Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Faculdade de Economia e Administração

Rafael Amaro França da Rocha Mattos

O IMPACTO DA ORIGEM LEGAL NO DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO DOS PAÍSES

São Paulo

2019

Rafael Amaro França da Rocha Mattos

O impacto da origem legal no desenvolvimento financeiro dos países

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Prof. Luciana Yeung - Insper

São Paulo

2019

Mattos, Rafael

O impacto da origem legal no desenvolvimento financeiro dos países, 2019.

33 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Luciana Yeung

1. Desenvolvimento financeiro 2. Origem legal 3. *Enforcements* 4. Crescimento econômico.

Rafael Amaro França da Rocha Mattos

O impacto da origem legal no desenvolvimento financeiro dos países

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Aprovado em Dezembro de 2019

EXAMINADORES

Prof. Luciana Yeung

Orientadora

Prof. Adhemar Villani

Examinador

Dedicatória

Dedico esse trabalho primeiramente à minha família: meu pai, minha irmã, minhas avós e minha tia, que sempre me apoiaram ao longo de toda minha trajetória acadêmica. Também dedico aos meus amigos e colegas de faculdade, com os quais compartilhei anos de muito aprendizado. Por fim agradeço a professora Luciana Yeung, que me auxiliou no direcionamento e desenvolvimento desse estudo.

Agradecimentos

Agradeço ao meu pai, minha irmã, minha tia e minhas avós por uma vida inteira de aprendizados e inspiração.

Aos meus amigos, que compartilharam comigo essa jornada e os desafios envolvidos no desenvolvimento desse estudo.

Ao Insper, pela imensa contribuição para minha formação profissional e pessoal.

À professora Luciana Yeung, pelas incríveis aulas e pela disponibilidade para me auxiliar na construção desse estudo.

Resumo

Mattos, Rafael. O impacto da origem legal no desenvolvimento financeiro dos países. São Paulo, 2019. 33p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

O desenvolvimento financeiro é de suma importância para o crescimento econômico dos países e para a melhora na qualidade de vida da população. Por esse motivo, é essencial compreender quais aspectos e características presentes em um país impactam o ambiente financeiro. Esse estudo tem como objetivo analisar o impacto das origens legais, tomadas como características exógenas de um país, no desenvolvimento das instituições e serviços financeiros. Os países serão divididos entre aqueles cujo sistema legal deriva do *Common Law* e aqueles cujo sistema legal tem origem no *Civil Law*. Já a qualidade do ambiente financeiro será medida através de variáveis como o número de dias necessários para abrir uma empresa e a quantidade de procedimentos requeridos para isso, além do nível de divulgação de informações financeiras e o grau de proteção dos investidores. Diferentemente de estudos precedentes, também será utilizado um índice desenvolvido pelo FMI que mede o ambiente financeiro como um todo. O resultado esperado é que o fato de um país utilizar o *Common Law* apresente um efeito positivo no desenvolvimento financeiro em relação a países de *Civil Law*. Essa diferença ocorreria devido aos diferentes incentivos que os sistemas apresentam aos agentes econômicos.

Palavras-chave: Desenvolvimento financeiro. Origem legal. Incentivos. Crescimento econômico.

Abstract

Mattos, Rafael. The impact of legal origin on the financial development of countries. São Paulo, 2019. 33 p. Monograph - Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Financial development is of great importance for the economic growth of countries and for improving the quality of life of the population. For this reason, it is essential to understand which aspects and characteristics present in a country impact the financial environment. This study aims to analyze the impact of legal origins, taken as exogenous characteristics of a country, on the development of financial institutions and services. Countries will be divided between those whose legal system derives from Common Law and those whose legal system originates from Civil Law. The quality of the financial environment will be measured by variables such as the number of days required to start a business and the number of procedures required, as well as the level of disclosure of financial information and the degree of investor protection. Unlike previous studies, an index developed by the IMF that summarizes the financial environment will also be used. The expected result is that the fact that a country uses Common Law has a positive effect on financial development relative to Civil Law countries. This difference would be due to the different enforcements presented by the legal systems.

Keywords: Financial Development. Legal origin. Enforcements. Economic growth.

