en

un proceso de adopción con lo cual las prácticas de Gobierno Corporativo servirán de base para fortalecer sus órganos de dirección y control (asamblea de accionistas o propietario, directorio y gerencia). Finalmente, en la medida que se definan lineamientos claros entre los agentes que intervienen en un determinado mercado, dichas prácticas en gran medida elevan el nivel de transparencia de la información en general en tanto se rinda cuentas frente a grupos de interés para buscar producir valor a largo plazo.

4.3 Nivel de Desempeño Financiero de las Aerolíneas Latinoamericanas

Teniendo en cuenta uno de los objetivos secundarios propuestos en la presente investigación el cual fue describir el desempeño financiero de las aerolíneas latinoamericanas. El presente acápite mostró el resultado del cálculo de los indicadores financieros, los mismos que se obtuvieron sobre la base de la información secundaria recolectada.

Cabe indicar, que para definir en términos generales, cuándo un indicador refleja un escenario positivo, en función al ROA y ROE, los valores más elevados representan un mejor desempeño financiero. En ese sentido, se evidenció que el rendimiento sobre los activos (ROA) de las cuatro compañías estudiadas osciló entre el rango del 4% y 13%, siendo Aeroméxico la compañía que obtuvo el más alto indicador por lo que denota que es la compañía que está siendo más eficiente para generar rentabilidad en base a lo invertido.

En cuanto al rendimiento sobre el capital invertido (ROE), el rango del indicador estuvo entre el 15% y 28% y de igual manera la compañía que lidera es Aeroméxico. Por lo tanto, en base a lo observado y tomando en cuenta solo una apreciación exclusivamente de estos dos indicadores, se puede concluir que Aeroméxico fue la aerolínea que se mostró más eficiente en el periodo considerado en la presente investigación.

Por otro lado, con relación a la QTobin, este indicador refleja cómo el mercado premia a una compañía otorgándole un mayor valor a sus activos, el cual resulta de

compararlo con su valor inicial, es decir con el desembolso en el que se incurrió en el momento de su constitución o adquisición del activo. Por lo tanto, aquellas compañías con una QTobin mayor a 1 ($Q > 1$) representan una mejor alternativa de inversión para aquellos agentes económicos interesados en direccionar sus excedentes de efectivo. Al respecto se observó que el rango de este indicador calculado para las empresas estudiadas estuvo entre el rango de 0.27 y 1.22, siendo Aeroméxico, nuevamente la empresa que obtuvo el mejor indicador. En la Tabla 7 se presenta los resultados obtenidos para cada una de las compañías estudiadas en donde se corrobora lo descrito anteriormente.

Tabla 17

Desempeño Financiero de Aerolíneas Latinoamericanas

Aerolínea	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	10%	17%	0.76
Promedio	8%	19%	0.80

4.4 Relación entre Nivel de Cumplimiento de buenas Prácticas de Gobierno

Corporativo y el Desempeño Financiero

Con la finalidad de alcanzar el objetivo de investigación, el cual fue describir la relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño financiero que responde a la pregunta de investigación del presente estudio, se presentarán los resultados en las Tablas 18 a la Tabla 23.

En cuanto a la primera área descrita, relacionada con el derecho y tratamiento equitativo de los accionistas, y de acuerdo a lo expuesto en acápites anteriores, en la Tabla 18, se evidenció que las cuatro compañías implementaron prácticas de Gobierno, siendo Aeroméxico la que obtuvo el primer lugar con una calificación de 10 sobre un máximo de 12 puntos (puntuaciones que fueron presentadas en la Tabla 5), es decir un nivel de implementación del 100%. Tomando en cuenta el resultado del análisis de su desempeño

financiero, esta presentó los mejores indicadores evidenciando un ROA, ROE y Q Tobin de 13%, 28% y 1.22 respectivamente. En este sentido, si hubiera considerado, solo el caso de Aeroméxico, para inferir que el nivel de cumplimiento de buenas prácticas relacionada al tratamiento equitativo de los accionistas tiene relación positiva con un buen desempeño financiero, podría haber concluido en con un resultado positivo. Sin embargo fue necesario describir los escenarios para cada una de las empresas.

Al respecto se observó que se presentó el efecto contrario para la aerolínea Latam, porque obtuvo la menor puntuación para sus niveles de cumplimiento de buenas prácticas, así como los indicadores financieros más bajos en comparación con las cuatro empresas analizadas. Este sentido, podría considerar que el nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo para esta área, en Latam también mantuvo una relación directa con el desempeño de la misma pero con efectos negativos.

Sin embargo, tales relaciones no son tan claras en dos de las cuatro empresas analizadas (Avianca y Copa) aun cuando las dos presentan el mismo puntaje en relación al cumplimiento de buenas prácticas. El comportamiento de sus indicadores financieros no necesariamente están en la misma dirección, así se observó que en el caso de Copa para un nivel de cumplimiento del 67% (puntaje 8 de 12) de buenas prácticas el ROA solo se encuentra por debajo del líder en un 3% en y por encima del promedio de las cuatro empresas estudiadas del sector sin embargo, su ROE sí se encuentra alejado del líder, registrando una desviación de 11%. En el caso de Avianca, que obtuvo el mismo nivel de cumplimiento del 67% su ROA y ROE, las desviaciones observadas con relación al líder fueron más elevadas en el orden del 8% y 12% respectivamente. Al tomar en cuenta el comportamiento de la QTobin las brechas se acrecientan mucho más en comparación al líder y adicionalmente por hecho de estar por debajo de uno, ya se puede inferir que dichas empresas no fueron tan valoradas por el mercado.

En ese sentido, ante la pregunta ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto al derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas? Por lo antes descrito, sobre la base de cuatro compañías donde solo dos de ellas si muestran niveles de cumplimiento y desempeños altos y las dos restantes no de forma clara, resulta difícil concluir que un alto nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno en cuanto al Derecho y Tratamiento equitativo de los Accionistas sobre la base su lineamiento: Fomento de la Participación e Información de los Accionistas, presenta una relación clara y directa con el mejor o mal desempeño financiero en una organización.

Tabla 18

Derecho y Tratamiento Equitativo de los Accionistas y su Relación con el Desempeño Financiero

Aerolínea	Nivel de Cumplimiento (puntaje total)	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	7	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	8	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	10	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	8	10%	17%	0.76
Promedio		8%	19%	0.80

En cuanto a la segunda área, Asamblea General de accionistas, en la Tabla 19 se evidenció que las cuatro empresas implementaron prácticas de Gobierno en su nivel óptimo dado que cada una de ellas obtuvo el máximo puntaje de cuatro consignado para esta área, un nivel de implementación óptimo. En este sentido, tal y como se observó en el área I, Aeroméxico es la empresa que sí mantiene una relación. Sin embargo, al observar las demás compañías, y compararlas con sus resultados, que claramente marcaron la diferencia para el sector, se evidenció comportamientos que no fueron tan claros como para identificar una relación directa con los niveles de cumplimiento de buenas prácticas. Adicionalmente en cuanto a la QTobin, aun cuando tres de las cuatro empresas aéreas analizadas mantienen el

indicador por encima del promedio del sector, es decir, se evidencia que el mercado las ponderó positivamente, no alcanzan en términos financieros el ratio óptimo mayor a 1.

Ante la pregunta ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la competencia de la Asamblea General de Accionistas? tomando en cuenta lo descrito anteriormente, resulta poco factible inferir que el comportamiento, tanto de los niveles de cumplimiento de buenas prácticas respecto al área Asamblea General de Accionistas y sus lineamientos relacionados: Función y Competencia, así como Reglamento de la Asamblea General de Accionistas, y el desempeño financiero de las cuatro compañías evaluadas, establecen una relación positiva.

Tabla 19

La Asamblea General de Accionistas y su Relación con el Desempeño Financiero

Aerolínea	Nivel de Cumplimiento (puntaje total)	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	4	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	4	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	4	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	4	10%	17%	0.76
Promedio		8%	19%	0.80

Con relación al área del Directorio, en la Tabla 21, se observa que una de las cuatro empresas analizadas, Avianca, obtuvo una puntuación de 28 siendo este el máximo consignado para esta área en cuanto al nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno. Adicionalmente, en cuanto a sus indicadores financieros de la misma, se evidenció un ROA y ROE del 5% y 16% respectivamente y una QTobin de 0.93. En cuanto al ROA, con respecto a las demás empresas no evidencia el mayor valor y adicionalmente se encuentra por debajo del promedio, en lo que respecta al ROE, si bien no consigna un ratio desfavorable, dado que se encuentra con encima del promedio, resulta estar por debajo de la empresa líder en 12%. La QTobin mantuvo una desviación de solo 0.07 por debajo del ideal de acuerdo a

lineamientos netamente financieros (mayor a1) con lo cual se pudo inferir solo tomando en cuenta este indicador que podría haber una relación positiva.

En este sentido, según lo observado, y sobre la base de lo descrito en el párrafo anterior, se evidenció para el caso del Directorio, que no necesariamente aquella compañía con un nivel mayor de cumplimiento de prácticas de buen gobierno, reporta mejores ratios de desempeño. Sin embargo la segunda mejor empresa, Aeroméxico, que reportó un nivel de cumplimiento solo por debajo en dos puntos, sí presenta una relación positiva para los tres ratios calculados.

Adicionalmente, dada la importancia que a esta área le fue otorgada, se extrajo uno de los lineamientos, sobre el cual se evidenció un comportamiento particular. Así, se consideró el lineamiento relacionado a la Dimensión para el análisis en mención. Se relacionó, sobre la base de lo mostrado en las Tablas 9 y 17, el nivel de cumplimiento de las recomendaciones en cuanto a la cantidad de miembros establecidos como ideales para la conformación del Directorio que sólo fue tomado en cuenta por dos de las cuatro compañías evaluadas. Adicionalmente se evidenció, que una de las compañías que no cumplieron con la recomendación, precisamente es Aeroméxico (ver Tabla 20), la cual presentó los mejores niveles de desempeño. En este sentido, según lo descrito anteriormente, resulta inconsistente encontrar una relación directa y positiva entre el número de Directores y el desempeño financiero de una organización.

Tabla 20

Dimensión del Directorio y su Relación con el Desempeño Financiero

Aerolínea	Nivel de Cumplimiento (puntaje total)	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	2	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	2	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	0	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	0	10%	17%	0.76
Promedio		8%	19%	0.80

Ante la pregunta: ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto al Directorio? Tomando en cuenta que es el área con mayor cantidad de lineamientos evaluados y sobre el cual, según lo indicado en la Tabla 16, obtuvo nivel de implementación del 83% (una puntuación de 235 sobre un total de 272), se pudo inferir que sí se podría establecer una relación, la cual indique que a mayores niveles de implementación de buenas prácticas de Gobierno relacionadas al Directorio y sus lineamientos relacionados:

Atribuciones y funciones del Directorio, categoría de los miembros del directorio, Dimensión, Conflictos de interés y Operaciones Vinculadas, El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia y Comités del Directorio, se obtiene mejor desempeño financiero.

Tabla 21

Directorio y su Relación con el Desempeño Financiero

Aerolínea	Nivel de Cumplimiento (puntaje total)	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	18	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	28	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	26	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	20	10%	17%	0.76
Promedio		8%	19%	0.80

En cuanto a la Arquitectura de Control, en la Tabla 22, se evidenció que tres de las cuatro empresas analizadas obtuvieron el puntaje máximo de 12 consignado para esta área, con lo cual se consideraron con un nivel de cumplimiento óptimo. Sin embargo se observó que de estas tres aerolíneas solo una de ellas, Aeroméxico, presentó una correlación positiva entre el nivel de cumplimiento y el buen desempeño financiero. En cuanto a las otras dos empresas, Latam y Avianca, evidenciaron ROA y ROE por debajo del promedio calculado entre las cuatro aerolíneas. Adicionalmente la empresa que obtuvo la más baja puntuación presentó un comportamiento similar al de Latam y Avianca.

Tabla 22

Arquitectura de Control y su Relación con el Desempeño Financiero

Aerolínea	Nivel de Cumplimiento (puntaje total)	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	12	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	12	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	12	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	10	10%	17%	0.76
Promedio		8%	19%	0.80

Respecto la pregunta: ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la arquitectura de control? Según el resultado la empresa que presentó menor nivel de cumplimiento, Copa, evidenció de igual manera un desempeño financiero por debajo del promedio del sector. En este sentido, para esta área y en función a lo observado, resulta difícil encontrar una relación directa y positiva entre los niveles de cumplimiento y desempeño financiero en conjunto porque queda evidenciado en que sólo Aeroméxico se ajustaría. Sin embargo dado que los escenarios para las demás compañías tuvieron comportamientos distintos y particulares, no queda clara tal relación.

Finalmente, en relación a la quinta área que hace mención a la transparencia de la información financiera y no financiera, y ante la pregunta: ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la transparencia e información financiera y no financiera?, en la Tabla 23, el resultado sugirió que las cuatro compañías estudiadas pusieron especial énfasis en esta área obteniendo el máximo puntaje en lo que se respecta al nivel de cumplimiento de buenas prácticas. Adicionalmente se pudo observar que solo una de las compañías mantiene una correlación directa la cual mostró un desempeño eficiente, Aeroméxico, con un nivel de cumplimiento del 100% reportó ROA de 13%, ROE de 28% y

una $QT > 1$. Sin embargo tomando como referencia los indicadores financieros promedio del sector, se observó que dos de las cuatro empresas reportaron ROA por encima del promedio del sector, una con relación al ROE finalmente al respecto de la QT Tobin, solo una estuvo por encima de 1.

Tabla 23

Transparencia e Información Financiera y No Financiera y su Relación con el Desempeño Financiero

Aerolínea	Nivel de Cumplimiento (puntaje total)	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	12	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	12	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	12	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	12	10%	17%	0.76
Promedio		8%	19%	0.80

En la Tabla 24 se mostró, a manera de resumen, todos los resultados obtenidos en cuanto a los puntajes totales en cada área, como base para el seguimiento de Buenas Prácticas de Gobierno, los mismos que fueron contrastados con cada uno de los tres indicadores financieros seleccionados para realizar la lectura del desempeño de cada una de las empresas materia de estudio.

Tabla 24

Nivel de Cumplimiento de Gobierno Corporativo y Desempeño Financiero de Aerolíneas

Aerolínea	Nivel de Cumplimiento (puntaje total)	ROA	ROE	Q Tobin
LATAM Airlines Group	53	4%	15%	0.27
Avianca Holdings S.A	64	5%	16%	0.93
Aerovías de México S.A. de C.V.	64	13%	28%	1.22
Copa Holdings, S.A.	54	10%	17%	0.76
Promedio		8%	19%	0.80

En este sentido se evidenció que sólo una de las empresas, Aeroméxico, corrobora que a mayor nivel de cumplimiento de buenas prácticas (94%), el desempeño financiero es mejor tomando en cuenta los indicadores ROA y ROE, adicionalmente es considerada la más atractiva para potenciales inversiones dado que al mantener una QTobin >1 el mercado pondera positivamente el valor de la misma.

Sin embargo aun cuando la empresa Avianca, que obtuvo el mismo nivel de cumplimiento, sí tuvo el más bajo ROA, en comparación con las demás empresas analizadas, adicionalmente, su ROE si bien no es el más bajo pero se encuentra debajo del promedio determinado en base a las cuatro empresas del sector, finalmente en cuanto a la QTobin, el cual evidencio un resultado de 0.93, este no resulta ser tan malo dado que la desviación con respecto al ideal solo fue de 0.07, en este sentido tiene asilando solo este indicador, su desempeño financiero podría no ser castigado o subvaluado dado que su QTobin se acerca a un poco más a la unidad.

Finalmente, las otras dos compañías estudiadas, Copa y Latam, obtuvieron puntajes de 54 y 53 respectivamente, es decir evidenciaron un nivel de cumplimiento del 79% y 78%, los cuales no necesariamente fueron considerados como desfavorables, el comportamiento de sus indicadores financieros, no son homogéneos, así se evidenció que, la compañía Copa solo tuvo una desviación del 3% con relación a la empresa que lidera, sin embargo en cuanto al ROE, aun cuando no es considerado malo en términos financieros, evidenció una brecha muy alta con respecto al líder (-11%). Del mismo modo al tomar en cuenta la QTobin, si bien no se aleja tanto del ratio óptimo (1) con una brecha de 0.24, no queda evidencia que el mercado pondere o premie otorgándole una sobre valoración a la misma. Por otro lado Latam, que solo obtuvo un punto por debajo de Copa, evidenció los indicadores más bajos en comparación a otras tres empresas evaluadas.

En este sentido, en línea con el objetivo de la investigación y en cuanto a la pregunta principal: ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el desempeño financiero en aerolíneas latinoamericanas en el año 2015?, el resultado sugirió que sólo en una de las compañías objeto de estudio, Aeroméxico, se evidenció que a mayor nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo, existió en el mismo sentido un mayor nivel de desempeño financiero en términos de ROA, ROE y QTobin. De igual forma, tomando en cuenta por lo descrito en acápites anteriores, no resulta fácil extrapolar dicho resultado a todas las empresas del sector aéreo en Latinoamérica, por lo que la conclusión del presente estudio servirá como material que podría ser aplicado en investigaciones futuras de tengan como propósito ahondar en el tema.

4.5 Resumen

Los resultados obtenidos en el presente trabajo de investigación, descritos en el presente capítulo, están de acuerdo al objetivo y preguntas de investigación. Con el propósito de cuantificar los niveles de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo, se tomó como base de referencia el Código Latinoamericano publicado por la Corporación Andina de Fomento (CAF) y a fin de facilitar la cuantificación del nivel de cumplimiento se definió un criterio de puntuación, el cual presenta valores de 0 a 2 cuales se describió detalladamente, de esta manera y los indicadores financieros usados para dar lectura al desempeño financiero de las compañías fueron el denominado ROA, ROE y QTobin.

En cuanto al Derecho y Tratamiento equitativo de los Accionistas, las empresas del sector aéreo latinoamericanas, obtuvieron un nivel de cumplimiento que se encuentra desarrollado en promedio al 69%. Con respecto a la Asamblea General de Accionistas, se observó el máximo nivel de implementación, 100%. Asimismo, en cuanto al Directorio, se observó un cumplimiento de 82%. Por otro lado, en cuanto a Arquitectura de Control fue 96%, y finalmente en lo que respecta a la Transparencia e Información Financiera y no

Financiera, llegó a 100%. En tal sentido, el nivel de implementación de todas las áreas descritas anteriormente, vista en su conjunto, fue del 86% dado que las aerolíneas analizadas sumaron un puntaje total de 235 sobre los 272 consignados como el ideal.

En cuanto al desempeño financiero, se evidenció que el rendimiento sobre los activos (ROA) de las cuatro compañías estudiadas osciló entre el rango del 4% y 13%, en cuanto al rendimiento sobre el capital invertido (ROE), el rango del indicador estuvo entre el 15% y 28%, asimismo la Qtobin, estuvo entre el rango de 0.27 y 1.22. La aerolínea que destacó en base a los tres indicadores fue Aeroméxico.

Finalmente, de acuerdo a los resultados obtenidos sólo para la aerolínea Aeroméxico, se pudo evidenciar que a mayor nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo, se presentó paralelamente un buen desempeño financiero, según los indicadores ROA, ROE y Qtobin. En este sentido se consideró que dado que sólo una de las cuatro compañías analizadas, responden a la pregunta de investigación, resulta difícil generalizar el resultado para todo el sector aéreo en Latinoamérica, sin embargo se consideró que el presente estudio contribuirá como material previo para ser usado en futuras investigaciones.

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

5.1 Conclusiones

Haciendo uso del enfoque cuantitativo y bajo un alcance descriptivo, el presente estudio ha buscado responder a las siguientes preguntas de investigación las cuales fueron tomadas como referencia para describir la posible existencia de una relación entre Gobierno Corporativo y Desempeño Financiero en empresas del sector aéreo en Latinoamérica en el año 2015: ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto al derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas?, ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la competencia de la Asamblea General de Accionistas?, ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto al Directorio?, ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la arquitectura de control?, ¿Cuál fue la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas en cuanto a la transparencia e información financiera y no financiera? Estas preguntas de investigación, sirvieron para alcanzar el objetivo principal de la investigación que fue describir la posible relación entre el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y el Desempeño Financiero en aerolíneas Latinoamericanas en el año 2015.

Sobre los resultados de la investigación, se podría decir que las empresas aéreas de Latinoamérica, presentaron un alto nivel de cumplimiento, para cada una de las áreas base para la implementación de prácticas de Gobierno Corporativo: (a) Derecho y tratamiento

equitativo de los Accionistas, (b) La Asamblea General de Accionistas, (c) Directorio, (d) Arquitectura de Control, y (e) Transparencia e Información Financiera y no Financiera,

Asimismo, el presente estudio describió que las compañías aéreas tienen una acercamiento hacia buenas prácticas de Gobierno Corporativo: En relación al tratamiento equitativo de los Accionistas mostrando un nivel de cumplimiento del 69%, al respecto de la Asamblea General de Accionistas, el nivel de cumplimiento fue del 100%, para el caso del Directorio se mostró un nivel de implementación del 82%, en cuanto la Arquitectura de Control, el nivel de cumplimiento fue del 96%, y finalmente a cerca de la Transparencia e Información Financiera y no Financiera, tuvo un nivel de implementación del 100%.