Lista de ilustrações

Figura 1 - Nível de desenvolvimento financeiro dos países da amostra em 2016, agrupados em duas categorias: *Common Law* e *Civil Law* 13

Figura 2 - Composição do Índice de Desenvolvimento Financeiro 17

Figura 3 - Origem legal dos países da amostra 22

Figura 4 – Índices financeiros (2006 – 2016) 23

Figura 5 – Origem Legal por faixa de desenvolvimento financeiro (ponderado) 24

Figura 6 **-** Origem Legal por faixa de desenvolvimento dos mercados financeiros (ponderado) 25

Lista de tabelas

Tabela 1 – Médias das variáveis financeiras (2006-2016) 23

Tabela 2 – Resultados dos modelos para o *Financial Development Index* 28

Tabela 3 – Resultados dos modelos para o *Financial Markets Index* 29

Tabela 4 – Resultados dos modelos para o *Financial Institutions Index* 30

Lista de quadros

Quadro 1 – Composição dos índices 18

Sumário

1. **Introdução 12**
2. **Revisão de Literatura 14**
3. **Metodologia 16**
   - **3.1 Amostra e Dados 16**
   - **3.2 Variáveis 17**
     - **3.2.1 Variável Resposta 17**
     - **3.2.2 Variáveis Explicativas 19**
     - **3.2.3 Variáveis Controle 19**
   - **3.3 Modelo Econométrico 20**
4. **Resultados 21**
   - **4.1 Análise Descritiva 21**
   - **4.2 Resultados das regressões 25**
5. **Conclusão 31**

Referências 32

1. INTRODUÇÃO

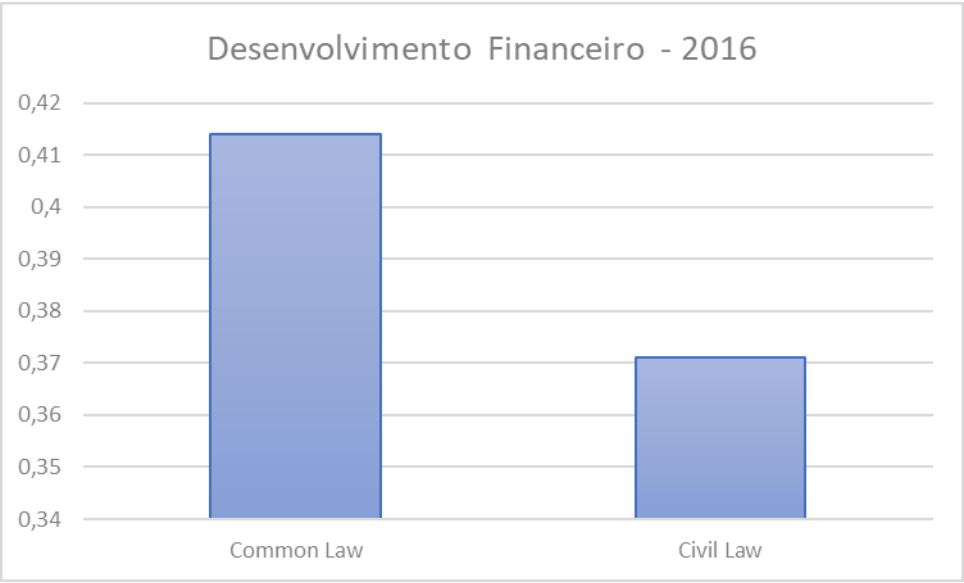
Em um mundo globalizado como o de hoje, em que investidores estão cada vez menos restritos a questões geográficas, a capacidade de um país de atrair e reter investimentos torna-se ainda mais determinante. Fatores como proteção dos investidores e segurança jurídica são fundamentais nesse processo. A qualidade das instituições financeiras, bem como a competitividade do mercado financeiro, pode melhorar o quadro econômico de um país, possibilitando um incremento na qualidade de vida de sua população. Um sistema financeiro eficiente tende a reduzir assimetrias de informação, diminuindo os custos de transação e promovendo uma melhor alocação de recursos, tendo consequências positivas no crescimento econômico. Nesse contexto, é de extrema importância compreender quais fatores e condições promovem ou dificultam o desenvolvimento financeiro.