El estudio describió que las recomendaciones hacia buenas prácticas de Gobierno Corporativo implementadas por las compañías aéreas de Latinoamérica, respecto al Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas podría ser una especial preocupación hacia el reconocimiento de la premisa de que no es posible gobernar y dirigir una organización sin la existencia de una comunicación plena y fluida entre los miembros del directorio y el conjunto de accionistas.

Se describió que las acciones tomadas en cuenta por las aerolíneas latinoamericanas en cuanto a La Asamblea General de Accionistas, podrían ser de especial interés hacia la implementación y reconocimiento de la institucionalidad de los órganos de gobierno, a través de la aprobación del cumplimiento de las normas, que en su mayoría, se encuentran listadas en los códigos estatutarios de las mismas.

El estudio también describió que en cuanto al Directorio, las aerolíneas latinoamericanas reconocen en la implementación de buenas prácticas de Gobierno, una contribución al orden y regulación de la organización, así como el fomento de la protección de los intereses de los accionistas. Asimismo, un equipo de Directores independientes, podría

contribuir a fortalecer a las empresas del sector en organizaciones transparentes, y supervisar a la administración de la compañía, agregando valor a las decisiones estratégicas.

En cuanto Arquitectura de Control, la investigación describió que las aerolíneas latinoamericanas estarían otorgando un grado de importancia a la implementación de esta práctica, así como tomando especial preocupación por designar recursos para el diseño e implementación de controles, los cuales garantizan un adecuado ambiente de control.

Adicionalmente, el estudio describió que la Transparencia e Información Financiera y no Financiera, en las empresas del sector aéreo de Latinoamérica, se podría considerar como una condición fundamental e incluirla dentro de sus estrategias con el objetivo de generar confianza ante sus grupos de interés, por lo tanto el grado de relevancia que esta área adquiere en el sector podría contribuir a la generación de un determinado juicio para la toma de decisiones.

Los resultados de la investigación descritos sobre el nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo (basadas en las cinco áreas antes mencionadas), para el sector aéreo en Latinoamérica (representado en el presente estudio por cuatro aerolíneas) expresaron un nivel de 86% de cumplimiento. En este sentido, en términos de gobernanza, se podría decir que los accionistas e inversionistas encuentran que un alto nivel de seguimiento y cumplimiento de los lineamientos y recomendaciones de buenas prácticas de Gobierno Corporativo (sobre la base del Código Latinoamericano), protegen sus intereses en tanto a conflictos con la ética, además de mitigar, entre otras amenazas que afecten a la credibilidad de las empresas del sector aéreo, y así evitar poner el peligro el desempeño financiero de la empresa.

En términos de desempeño financiero, los indicadores o ratios más importantes son los denominados: rendimiento sobre los activos (ROA), rendimiento sobre la inversión (ROE) y QTobin. La lectura sobre porcentajes altos tanto para el ROA como el ROE, otorga

un mejor desempeño. Asimismo, en lo que respecta a una QTobin mayor a 1, otorga una mejor valorización a las compañías.

La investigación describió razonables niveles de desempeño financiero de las cuatro aerolíneas latinoamericanas, en términos de los principales indicadores o ratios, sin embargo no son homogéneos, observándose niveles de ente 4% y 10% para (ROA), 15% y 28% para el rendimiento sobre la inversión (ROE) y entre 0.27 y 1.22 para QTobin respectivamente.

El estudio describió los resultados obtenidos en cada uno de los tableros de control, los cuales presentaron los niveles de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo y los indicadores financieros obtenidos de cada una de las empresas aéreas latinoamericanas. Estos mostraron indicios de que el cumplimiento de buenas prácticas de gobierno posiblemente se relaciona con el desempeño financiero en las aerolíneas latinoamericanas. En otras palabras parece ser que las prácticas de buen gobierno corporativo en su conjunto, constituyen un factor dentro de la determinación del desempeño financiero.

Las conclusiones a nivel de la muestra son las siguientes:

Los resultados de los tableros descritos, sugieren respecto a la implementación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo desarrolladas por las cuatro aerolíneas que al parecer, es posible que existe una relación positiva entre los niveles de implementación de buenas prácticas y el desempeño financiero de las mismas, por lo mostrado en la aerolínea Aeroméxico, la cual obtuvo la mejor calificación en cuanto a niveles de cumplimiento con un 94% y reportó los mejores índices de empeño: rendimiento sobre los activos (ROA) de 13%, rendimiento sobre la inversión (ROE) de 28% y QTobin de 1.22 respectivamente.

Sobre los resultados de los tableros descritos, pareciera que la aerolínea Avianca, aún cuando también presentó el más alto nivel de cumplimiento, no muestra altos resultados en todos sus indicadores de desempeño: rendimiento sobre los activos (ROA) de 5%, rendimiento sobre la inversión (ROE) de 16% y QTobin de 0.93 respectivamente. Pareciera

que los niveles de cumplimiento de buenas prácticas, solo impactaron positivamente en dos de sus indicadores, al ser uno de ellos el ROE por no ser tan bajo con relación a las demás aerolíneas y la QTobin por estar cerca al ideal de 1.

En términos financieros, respecto a la QTobin, las dos compañías con el mayor nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo fueron, Aeroméxico y Avianca las mismas que mostraron los más altos ratios: 1.22 y 0.93 respectivamente. Podría decirse que al enfocarse solo a este indicador, el cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo podría tener un impacto positivo en el desempeño financiero de dos de las cuatro compañías evaluadas.

Finalmente, se podría decir que en el caso particular de la aerolínea Latam, para la cual se describió el menor nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo y los indicadores más bajos de desempeño, pareciera existir una relación positiva entre los niveles de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo (53%) y el desempeño financiero de la misma: rendimiento sobre los activos (ROA) de 4%, rendimiento sobre la inversión (ROE) de 15% y QTobin de 0.27 respectivamente.

5.2 Recomendaciones

En relación con los resultados del estudio, se presentan las siguientes recomendaciones:

5.2.1 Recomendaciones prácticas

Se recomienda que las compañías desarrollen y establezcan medios para trabajar en una armonización u homologación de lineamientos y recomendaciones específicas para el sector aéreo, la misma que deben abordando todos los temas relevantes contenidos en el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo.

Se recomienda que las compañías conformen asociaciones integradas por todas las aerolíneas constituidas en Latinoamérica incluyendo a todas aquellas que no cotizan sus acciones en las principales Bolsas de Valores.

Se recomienda, las empresas definan reportes homogéneos que contemplen los niveles de implementación de prácticas de Gobierno Corporativo y expongan de manera explícita, las estrategias empresariales relacionadas con las mismas en las empresas del sector aéreo.

Se recomienda que las compañías definan y oficialicen un índice de cumplimiento de buen Gobierno Corporativo para el sector aéreo latinoamericano.

Se recomienda que las empresas establezcan un organismo competente y debidamente especializado en la industria, para que cumpla las veces de regulador y certifique índices de medición o calificación sobre el nivel de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo.

Se recomienda que las compañías requieran incorporar en los informes oficiales de las principales calificadoras de riesgo, los niveles de cumplimiento de prácticas de Gobierno Corporativo y considerar ambas variables en la calificación final e riesgo en el proceso de análisis de inversión y/o financiamiento.

Se recomienda que las compañías establezcan e impulsen principios, para el sector aéreo en Latinoamérica, que contemplen una perspectiva de consenso al respecto del funcionamiento del buen gobierno corporativo a nivel mundial.

Se recomienda que las compañías, redefinan sus presupuestos y elaboren un plan de gestión de indicadores de medición de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en cuanto a la Transparencia e Información Financiera y No Financiera y su Relación con el Desempeño Financiero.

Se recomienda que las compañías, definan mesas de trabajo para el monitoreo del avance en la implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo, así como evaluar la calidad de las prácticas de las mismas.

5.2.2 Recomendaciones teóricas para futuras investigaciones

Sobre las delimitaciones inherentes al presente estudio las mismas que hacen referencia a que solo se desarrolló para compañías aéreas latinoamericanas y al tamaño de la muestra la cual fue muy reducida, algunas recomendaciones para futuras investigaciones se derivan de las mismas.

En este sentido, se recomienda ampliar el ámbito de estudio hacia toda América con la finalidad de evaluar información de una mayor cantidad de aerolíneas. Asimismo resultaría interesante hacer un estudio comparativo entre países de economías desarrolladas y los de economías emergentes.

Se recomienda, también realizar investigaciones para evaluar las diferencias que podrían presentarse en términos de eficiencia financiera entre aerolíneas que implementaron y mantienen niveles de cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y las que no implementan dichas prácticas.

En futuras investigaciones se recomienda aplicar métodos estadísticos que establezcan la necesidad de realizar un muestreo probabilístico de manera que se incluya en la investigación a compañías aéreas que operan en toda América.

Se recomienda ampliar las fuentes de información hacia las denominadas de naturaleza primaria. En este sentido utilizar un instrumento de recolección de datos tal como la encuesta con la finalidad de aplicarla no solo los altos ejecutivos de las compañías, sino también a los colaboradores de las mismas. Adicionalmente, complementar información con un número considerable de entrevistas a expertos en temas de Gobierno Corporativo.

Finalmente, resultaría también interesante para próximos estudios seguir un diseño de tipo No experimental longitudinal o evolutivo para explorar acerca de cómo los cambios en normas o lineamientos de prácticas de Gobierno Corporativo y sus niveles de cumplimiento impactan en el desempeño financiero de las empresas aéreas comparándolo en cada periodo de estudio.

Referencias

- Alonso, M. (2007). *El Gobierno Corporativo Electrónico. Análisis desde el enfoque de confianza*. Madrid. España: Visión Libros
- Arrús, O. (2015). *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica* (4ta ed.). Madrid. España: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores.
- Astorga, C. (2003). *Gobierno Corporativo como instrumento de creación de valor*. (Tesis, Universidad de Chile, Santiago de Chile, Chile). Recuperado de http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2003/astorga_c/sources/astorga_c.pdf
- Bastidas, C. (2007). *El caso Enron, principales aspectos contables, de auditoria y de gobierno corporativo*. Santiago, Chile: Ril Editores.
- Benavides, F., & Barona, B. (2010). *Historia del Gobierno Corporativo. Superintendencia de Sociedades*. Bogotá, Colombia Recuperado de <http://www.supersociedades.gov.co/inspeccion-vigilancia-y-control/asuntosdeinteres/gobierno-corporativo-y-rse/documentos/Paginas/default.aspx>
- Canals, J. (2004). Pautas del buen gobierno en los consejos de administración. *Universia Business Review*, 18-27. Recuperado de <https://ubr.universia.net/index.php/ubr/article/view/475/pautas-gobierno-consejos-administracion>.
- Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. *Contaduría Y Administración*, 59137-164. doi:10.1016/S0186-1042(14)71268-9
- Corporación Andina de Fomento [CAF]. (2013). *Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo* (3a ed.). Recuperado de http://publicaciones.caf.com/media/25389/lineamientos_codigo_latinoamericano.pdf

- Chari, L. (2009). Measuring value enhancement through economic value added: Recuperado de literature IUP. *Journal of Applied Finance*, 15(9), 46–62.
- CopaAirlines (2015). *Reporte anual Copa*. Recuperado de <http://investor.shareholder.com/copa/annuals.cfm>
- Corporación Financiera Internacional [CFI]. (2010). *Guía práctica de Gobierno Corporativo experiencias del círculo de empresas de la mesa redonda Latinoamericana*. Washington, DC Estados Unidos de América. Recuperado de http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/b2804600485830dc8831e9fc046daa89/Spanish_full_no_links.pdf?MOD=AJPERES
- Cruz, G. (2004). Consejo Corporativo de Alta Efectividad. *Boletín Internacional Deoitte México*. Recuperado de http://www.deloitte.com.mx/boletin_clientes/boletin_gobierno_corporativo/Marzo_boletin_GC_Docum_Analisis.htm
- Domínguez, A., Vives, F., Rodríguez, S., & Tapias, A. (2007). *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica* (4ta ed.). Madrid, España: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. Recuperado de http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Enrione, A. (2014). *Directorio y Gobierno Corporativo. El desafío de agregar valor en forma sostenida* (2era ed.). Santiago de Chile, Chile: Editorial Valente.
- Ernst & Young. (2011). *Trends in airline governance, management structures and mandates*. Recuperado de http://www.iaaia.com/PDF/ent_trends_in_airline_governance_at_14-06-11.pdf
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political economy*, 88(2), 288-307. Recuperado de

[https://business.illinois.edu/josephm/BA549_Fall%202010/Session%205/Fama%20\(1980\).pdf](https://business.illinois.edu/josephm/BA549_Fall%202010/Session%205/Fama%20(1980).pdf)

Fernández, M., Muñoz, M., Rivera, J., & Ferrero, I. (2010). *El gobierno corporativo como motor de la responsabilidad social corporativa*. Castello de la Palma, España: Publicación de la Universidad de Jaume.

Fernández, P., & Pértegas, D. (2002). *Investigación cuantitativa y cualitativa*, 1(9); 1-4.

Ganga, F., & Vera, J. (2008). *El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos*. Recuperado de

<http://www.scielo.org.co/pdf/cadm/v21n35/v21n35a05.pdf>

Guitman, L. (2009). *Fundamentos de inversiones* (10a ed.). México DF, México: Person Educación.

Gómez, M. (2006). *Introducción a la metodología de la investigación científica*. Córdoba, Argentina: Editorial Brujas.

Guajardo, G. (2008). *Contabilidad financiera* (5era ed.). México DF, México: McGraw-Hill.

Gregory, H. (2007). *International comparison of selected corporate governance guidelines and codes of best practice*. New York: Weil, Gotshal and Manges.

Grupo AeroMéxico (2015). Reporte anual Aeroméxico. Recuperado de

<https://aeromexico.com/export/sites/default/es/descargas/inversionistas/Reporte-Anual-AM-2015-Website.pdf>

Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, L. (2014). *Metodología de la investigación* (6ta ed.). México D.F., México: McGraw – Hill.

Hopt, K. (2012). Gobierno Corporativo: un debate nacional e internacional. *Revista Ius et veritas*, 22(45), 96-119. Recuperado de

<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/11992/12560>

- Hurtado, J. (2000). *Metodología de la investigación holística*. Caracas, Venezuela. Fundación Sypa.
- Jordá, R., & Navarro, L. (2015). *Mejora de Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*. Madrid, España: Editorial Dykinson.
- Kerlinger, F. N., & Lee, H. B. (2002). *Investigación del comportamiento: Métodos de investigación en ciencias sociales* (4ta ed.). México D.F., México: McGraw Hill.
- Koller, T. (1994). What is value-based management? *McKinsey Quarterly*, (3), 87–101.
Recuperado de <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and->
- Landeau, R. (2007). *Elaboración de trabajos de investigación*. Caracas, Venezuela. Editorial alfa.
- Lefort, F. (2003). Gobierno corporativo: ¿qué es? Y ¿cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía*, 10(120), 207-237.
- Machuga, S., & Teitel, K. (2009). *The effects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on Earnings Quality*. The College of the Holy Cross, Worcester, Massachusetts, pp 22- 35.
- McKinsey & Company (2007). *Potenciando el Gobierno Corporativo en las empresas en Chile*. Santiago de Chile. Recuperado de <http://docplayer.es/4592614-Potenciando-el-gobierno-corporativo-de-las-empresas-en-chile.html>
- Memoria Anual Latam (2015). Recuperado de <http://memoria2015.marketinglatam.net/?lang=es>
- Méndez, J., & Rivera, H. (2015). Relación entre gobierno corporativo y posicionamiento organizacional: instituciones de educación superior en América Latina. (Spanish). *Educación Y Educadores*, 18(3), 435-455. doi:10.5294/edu.2015.18.3.4
- Montoro, C., & Navarro, A. (2010). Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. Banco Central de Reserva del Perú. *Revista Estudios Económicos*, 19, 33-45.

- Septiembre, 2010. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/19/Estudios-Economicos-19-2.pdf>
- Namakforoosh, M. (2013). *Metodología de la investigación* (2a ed.). México D.F., México: Limusa.
- Oliveira, M., Rivero, M., & Rawlins, O. (2015). *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica* (4ta edición). Madrid. España: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. Recuperado de http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico [OCDE]. (1999). *Principios de la OCDE para el Gobierno de las sociedades*. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_sp.pdf
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico [OCDE]. (2004). *Principios de Gobierno Corporativo*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OECD], & la Corporación Financiera Internacional [IFC]. (2010). *Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo*. Recuperado de <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/47103859.pdf>
- Parra, A. (2013). Valoración de empresas: métodos de valoración. Contexto. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables*, 2(1), 84-100. Recuperado de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- Ponce, J. (2015). *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica* (4ta edición). Madrid. España: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. Recuperado de http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf

- Portalanza, A. (2013). Gobierno Corporativo una aproximación teórica. *Saber, Ciencia Y Libertas*, 8(1), 117. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5109386.pdf>
- Portellano, P., & Vives, F. (2015). *El Gobierno Corporativo en Iberoamérica* (4ta edición). Madrid. España: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Ricart, J., Álvarez, J., & Gifra, J. (2005). *Los Accionistas y el Gobierno de la Empresa. Análisis de la Situación Española*. Barcelona, España: Ediciones Deusto.
- Rodríguez, M., Fernández, S., & Rodríguez, J. (2013) Estructura del consejo de administración y rendimiento de la empresa española cotizada. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 22(3), 155–168. Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1019683813000218>
- Rodríguez, E. (2005). *Metodología de la investigación: la creatividad, el rigor del estudio y la integridad son factores que transforman al estudiante en un profesionalista de éxito*. México. Universidad Juárez Autónoma de Tabasco.
- Sunder, R. (2007). *Evolution of corporate governance: a study of the airline industry*.
- Sandoval, J. (2014). Los procesos de cambio organizacional y la generación de valor. *Revista de Estudios Gerenciales*, DOI:10.1016/j.estger.2014.04.005
- Serna, H., Suárez, E., & Restrepo, M. (2007). *Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en el sector financiero latinoamericano*. Federación Latinoamericana de bancos – Feleban. Bogota, Colombia Recuperado de: http://www.felaban.net/archivos_publicaciones/buen_gobierno.pdf
- Stickney, C., Weil, R., Schipper, K., Francis, J., & Avolio, B. (2012). *Contabilidad Financiera. Una introducción a conceptos, métodos y usos*. Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning.

Tamayo, M. (2004). *El proceso de la investigación científica* (4ta ed.). México. Editorial Limusa.

Tabra, E. (2015). *Solidaridad y gobierno corporativo de la empresa. Una mirada a los organismos internacionales*. Madrid, España: Bosh Editor.

Tirole, J. (1999). El Gobierno Corporativo. *Revista económica*. Departamento de economía Economía. Vol. 22. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/economia/article/view/252/244>

Trujillo & Guzmán (2015). *Juntas directivas en el desarrollo del Gobierno Corporativo* Recuperado de http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/394be5804ac95d5bbbeddfe4fb4720a61/Juntas_Directivas_en_el_Desarrollo_del_Gobierno_Corporativo_Dec_1_2015.pdf?MOD=AJPERES

Van Horne, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*. México. Pearson Educación.

Villareal, V. (2014). *Creación de políticas de buen gobierno corporativo para la aplicación de la cultura jurídica por efecto de la actualización de la legislación vigente en el país*. (Tesis inédita de licenciatura). Universidad Central de Ecuador, Ecuador.