Nas últimas décadas, ganhou força no ambiente acadêmico uma vertente de estudo que relaciona o âmbito legal e financeiro. A magnitude das questões econômicas forçou uma mudança na relação entre os campos do Direito e da Economia, antes vistos como complementares (Morais da Rosa e Aroso Linhares, 2009). Com destaque para o trabalho de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, abreviado como LLSV), essa abordagem busca, entre outras coisas, compreender e mensurar o impacto das origens legais no desenvolvimento econômico e financeiro dos países. As origens legais podem ser divididas, de maneira geral, em duas principais categorias: *Common Law*, proveniente da Grã-Bretanha e *Civil Law*, que possui três grandes ramificações (Francesa, Germânica e Escandinava). As origens legais podem ser tratadas como características exógenas de um país, uma vez que foram impostas, de modo geral, através da colonização (LLSV, 1998).

O interesse econômico no tema se dá por divergências fundamentais entre os sistemas, que geram diferentes incentivos para os agentes econômicos. O *Common Law*, vigente em países como Inglaterra, Estados Unidos e Canadá, tem como principal característica o grande peso dado à jurisprudência nas decisões tomadas pelo poder judiciário. Nessa tradição os juízes devem resolver disputas específicas baseando-se em precedentes de outras disputas judiciais. Já o *Civil Law* dá ênfase maior à interpretação de um código de leis bem definido. O contexto nos quais os sistemas legais foram criados resultaram em diferentes maneiras de lidar com a

propriedade privada e com o poder do Estado. O sistema *Common Law* foi criado com o objetivo de proteger a propriedade individual contra a Coroa Britânica, algo que facilitou a realização de transações e investimentos por parte dos agentes (North and Weingast, 1989), enquanto o *Civil Law* em sua concepção buscava solidificar o poder do Estado, enfraquecendo os direitos individuais e deixando o ambiente menos propício para o desenvolvimento financeiro. (Beck, Kunt, Levine, 2002).

O *French Civil Law* tem como origem o Código Comercial Francês, escrito em 1807 e se disseminou pela Europa com os avanços do exército de Napoleão. Na América Latina, com o fim das colônias espanholas e portuguesas, foram adotados sistemas legais baseados nessa tradição (LLSV, 1998). Já o Código Comercial Alemão foi escrito em 1897 após a unificação alemã, tendo menor disseminação do que o código francês. Mesmo assim teve grande influência em países como Grécia, Itália, Suíça, Japão e Coreia segundo LLSV (1998). Por fim, o Direito escandinavo é restrito a alguns países Nórdicos e apesar de ser considerado parte da tradição do *Civil Law*, não deriva tanto do Direito romano, possuindo um caráter menos dogmático e mais aberto à interpretação dos juízes (Encyclopedia Britannica).



Fonte: Introducing a New Broad-based Index of Financial Development, IMF Working Paper (2016)

Figura 1 – Nível de desenvolvimento financeiro dos países da amostra em 2016, agrupados em duas categorias: *Common Law* e *Civil Law*

Utilizando o indicador de desenvolvimento financeiro (índice de 0 a 1) desenvolvido pelo Fundo Monetário Internacional (2016), que leva em conta o desenvolvimento das instituições financeiras e dos mercados financeiros dos países em relação a aspectos como acesso a serviços financeiros, eficiência e profundidade do mercado (tamanho e liquidez), percebe-se que países que utilizam sistemas jurídicos originários do *Common Law* apresentam, em média, um grau de desenvolvimento financeiro superior aos que possuem sistemas provenientes do *Civil Law* (Figura 1). Essa divergência pode ocorrer por diversos outros fatores, mas os diferentes *enforcements*[1] fornecidos por cada sistema em áreas determinantes para o mundo financeiro, como propriedade privada e alocação de direitos, podem sugerir um possível efeito, que deve ser estudado.

Nesse estudo será medido e analisado o efeito das diferentes origens legais em diversas variáveis financeiras como o número de procedimentos necessários para abrir um negócio, o quanto as instituições legais facilitam a atividade econômica privada e a proteção legal oferecida a credores e tomadores de crédito no mercado. Além disso, será utilizado o indicador de desenvolvimento financeiro desenvolvido pelo FMI, que agrega diversos outros indicadores e sintetiza o ambiente financeiro dos países. Esse indicador é construído através de outros índices, que medem a profundidade, o acesso e a eficiência das instituições financeiras e dos mercados financeiros. Para isso serão utilizados dados em painel, que agregam informações de 2006 a 2016 e contemplam uma amostra de 97 países cujos sistemas de Direito se enquadram como *Common Law*, *French Civil Law*, *German Civil Law* ou *Scandinavian Civil Law*.