Apéndice A: Población

Nro	Aerolínea	Nombre comercial	País	Núm. rutas	Núm. años	Núm. Flota
1	Aerolíneas Argentinas S.A.	Aerolíneas Argentinas	Argentina	60	66	80
2	Línea Aérea Amaszonas S.A	Amaszonas	Bolivia	10	17	8
3	Sky Airline	Sky	Chile	17	13	15
4	LATAM Airlines Group	Latam	Chile y Brasil	137	87	327
5	Satena	Satena	Colombia	34	54	18
6	Viva Colombia Aerolínea	Viva Colombia	Colombia	17	4	10
7	EasyFly Aerolínea	EasyFly	Colombia	17	8	16
8	Avianca Holdings S.A	Avianca	Colombia y El Salvador	113	97	173
9	Aerovías de México S.A. de C.V.	Aero México	México	87	82	134
10	Aeroenlaces Nacionales S.A de C.V.	Viva Aerobus	México	27	10	21
11	Controladora Vuela Compañía de Aviación, S.A.B. de C.V.	Volaris	México	73	10	64
12	Aeromar	Aeromar	México	30	9	16
13	Copa Holdings, S.A.	Copa Airlines	Panamá y Colombia	74	72	100
14	Peruvian Air Line S.A.C.	Peruvian Airlines	Perú	9	7	14
15	Star Perú	Star Peru	Perú	8	18	10
16	LC Perú	LC Perú	Perú	16	23	13

Apéndice B: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)
I Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas	(Lineamiento n° 3) Fomento de la Participación e Información de los Accionistas	Recomienda la creación de una página web corporativa obligatoria.
		Recomienda una comunicación con accionistas.
		Recomienda la creación de un departamento específico de comunicación con accionistas
		Recomienda la realización de reuniones informativas
		Recomienda la realización del registro de accionistas.
I Derecho y Tratamiento Equitativo de los Accionistas		
II La Asamblea General de Accionistas	(Lineamiento n° 6) Función y Competencia	Recomienda establecer el reconocimiento de competencias exclusivas e indelegables: 1.- Aprobación de cuentas anuales. 2.- Aprobación de la gestión del Directorio y propuesta de aplicación de utilidades. 3.- Nombramiento y separación de miembros del Directorio. 4. Designación de auditores externos. 5. Aprobación de política de remuneraciones para el Directorio. 6.- Autorizar ventas de activos estratégicos. 7. Aprobación de política para la recompra de acciones. 8.- Aprobar operaciones de fusión o escisión.
	(Lineamiento n° 7) Reglamento de la Asamblea General de Accionistas	Elaborar y publicar el reglamento de la Asamblea.
II Asamblea General de Accionistas		

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	
III El Directorio	(Lineamiento n° 19)	Atribuciones y funciones del Directorio	Recomienda definir y publicar las facultades indelegables.
	(Lineamiento n° 21)	Dimensión del Directorio	Recomienda que la dimensión adecuada de Directores se encuentra entre 7 y 9 miembros pudiendo contemplar 11
	(Lineamiento n° 22)	Categorías de miembros del Directorio	Recomienda identificar distintas categorías de Directores.
	(Lineamiento n° 24)	A. Categorías de Directores B. Mayoría de Externos en el Directorio Directores Externos Independientes	Directores Internos. Directores Externos: Recomienda una mayoría de Directores Externos sobre internos.
	(Lineamiento n° 27)	A. Designación B. Declaración de independencia de los Directores Conflictos de interés y Operaciones Vinculadas A. Conflictos de interés personales B. Operaciones con partes vinculadas	Indica mencionar las condiciones para ser considerado independiente. Indica la necesidad de la declaración de independencia.
	(Lineamiento n° 30)	El Ejecutivo Principal y Alta Gerencia Comités del Directorio A. Comité de Auditoría	Recomienda la definición de procedimientos para el manejo de conflictos de interés personal. Recomienda elaborar una Política para valoración aprobación y revelación de operaciones vinculadas. Recomendado que el Ejecutivo Principal sea miembro del Directorio. Recomienda la elaboración de una política de remuneración de la Alta Gerencia. Recomienda establecer la evaluación del desempeño del ejecutivo principal. Recomienda establecer un comité de auditoría que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.
	(Lineamiento n° 32)	B. Comité de Nombramientos y Retribuciones C. Comité de Riesgos	Recomienda establecer un comité de Nombramientos y Retribuciones que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos. Recomienda establecer un comité de Riesgos que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.
	III El Directorio		

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	
IV Arquitectura de Control	(Lineamiento n° 34)	La gestión de riesgos	Recomienda la existencia de un mapa de riesgos conocido y supervisado por el Directorio. Recomienda la implementación de una política de administración aprobada por el Directorio. Recomienda el establecimiento de las responsabilidades de la Alta Gerencia en el proceso de Gestión de Riesgos.
	(Lineamiento n° 35)	El sistema de control interno	Recomienda el nombramiento de una Gerencia de Riesgos. Recomienda el establecimiento de las responsabilidades del Directorio para velar por la existencia de un adecuado sistema de control interno. Recomienda la supervisión de la eficacia del sistema de control interno por el Directorio o el Comité de auditoría.
IV Arquitectura de Control			
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera	(Lineamiento n° 40)	Estados Financieros	Recomienda Formular y presentar ante la Asamblea General de Accionistas los estados financieros auditados utilizando adecuadamente los principios contables contenidos en las NIIF
	(Lineamiento n° 41)	Información a los Mercados	Recomienda establecer las medidas necesarias para garantizar que se transmita a los mercados financieros y de capital toda la información financiera y no financiera.
	(Lineamiento n° 43)	Informe anual de Gobierno Corporativo A. Información a incorporar en el Informe Anual sobre Gobierno Corporativo	Recomienda informar anualmente sobre Gobierno Corporativo, en el cual se incluya (i) la estructura de propiedad, (ii) estructura de la administración de la sociedad, (iii) operaciones entre vinculadas, (iv) sistemas de gestión de riesgo, (v) asamblea general de accionistas y (vi) el grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo.
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera			

Apéndice C: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Latam

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Latam	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
I Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas	(Lineamiento n° 3)	Recomienda la creación de una página web corporativa obligatoria.	Latam mantiene una comunicación virtual. Posee una página web corporativa que le permite tener informados a sus Grupos de Interés.	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda una comunicación con accionistas.	No queda evidencia de que se concreten reuniones con accionistas frecuentemente más allá de las Juntas obligatorias de acuerdo a los estatutos (una vez al año)	Medianamente 50%	1.00
		Recomienda la creación de un departamento específico de comunicación con accionistas	No queda evidencia de que este departamento exista.	No Cumple 0%	-
		Recomienda la realización de reuniones informativas	Esta información se corroboró en sus estatutos de la Compañía, publicado en la página Web Corporativa.	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la realización del registro de accionistas.	Latam mantiene una comunicación al respecto y la publica en su memoria anual 2015.	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda un cauce electrónico de comunicación directo y flexible con el accionista.	No queda evidencia de que existan	No Cumple 0%	-
I Derecho y Tratamiento Equitativo de los Accionistas				58%	7.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Latam	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
II La Asamblea General de Accionista s	(Lineamiento n° 6)	<p>Recomienda establecer el reconocimiento de competencias exclusivas e indelegables:</p> <p>1.- Aprobación de cuentas anuales. 2.- Aprobación de la gestión del Directorio y propuesta de aplicación de utilidades. 3.- Nombramiento y separación de miembros del Directorio. 4. Designación de auditores externos. 5. Aprobación de política de remuneraciones para el Directorio. 6.- Autorizar ventas de activos estratégicos. 7. Aprobación de política para la recompra de acciones. 8.- Aprobar operaciones de fusión o escisión.</p>	Latam evidencia las facultades y competencias de la Asamblea General de accionistas en sus respectivos estatutos.	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 7)	Elaborar y publicar el reglamento de la Asamblea.	Latam evidencia la existencia del reglamento de la Asamblea en sus respectivos Estatutos	Si cumple 100%	2.00
	II Asamblea General de Accionistas				100%

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Latam	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
III El Directorio	(Lineamiento n° 19)	Recomienda definir y publicar las facultades indelegables.	Latam Evidencia las facultades y competencias del Directorio de accionistas en sus respectivos estatutos y memoria 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 21)	Recomienda que la dimensión adecuada de Directores se encuentra entre 7 y 9 miembros pudiendo contemplar 11	Latam Evidencia el número de Directores en número de 9 y lo publica en su memoria 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 22)	Recomienda identificar distintas categorías de Directores.	No especifica plenamente la categoría de sus Directores conforme a los lineamientos establecidos en el código latinoamericano.	No Cumple 0%	-
	(Lineamiento n° 24)	Directores Internos. Directores Externos: Recomienda una mayoría de Directores Externos sobre internos.	No especifica plenamente la categoría de sus Directores conforme a los lineamientos establecidos en el código latinoamericano.	No Cumple 0%	-
	(Lineamiento n° 24)	Indica mencionar las condiciones para ser considerado independiente.	No especifica plenamente la categoría de sus Directores conforme a los lineamientos establecidos en el código latinoamericano.	No Cumple 0%	-
	(Lineamiento n° 24)	Indica la necesidad de la declaración de independencia.	No especifica plenamente en ningún documento revisado, la publicación expresa de la declaración de independencia.	No Cumple 0%	-
	(Lineamiento n° 27)	Recomienda la definición de procedimientos para el manejo de conflictos de interés personal.	Evidencia la existencia de políticas a cerca las transacciones con partes relacionadas, lo indica en su memoria 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 27)	Recomienda elaborar una Política para valoración aprobación y revelación de operaciones vinculadas.	Evidencia la existencia de políticas a cerca las transacciones con partes relacionadas, lo indica en su memoria 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 30)	Recomienda que el Ejecutivo Principal sea	No evidencia tal tratamiento	No Cumple 0%	-

	miembro del Directorio.					
	Recomienda la elaboración de una política de remuneración de la Alta Gerencia.	Lo publica en la memoria 2015	Si cumple	100%	2.00	
	Recomienda establecer la evaluación del desempeño del ejecutivo principal.	Lo publica en los estatutos de la compañía y en la memoria 2015	Si cumple	100%	2.00	
	Recomienda establecer un comité de auditoría que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	No especifica la cantidad de miembros Según la Web corporativa	Si cumple	100%	2.00	
	Recomienda establecer un comité de Nombramientos y Retribuciones que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Lo especifica en su comunicado de Gobierno Corporativo [La Compañía tiene un Comité de Directores que se reúne mensualmente y está compuesto por tres miembros independientes del controlador que se eligen cada dos años y que pueden]	Si cumple	100%	2.00	
(Lineamiento n° 32)	Recomienda establecer un comité de Riesgos que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	No especifica la cantidad de miembros	Si cumple	100%	2.00	
III El Directorio				64%	18.00	

Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Latam	Nivel de cumplimiento 2015		Calificación	
			Si cumple	100%		
IV Arquitectura de Control	(Lineamiento n° 34)	Recomienda la existencia de un mapa de riesgos conocido y supervisado por el Directorio.	Publica en la memoria 2015 sus políticas de riesgo	Si cumple	100%	2.00
		Recomienda la implementación de una política de administración aprobada por el Directorio.	Publica en la memoria 2015 sus políticas de riesgo	Si cumple	100%	2.00
		Recomienda el establecimiento de las responsabilidades de la Alta Gerencia en el proceso de Gestión de Riesgos.		Si cumple	100%	2.00
		Recomienda el nombramiento de una Gerencia de Riesgos.	Lo indica en la memoria 2015	Si cumple	100%	2.00
		Recomienda el establecimiento de las responsabilidades del Directorio para velar por la existencia de un adecuado sistema de control interno.		Si cumple	100%	2.00
(Lineamiento n° 35)	Recomienda la supervisión de la eficacia del sistema de control interno por el Directorio o el Comité de auditoría.	Existen Comités	Si cumple	100%	2.00	
IV Arquitectura de Control					100%	12.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Latam	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera	(Lineamiento n° 40)	Recomienda Formular y presentar ante la Asamblea General de Accionistas los estados financieros auditados utilizando adecuadamente los principios contables contenidos en las NIIF	Son Publicados en las Respectivas Bolsas de Valores	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 41)	Recomienda establecer las medidas necesarias para garantizar que se transmita a los mercados financieros y de capital toda la información financiera y no financiera.	Presenta un informe financiero y no financiero en la respectiva memoria 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 43)	Recomienda informar anualmente sobre Gobierno Corporativo, en el cual se incluya (i) la estructura de propiedad, (ii) estructura de la administración de la sociedad, (iii) operaciones entre vinculadas, (iv) sistemas de gestión de riesgo, (v) asamblea general de accionistas y (vi) el grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo.	Presenta un informe financiero y no financiero en la respectiva memoria 2015	Si cumple 100%	2.00
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera				100%	2.00
Nivel de Cumplimiento total				85%	

Apéndice D: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Avianca

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AVIANCA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
I Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas	(Lineamiento n° 3)	Recomienda la creación de una página web corporativa obligatoria.	Avianca mantiene una comunicación virtual. Posee una página web corporativa que le permite tener informados a sus Grupos de Interés.	Si cumple	100% 2.00
		Recomienda una comunicación con accionistas.	Avianca mantiene cinco canales de comunicación que sirven para publicar su información.	Si cumple	100% 2.00
		Recomienda la creación de un departamento específico de comunicación con accionistas	No evidencia el cumplimiento de tal recomendación en ninguno de los documentos revisados.	No cumple	0% -
		Recomienda la realización de reuniones informativas	Avianca aplica la recomendación y lo tiene publicado en informe de Gobierno Corporativo 2015.	Si cumple	100% 2.00
		Recomienda la realización del registro de accionistas.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y lo publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015.	Si cumple	100% 2.00
		Recomienda un cauce electrónico de comunicación directo y flexible con el accionista.	No evidencia el cumplimiento de tal recomendación en ninguno de los documentos revisados.	No Cumple	0% -
I Derecho y Tratamiento Equitativo de los Accionistas				67%	8.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AVIANCA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
II La Asamblea General de Accionistas	(Lineamiento n° 6)	Recomienda establecer el reconocimiento de competencias exclusivas e indelegables: 1.- Aprobación de cuentas anuales. 2.- Aprobación de la gestión del Directorio y propuesta de aplicación de utilidades. 3.- Nombramiento y separación de miembros del Directorio. 4. Designación de auditores externos. 5. Aprobación de política de remuneraciones para el Directorio. 6.- Autorizar ventas de activos estratégicos. 7. Aprobación de política para la recompra de acciones. 8.- Aprobar operaciones de fusión o escisión.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe anual 2015.	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 7)	Elaborar y publicar el reglamento de la Asamblea.	Avianca evidencia la existencia del reglamento de la Asamblea en sus respectivos Estatutos	Si cumple	100% 2.00
II Asamblea General de Accionistas				100%	4.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AVIANCA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
III El Directorio	(Lineamiento n° 19)	Recomienda definir y publicar las facultades indelegables. Recomendación que la dimensión adecuada de	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 21)	Directores se encuentra entre 7 y 9 miembros pudiendo contemplar 11	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015 son 11	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 22)	Recomienda identificar distintas categorías de Directores. Directores Internos. Directores Externos:	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015.	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 24)	Recomienda una mayoría de Directores Externos sobre internos.	Avianca especifica en su página Web corporativa que de los 11 miembros de Directorio, 6 son independientes.	Si cumple 100%	2.00
		Indica misionar las condiciones para ser considerado independiente.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
		Indica la necesidad de la declaración de independencia.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la definición de procedimientos para el manejo de conflictos de interés personal.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 27)	Recomienda elaborar una Política para valoración aprobación y revelación de operaciones vinculadas. Recomendación que el Ejecutivo Principal sea miembro del	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 30)	Recomienda la elaboración de una política de remuneración de la Alta Gerencia.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00

(Lineamiento n° 32)	Recomienda establecer la evaluación del desempeño del ejecutivo principal.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de auditoria que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de Nombramientos y Retribuciones que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015 mas no indica la cantidad de miembros 3 externos página web	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de Riesgos que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple	100%	2.00
III El Directorio				100%	28.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AVIANCA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
IV Arquitectura de Control	(Lineamiento n° 34)	Recomienda la existencia de un mapa de riesgos conocido y supervisado por el Directorio.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la implementación de una política de administración aprobada por el Directorio.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda el establecimiento de las responsabilidades de la Alta Gerencia en el proceso de Gestión de Riesgos.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 35)	Recomienda el nombramiento de una Gerencia de Riesgos.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda el establecimiento de las responsabilidades del Directorio para velar por la existencia de un adecuado sistema de control interno.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la supervisión de la eficacia del sistema de control interno por el Directorio o el Comité de auditoría.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
IV Arquitectura de Control				100%	12.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AVIANCA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera	(Lineamiento n° 40)	Recomienda Formular y presentar ante la Asamblea General de Accionistas los estados financieros auditados utilizando adecuadamente los principios contables contenidos en las NIIF	Son Publicados en las Respectivas Bolsas de Valores	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 41)	Recomienda establecer las medidas necesarias para garantizar que se transmita a los mercados financieros y de capital toda la información financiera y no financiera.	Presenta un informe financiero y no financiero en la respectiva memoria 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 43)	Recomienda informar anualmente sobre Gobierno Corporativo, en el cual se incluya (i) la estructura de propiedad, (ii) estructura de la administración de la sociedad, (iii) operaciones entre vinculadas, (iv) sistemas de gestión de riesgo, (v) asamblea general de accionistas y (vi) el grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo.	Avianca mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe de Gobierno Corporativo 2015	Si cumple 100%	2.00
V Transparencia e Información Financiera y No Financiera				100%	2.00
Nivel de Cumplimiento total				93%	

Apéndice E: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Aeroméxico

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AEROMEXICO		Nivel de cumplimiento 2015		Calificación
I Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas	(Lineamiento n° 3)	Recomienda la creación de una página web corporativa obligatoria.	Aeroméxico mantiene una comunicación virtual. Posee una página web corporativa que le permite tener informados a sus Grupos de Interés.	Si cumple	100%	2.00	
		Recomienda una comunicación con accionistas.	Aeroméxico cumple con tal recomendación y lo evidencia en su Informe anual 2015.	Si cumple	100%	2.00	
		Recomienda la creación de un departamento específico de comunicación con accionistas	No evidencia el cumplimiento de tal recomendación en ninguno de los documentos revisados.	No cumple	0%	-	
		Recomienda la realización de reuniones informativas	Esta información se corroboró en sus estatutos de la Compañía, publicado en la página Web Corporativa.	Si cumple	100%	2.00	
		Recomienda la realización del registro de accionistas.	Aeroméxico cumple con tal recomendación y lo evidencia en su Informe anual 2015.	Si cumple	100%	2.00	
		Recomienda un cauce electrónico de comunicación directo y flexible con el accionista.	Aeroméxico publica tal información en su cuestionario de mejores prácticas de Gobierno Corporativo 2015.	Si cumple	100%	2.00	
I Derecho y Tratamiento Equitativo de los Accionistas					83%	10.00	

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AEROMEXICO	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
II La Asamblea General de Accionistas	(Lineamiento n° 6)	<p>Recomienda establecer el reconocimiento de competencias exclusivas e indelegables:</p> <p>1.- Aprobación de cuentas anuales. 2.- Aprobación de la gestión del Directorio y propuesta de aplicación de utilidades. 3.- Nombramiento y separación de miembros del Directorio. 4. Designación de auditores externos. 5. Aprobación de política de remuneraciones para el Directorio. 6.- Autorizar ventas de activos estratégicos. 7. Aprobación de política para la recompra de acciones. 8.- Aprobar operaciones de fusión o escisión.</p>	Aeroméxico cumple con tal recomendación y lo evidencia en su Informe anual 2015.	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 7)	Elaborar y publicar el reglamento de la Asamblea.	Aeroméxico evidencia la existencia del reglamento de la asamblea en sus respectivos Estatutos	Si cumple	100% 2.00
	II Asamblea General de Accionistas				100%

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AEROMEXICO	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
III El Directorio	(Lineamiento n° 19)	Recomienda definir y publicar las facultades indelegables. Recomendación que la dimensión adecuada de	Aeroméxico mantiene una comunicación al respecto y la publica un cuestionario de cumplimiento en 2015	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 21)	Directores se encuentra entre 7 y 9 miembros pudiendo contemplar 11	Aeroméxico publica en su web 19 directores	No cumple	0% -
	(Lineamiento n° 22)	Recomienda identificar distintas categorías de Directores.	Aeroméxico publica en sus estatutos	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 24)	Directores Internos. Directores Externos: Recomendación una mayoría de Directores Externos sobre internos. Indica mencionar las condiciones para ser considerado independiente. Indica la necesidad de la declaración de independencia.	Aeroméxico publica en sus estatutos	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 24)	Indica mencionar las condiciones para ser considerado independiente. Indica la necesidad de la declaración de independencia.	Aeroméxico publica en sus estatutos	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 24)	Indica la necesidad de la declaración de independencia.	Aeroméxico publica en sus estatutos	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 27)	Recomienda la definición de procedimientos para el manejo de conflictos de interés personal. Recomendación elaborar una Política para valoración aprobación y revelación de operaciones vinculadas. Recomendación que el Ejecutivo Principal sea miembro del Directorio. Recomendación la elaboración de una política de remuneración de la Alta Gerencia.	Publica en su informe de las transacciones con partes relacionadas	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 27)	Recomienda elaborar una Política para valoración aprobación y revelación de operaciones vinculadas. Recomendación que el Ejecutivo Principal sea miembro del Directorio. Recomendación la elaboración de una política de remuneración de la Alta Gerencia.	Si cumple y lo evidencia en su informe anual "transacciones con personal clave y directores" en el reporte anual 2015	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 30)	Recomienda que el Ejecutivo Principal sea miembro del Directorio. Recomendación la elaboración de una política de remuneración de la Alta Gerencia.	Publica en su informe de las transacciones con partes relacionadas	Si cumple	100% 2.00
	(Lineamiento n° 30)	Recomienda la elaboración de una política de remuneración de la Alta Gerencia.	Publica en su informe de las transacciones con partes relacionadas	Si cumple	100% 2.00