2. REVISÃO DA LITERATURA

La Porta et al (1998) analisam como as leis protegem acionistas e credores pela perspectiva da origem legal. De acordo com eles, as famílias legais podem ser tratadas como características exógenas de um país por terem sido impostas de maneira involuntária através do processo de colonização. Dividindo os países da

[1] Enforcements: garantias relacionadas ao cumprimento da lei

amostra em quatro famílias do direito (*Common Law, French Civil Law, German Civil Law e Scandinavian Civil Law*), o estudo conclui que os países de *Common Law* tendem a apresentar uma maior proteção legal dos investidores. Já países que utilizam sistemas derivados do *French Civil Law* apresentam os menores níveis de proteção legal, enquanto as ramificações germânica e escandinava apresentam níveis intermediários. Além disso, os autores apontam para uma relação entre a falta de proteção legal com altos níveis de concentração na participação dos investidores em grandes empresas de capital aberto, uma vez que investidores pequenos tendem a ter menor amparo da lei. Os autores reconhecem as influências mútuas entre as famílias do Direito, de modo que países de *Common Law* fazem uso da legislação e países de *Civil Law* utilizam-se da jurisprudência e da interpretação, mas reiteram que existem diferenças sistemáticas que devem ser levadas em consideração.

Aprofundando essa abordagem, Beck, Demigürç-Kunt e Levine (2002) não buscam apenas mensurar o impacto das origens legais no desenvolvimento financeiro, mas também compreender por que canais esse efeito é transmitido. Para isso, eles fazem distinção entre dois canais: o político e o da adaptabilidade. O canal político leva em consideração a relevância dada aos direitos de propriedade e proteção de contratos privados em relação aos direitos e poderes do Estado, bem como sua influência sobre o poder judiciário. Já o canal de adaptabilidade contempla a capacidade de evolução dos sistemas legais e de se adaptar eficientemente à novas condições e conjunturas, considerando a independência do sistema judiciário em relação à interpretação e aplicação das leis. O resultado obtido aponta para uma maior relevância do canal da adaptabilidade em comparação com o canal político, destacando a relevância de uma adaptação eficiente dos sistemas legais a mudanças socioeconômicas para a construção de um ambiente propício para o desenvolvimento das instituições e serviços financeiros. Países de *Common Law*, por garantirem aos juízes um maior poder de decisão, incentivariam um processo de adaptação mais rápido, uma vez que os juízes teriam capacidade de contestar leis prejudiciais e promover práticas mais eficientes.

A visão de Radu Ciobanu (2015) é mais focada em um aspecto específico do mundo financeiro, com o objeto de estudo sendo o mercado de Fusões e Aquisições. A conclusão do estudo é de que o que de fato importa na hora de atrair investidores é

a estruturação de um mercado bem regulado, capaz de proteger o capital investido, independentemente das particularidades dos sistemas legais.

A teoria institucional de Douglass North (1988) apresenta também um contraponto à ideia de que a origem legal impacta o desenvolvimento financeiro. De acordo com ele, instituições econômicas eficientes promovem um maior e mais sustentável desenvolvimento financeiro. Desse modo, países com melhores instituições transmitiriam um melhor quadro institucional para suas colônias. Por esse ângulo, a origem legal seria uma *proxy* para a qualidade institucional, e não um aspecto determinante no desenvolvimento financeiro.

Esse estudo busca complementar a literatura relacionada ao tema e atualizar os resultados empíricos por dispor de mais dados ao longo do tempo, utilizando medidas específicas ligadas ao mundo financeiro além de indicadores gerais sobre desenvolvimento financeiro que foram desenvolvidos recentemente e não estavam à disposição de outros autores.

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra e Dados

Os dados sobre os sistemas legais vigentes nos países foram coletados da base de dados de La Porta et al. (2008). Nesse estudo, a amostra contará apenas com países de *Civil Law* e *Common Law*, consideradas as duas famílias do Direito mais difundidas ao redor do mundo. A separação em três ramificações do *Civil Law* segue recomendação da literatura.