(Lineamiento n° 32)	Recomienda establecer la evaluación del desempeño del ejecutivo principal.	Publica en su informe de las transacciones con partes relacionadas	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de auditoría que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Aeroméxico publica en página web son 4 los miembros	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de Nombramientos y Retribuciones que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Aeroméxico publica en página web que son 3 los miembros	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de Riesgos que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Aeroméxico publica en página web son 4 los miembros	Si cumple	100%	2.00
III El Directorio				93%	26.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AEROMEXICO	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
IV Arquitectura de Control	(Lineamiento n° 34)	Recomienda la existencia de un mapa de riesgos conocido y supervisado por el Directorio.	Aeroméxico mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe anual 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la implementación de una política de administración aprobada por el Directorio.	Existen políticas y a evidencia de que están aprobadas en por el directorio están en los estatutos pagina 21 a 23	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 35)	Recomienda el establecimiento de las responsabilidades de la Alta Gerencia en el proceso de Gestión de Riesgos.	Aeroméxico mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe anual 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda el nombramiento de una Gerencia de Riesgos.	Visto en reporte anual	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda el establecimiento de las responsabilidades del Directorio para velar por la existencia de un adecuado sistema de control interno.	Aeroméxico mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe Anual 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la supervisión de la eficacia del sistema de control interno por el Directorio o el Comité de auditoría.	Aeroméxico mantiene una comunicación al respecto y la publica en su Informe Anual 2015	Si cumple 100%	2.00
IV Arquitectura de Control				100%	12.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	AEROMEXICO	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera	(Lineamiento n° 40)	Recomienda formular y presentar ante la Asamblea General de Accionistas los estados financieros auditados utilizando adecuadamente los principios contables contenidos en las NIIFF	Son Publicados en las Respectivas Bolsas de Valores	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 41)	Recomienda establecer las medidas necesarias para garantizar que se transmita a los mercados financieros y de capital toda la información financiera y no financiera. Recomienda informar anualmente sobre Gobierno Corporativo, en el cual se incluya (i) la estructura de propiedad, (ii) estructura de la administración de la sociedad, (iii) operaciones entre vinculadas, (iv) sistemas de gestión de riesgo, (v) asamblea general de accionistas y (vi) el grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo.	Presenta un informe financiero y no financiero en la respectivo Informe Anual 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 43)	Recomienda informar anualmente sobre Gobierno Corporativo, en el cual se incluya (i) la estructura de propiedad, (ii) estructura de la administración de la sociedad, (iii) operaciones entre vinculadas, (iv) sistemas de gestión de riesgo, (v) asamblea general de accionistas y (vi) el grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo.	Presenta un informe financiero y no financiero en la respectivo Informe Anual 2015	Si cumple 100%	2.00
V Transparencia e Información Financiera y No Financiera				100%	2.00
Nivel de cumplimiento total				95%	

Apéndice F: Tablero de Calificación Práctica de Gobierno Corporativo Copa

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	COPA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
I Derecho y tratamiento equitativo de los Accionistas	(Lineamiento n° 3)	Recomienda la creación de una página web corporativa obligatoria.	Copa ha implementado una página Web corporativa. Se evidencia la comunicación con accionistas, reuniones informativas.	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda una comunicación con accionistas.	Copa ha implementado una página Web corporativa. Se evidencia la comunicación con accionistas, reuniones informativas.	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la creación de un departamento específico de comunicación con accionistas	No evidencia el cumplimiento de tal recomendación en ninguno de los documentos revisados.	No cumple 0%	-
		Recomienda la realización de reuniones informativas	Esta información se corroboró en sus estatutos de la Compañía, publicado en la página Web Corporativa.	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la realización del registro de accionistas.	Esta información se corroboró en sus estatutos de la Compañía, publicado en la página Web Corporativa.	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda un cauce electrónico de comunicación directo y flexible con el accionista.	No evidencia el cumplimiento de tal recomendación en ninguno de los documentos revisados.	No Cumple 0%	-
I Derecho y Tratamiento Equitativo de los Accionistas				67%	8.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	COPA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
II La Asamblea General de Accionistas	(Lineamiento n° 6)	<p>Recomienda establecer el reconocimiento de competencias exclusivas e indelegables:</p> <p>1.- Aprobación de cuentas anuales. 2.- Aprobación de la gestión del Directorio y propuesta de aplicación de utilidades. 3.- Nombramiento y separación de miembros del Directorio. 4. Designación de auditores externos. 5. Aprobación de política de remuneraciones para el Directorio. 6.- Autorizar ventas de activos estratégicos. 7. Aprobación de política para la recompra de acciones. 8.- Aprobar operaciones de fusión o escisión.</p>	<p>Existe página Web corporativa. Comunicación con accionistas, reuniones informativas.</p>	<p>Si cumple</p>	100% 2.00
	(Lineamiento n° 7)	<p>Elaborar y publicar el reglamento de la Asamblea.</p>	<p>Copa evidencia la existencia del reglamento de la asamblea en sus respectivos Estatutos</p>	<p>Si cumple</p>	100% 2.00
II Asamblea General de Accionistas				100%	4.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	COPA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación	
III El Directorio	(Lineamiento n° 19)	Recomienda definir y publicar las facultades indelegables.	Presenta un informe de la composición del directorio	Si cumple	100% 2.00	
	(Lineamiento n° 21)	Recomienda que la dimensión adecuada de Directores se encuentra entre 7 y 9 miembros pudiendo contemplar 11	Medianamente lo ideal son 11 y la organización reporta 12	No cumple	0% -	
	(Lineamiento n° 22)	Recomienda identificar distintas categorías de Directores. Directores Internos. Directores Externos: Recomienda una mayoría de Directores Externos sobre internos.	Según lo publicado en la página Web corporativa de Copa, en el apartado relacionado a Gobierno Corporativo, 4 de 12 miembros del Directorio son independientes. Según lo publicado en la página Web corporativa de Copa, en el apartado relacionado a Gobierno Corporativo, 4 de 12 miembros del Directorio son independientes.	Si cumple	100% 2.00	
	(Lineamiento n° 24)	Indica mencionar las condiciones para ser considerado independiente. Indica la necesidad de la declaración de independencia. Recomendación de la definición de procedimientos para el manejo de conflictos de interés personal.	Copa no evidencia, según las recomendaciones, cuales son las condiciones de los miembros para ser catalogados como independientes. Copa lo Publicó en su reporte anual 2015.	No cumple	0% -	
	(Lineamiento n° 27)	Recomienda elaborar una Política para valoración aprobación y revelación de operaciones vinculadas. Recomendación que el Ejecutivo Principal sea miembro del Directorio.	Si cumple esta publicado en el informe anual 2015	Si cumple	100% 2.00	
	(Lineamiento n° 30)	Recomienda la elaboración de una política de	Si cumple esta publicado en el informe anual 2015 - Composición del Directorio	Si cumple	100% 2.00	

(Lineamiento n° 32)	remuneración de la Alta Gerencia. Recomienda establecer la evaluación del desempeño del ejecutivo principal.	No hay evidencia	No cumple	0%	-
	Recomienda establecer un comité de auditoría que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Si cumple esta publicado en el informe anual 2015	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de Nombramientos y Retribuciones que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Si cumple esta publicado en el informe anual 2015	Si cumple	100%	2.00
	Recomienda establecer un comité de Riesgos que este conformado por mínimo 3 y máximo 5 Directores Externos.	Si cumple esta publicado en el informe anual 2015	Si cumple	100%	2.00
	III El Directorio			71%	20.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	COPA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
IV Arquitectura de Control	(Lineamiento n° 34)	Recomienda la existencia de un mapa de riesgos conocido y supervisado por el Directorio.	Publicado en el reporte anual 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda la implementación de una política de administración aprobada por el Directorio.	No hay evidencia de la intervención del Directorio	No cumple 0%	-
		Recomienda el establecimiento de las responsabilidades de la Alta Gerencia en el proceso de Gestión de Riesgos.	Publicado en el reporte anual 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda el nombramiento de una Gerencia de Riesgos.	Publicado en el reporte anual 2015	Si cumple 100%	2.00
		Recomienda el establecimiento de las responsabilidades del Directorio para velar por la existencia de un adecuado sistema de control interno.	Publica el reporte del comité de auditoría	Si cumple 100%	2.00
(Lineamiento n° 35)	Recomienda la supervisión de la eficacia del sistema de control interno por el Directorio o el Comité de auditoría.	Publicado en el reporte anual 2015	Si cumple 100%	2.00	
IV Arquitectura de Control				83%	10.00

Áreas	Lineamientos Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	Recomendaciones clave, según Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo (CAF)	COPA	Nivel de cumplimiento 2015	Calificación
V Transparencia e Información Financiera y no Financiera	(Lineamiento n° 40)	Recomienda formular y presentar ante la Asamblea General de Accionistas los estados financieros auditados utilizando adecuadamente los principios contables contenidos en las NIIFF	Son Publicados en las Respectivas Bolsas de Valores	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 41)	Recomienda establecer las medidas necesarias para garantizar que se transmita a los mercados financieros y de capital toda la información financiera y no financiera.	Presenta un informe financiero y no financiero en la respectivo Informe Anual 2015	Si cumple 100%	2.00
	(Lineamiento n° 43)	Recomienda informar anualmente sobre Gobierno Corporativo, en el cual se incluya (i) la estructura de propiedad, (ii) estructura de la administración de la sociedad, (iii) operaciones entre vinculadas, (iv) sistemas de gestión de riesgo, (v) asamblea general de accionistas y (vi) el grado de seguimiento de las recomendaciones de Gobierno Corporativo.	Presenta un informe financiero y no financiero en la respectivo Informe Anual 2015	Si cumple 100%	2.00
V Transparencia e Información Financiera y No Financiera				100%	2.00
Nivel de cumplimiento total				84%	

Apéndice G: Información Financiera

Estado Consolidado de Posición Financiera



(En miles de USD)

Activo	Al 31 de Diciembre 2015
Activos corrientes:	
Efectivo y equivalentes de efectivo	753,497
Otros activos financieros, corrientes	651,348
Otros activos no financieros, corrientes	330,016
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	796,974
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	183
Inventarios corrientes	224,908
Activos por impuestos corrientes	64,015
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición	1,960
Total activos corrientes	2,822,901
Activos no corrientes:	
Otros activos financieros, no corrientes	89,458
Otros activos no financieros, no corrientes	235,463
Cuentas por cobrar, no corrientes	10,715
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	-
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1,321,425
Plusvalía	2,280,575
Propiedades, plantas y equipos	10,938,657
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	25,629
Activos por impuestos diferidos	376,595
Total activos no corrientes	15,278,517
Total activos	18,101,418
Pasivos y patrimonio :	
Otros pasivos financieros, corrientes	1,644,235
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1,483,957
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	447
Otras provisiones, corrientes	2,922
Pasivos por impuestos, corrientes	19,378
Otros pasivos no financieros, corrientes	2,490,033
Total pasivos corrientes	5,640,972
Pasivos no corrientes:	
Otros pasivos financieros, no corrientes	7,532,385
Cuentas por pagar, no corrientes	417,050
Otras provisiones, no corrientes	424,497
Pasivo por impuestos diferidos	811,565
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	65,271
Otros pasivos no financieros no corrientes	272,130
Total pasivos no corrientes	9,522,898
Total pasivos	15,163,870
Patrimonio:	
Capital emitido	2,545,705
Ganancias acumuladas	317,950
Acciones propias en cartera	-178
Otras reservas	-6,942
Total de patrimonio atribuible a la Compañía	2,856,535
Participación no controladora	81,013
Total patrimonio	2,937,548
Total pasivos y patrimonio	18,101,418

Estados Consolidados de Resultados Integrales



(En miles de USD, excepto las acciones y los valores por acción)

	Al 31 de Diciembre 2015
Ingresos operacionales:	
Ingresos de actividades ordinarias	9,740,045
Costo de ventas	-7,636,709
Total ingresos operacionales	2,103,336
Gastos operacionales:	
Otros ingresos, por función	385,781
Costos de distribución	-783,304
Gastos de administración	-878,006
Otros gastos, por función	-323,987
Otras ganancias (pérdidas)	-55,280
Total gastos operacionales	-1,654,796
Utilidad de operación	448,540
Ingresos financieros	75,080
Costos financieros	-413,357
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	37
Diferencias de cambio	-467,896
Resultado por unidades de reajuste	481
Utilidad antes de impuesto de renta	-357,115
Gasto por impuesto a las ganancias	178,383
Utilidad (pérdida)neta del año	-178,732
ROA Operacional	4.10%
ROE Operacional	15.27%
Q Tobin	0.27
Valor Acción	5.39

Estado Consolidado de Posición Financiera
(En miles de USD)

Avianca Holdings S.A.

Activo	Al 31 de Diciembre 2015
Activos corrientes:	
Efectivo y equivalentes de efectivo	479,381
Efectivo restringido	5,397
Inversiones disponibles para la venta	-
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	279,620
Cuentas por cobrar con partes relacionadas	23,073
Repuestos no reparables y suministros, neto de provisión por obsolescencia	68,768
Gastos pagados por anticipado	45,708
Activos mantenidos para la venta	3,323
Depósitos y otros activos	130,724
Total activos corrientes	1,035,994
Activos no corrientes:	
Inversiones disponibles para la venta	793
Depósitos y otros activos	246,486
Cuentas por cobrar, neto de estimación para cuentas de cobro dudoso	59,713
Cuentas por cobrar con partes relacionadas	-
Activos intangibles	413,766
Impuesto diferido activo	232,225
Propiedades y equipo, neto	4,599,346
Total activos no corrientes	5,552,329
Total activos	6,588,323
Pasivos y patrimonio :	
Porción corriente de deuda a largo plazo	412,884
Cuentas por pagar	481,664
Cuentas por pagar con partes relacionadas	9,449
Gastos acumulados	118,192
Provisión para litigios	13,386
Provisión para condiciones de retorno	52,636
Beneficios de empleados	32,876
Ingresos diferidos por transporte no devengado	432,503
Otros pasivos	12,691
Total pasivos corrientes	1,566,281
Pasivos no corrientes:	
Deuda a largo plazo	3,060,110
Cuentas por pagar	3,599
Provisión para condiciones de retorno	109,231
Beneficios de empleados	127,720
Pasivo por impuesto diferido	239,853
Ingresos diferidos por transporte no devengad	93,519
Otros pasivos no corrientes	15,375
Total pasivos no corrientes	3,649,407
Total pasivos	5,215,688
Patrimonio:	
Acciones comunes	82,600
Acciones preferentes	42,023
Capital adicional pagado en acciones comunes	234,567
Capital adicional pagado en acciones preferentes	469,273
Utilidades retenidas	507,132
Revaluación y otras reservas	18,394
Total de patrimonio atribuible a la Compañía	1,353,989
Participación no controladora	18,646
Total patrimonio	1,372,635
Total pasivos y patrimonio	6,588,323

Estados Consolidados de Resultados Integrales
(En miles de USD, excepto las acciones y los valores por acción)

Avianca Holdings S.A.

Activo	Al 31 de Diciembre 2015
Ingresos operacionales:	
Pasajeros	3,458,017
Carga y otros	903,324
Total ingresos operacionales	4,361,341
Gastos operacionales:	
Operaciones de vuelo	58,069
Combustible de aeronaves	1,006,792
Operaciones terrestres	412,382
Arrendamiento de aeronaves	317,505
Servicios a pasajeros	149,292
Mantenimiento y reparaciones	309,719
Tráfico aéreo	202,980
Mercadeo y ventas	612,775
Generales, administrativos y otros	176,195
Salarios, sueldos y beneficios	666,084
Depreciación, amortización y deterioro	230,732
Total gastos operacionales	4,142,525
Utilidad de operación	218,816
Gastos por intereses	-169,407
Ingresos por intereses	19,016
Instrumentos derivados	626
Diferencial cambiario	-177,529
Utilidad antes de impuesto de renta	-108,478
Gasto de impuesto sobre la renta – corriente	-17,280
Gasto de impuesto sobre la renta – diferido	-13,748
Total gasto por impuesto sobre la renta	-31,028
Utilidad neta del año	-139,506
ROA Operacional	4.76%
ROE Operacional	15.94%
Q Tobin	0.93
Valor Acción	4.27

Grupo Aeroméxico, S. A. B. de C. V. y subsidiarias
(En miles de USD)



Activo	Al 31 de Diciembre 2015
Activos corrientes:	
Efectivo y equivalentes de efectivo	279,489
Efectivo restringido	13,505
Activos financieros	66,596
Instrumentos financieros derivados	650
Cuentas por cobrar, neto	204,600
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	11,853
Pagos anticipados y depósitos	67,182
Inventarios	71,728
Total activos corrientes	715,603
Activos no corrientes:	
Propiedades y equipo, neto	1,365,043
Activos intangibles	53,801
Instrumentos financieros derivados	226
Pagos anticipados y depósitos	649,430
Inversiones en negocios conjuntos y asociadas	36,754
Cuentas por cobrar a largo plazo	3,075
Otros activos no circulantes	46,871
Impuestos a la utilidad diferidos	21,238
Total activos no corrientes	2,176,437
Total activos	2,892,039
Pasivos y patrimonio :	
Vencimiento circulante de la deuda financiera	255,119
Cuentas por pagar	483,916
Cuentas por pagar a partes relacionadas	53,122
Provisiones	20,917
Transportación vendida no utilizada	310,186
Programa de pasajero frecuente	-
Impuestos a la utilidad y participación de los trabajadores en las utilidades	2,610
Total pasivos corrientes	1,125,870
Pasivos no corrientes:	
Deuda financiera, excluyendo vencimientos circulantes	929,278
Beneficios a los empleados	193,085
Programa de pasajero frecuente	-
Provisiones	18,690
Cuentas por pagar a partes relacionadas	-
Impuestos a la utilidad diferidos	-
Instrumentos financieros derivados	496
Otros cuentas por pagar	-
Total pasivos no corrientes	1,141,549
Total pasivos	2,267,419
Patrimonio:	
Capital social	201,692
Aportaciones para futuros aumentos de capital	1,180
Utilidades retenidas	291,223
Reservas	130,335
Total de patrimonio atribuible a la Compañía	624,430
Participación no controladora	190
Total patrimonio	624,620
Total pasivos y patrimonio	2,892,039

Estados Consolidados de Resultados Integrales
(En miles de USD, excepto las acciones y los valores por acción)



	Al 31 de Diciembre 2015
Ingresos operacionales:	
Pasajeros	2,420,155
Carga y otros	301,573
Total ingresos operacionales	2,721,728
Gastos operacionales:	
Fuerza de trabajo	569,009
Combustible	623,420
Servicios de tráfico, escala y comunicaciones	367,149
Ventas y administración general	195,838
Mantenimiento	191,173
Comisiones a agencias	74,734
Servicio a pasajeros	64,486
Renta de equipo y vuelo	334,025
Depreciación y amortización	145,696
Otros (ingresos) gastos, neto	-6,348
Participación en los resultados de negocios conjuntos y asociada	-13,170
Total gastos operacionales	2,546,013
Utilidad de operación	175,715
Ingresos financieros	35,502
Costos financieros	-120,993
Total de costos financieros	-85,491
Impuestos a la utilidad	23,013
	67,210
Utilidad neta del año	67,210
ROA Operacional	12.87%
ROE Operacional	28.13%
Q Tobin	1.2182
Valor Acción	2.2779

Copa Holdings, S. A. and subsidiaries
(In US\$ thousands)



ASSETS	Al 31 de Diciembre 2015
Current assets:	
Cash, cash equivalents and short-term investments	684,948
Accounts receivable	105,777
Other currents assets	31,028
Total Current assets	821,753
Non - current assets :	
Purchase deposits for flight equipment	243,070
Property and equipment	2,650,653
Total Non Current assets	2,893,723
Total assets	3,715,476
LIABILITIES AND EQUITY	
Current liabilities	
	1,072,871
Non - current liabilities:	
Long - term debt	1,055,183
Total liabilities	2,128,054
Equity:	
Issued Capital	85,845
Other	1,501,577
Total shareholders' equity	1,587,422
Total liabilities and Equity	3,715,476

Estados Consolidados de Resultados Integrales
(In US\$ thousands)



	Al 31 de Diciembre 2015
Operating revenue :	
Passenger revenue	2,166,727
Cargo, mail and other	83,335
Total	2,250,062
Operating expenses:	
Aircraft fuel	602,777
Salaries and benefits	289,512
Passenger servicing	258,302
Commissions	88,557
Reservations and sales	88,051
Maintenance, material and repairs	111,181
Aircraft rentals	122,217
Flight operations	130,930
Depreciation, amortization and impairment	134,888
Landing fees and other rentals	56,703
Other	100,856
Total	1,983,974
Operating profit	266,088
Non - operating expense (income)	
Interest expense	-33,155
Interest income	25,947
Other, ne	-451,095
(Loss) profit before taxes	-192,215
Income tax expense	32,759
Net (loss) profit	-224,974
ROA Operacional	10.04%
ROE Operacional	16.76%
Q Tobin	0.76
Valor Acción	48.26