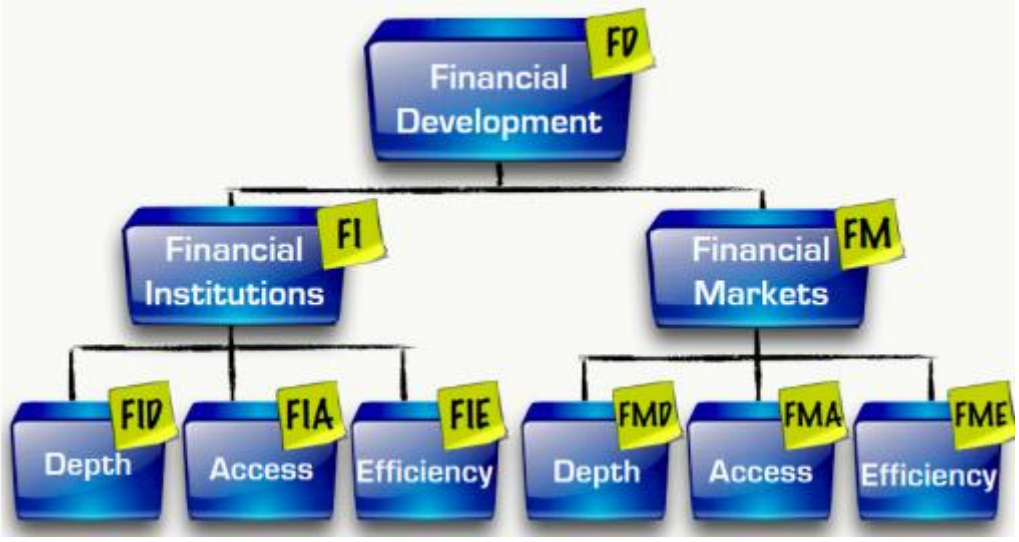
Dados econômicos como PIB e PIB per capita foram coletados da base de dados do *The World Bank*. Outras variáveis que retratam a qualidade do ambiente de negócios, como o número de dias necessários para abrir uma empresa e a quantidade de procedimentos requeridos para isso, além do nível de divulgação de informações financeiras e o grau de proteção dos investidores foram retirados da base de dados *Doing Business* do *The World Bank.* O índice de desenvolvimento financeiro foi coletado da base do Fundo Monetário Internacional de 2016.

Serão utilizados dados em painel, que agregam informações de 2006 a 2016 e contemplam uma amostra de 97 países cujos sistemas de Direito se enquadram como *Common Law*, *French Civil Law*, *German Civil Law* ou *Scandinavian Civil Law*. As observações anteriores a 2006 foram excluídas da base, bem como os países que não possuíam observações disponíveis para os anos de 2006 a 2016.

3.2 Variáveis

3.2.1 Variáveis Resposta

Com o objetivo de analisar o impacto da origem legal nas instituições e serviços financeiros, a variável resposta mais importante será o *Financial Development Index*, desenvolvido em um estudo do Fundo Monetário Internacional (2016), que não foi utilizado em outros estudos, e agrega aspectos das instituições financeiras e dos mercados financeiros dos países, variando de 0 a 1. Esse indicador é construído através de outros índices, que medem a profundidade, o acesso e a eficiência das instituições financeiras e dos mercados financeiros.



Fonte: Introducing a New Broad-based Index of Financial Development, IMF Working Paper (2016)

Figura 2 – Composição do Índice de Desenvolvimento Financeiro

FI_j e FM_j contemplam os índices de profundidade, acesso e eficiência das instituições financeiras e dos mercados financeiros, respectivamente. Desse modo FI corresponde ao desenvolvimento das instituições financeiras e FM ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Por fim, esses índices são agregados, resultando no índice de desenvolvimento financeiro, representado por FD. A composição desses índices pode ser expressa por:

$$FI = \sum_{j=1}^{n} w_j FI_j \quad (1)$$

$$FM = \sum_{j=1}^{n} w_j FM_j \quad (2)$$

$$FD = w_{FI} FI + w_{FM} FM \quad (3)$$

Todos os índices são normalizados para que variem de 0 a 1. Os pesos w_j, w_{FI} e w_{FM} refletem a contribuição de cada série subjacente para a variação no índice específico.

CATEGORY	INDICATOR
Financial Institutions	
Depth	Private-sector credit to GDP
	Pension fund assets to GDP
	Mutual fund assets to GDP
	Insurance premiums, life and non-life to GDP
Access	Bank branches per 100,000 adults
	ATMs per 100,000 adults
Efficiency	Net interest margin
	Lending-deposits spread
	Non-interest income to total income
	Overhead costs to total assets
	Return on assets
	Return on equity
Financial Markets	
Depth	Stock market capitalization to GDP
	Stocks traded to GDP
	International debt securities of government to GDP
	Total debt securities of financial corporations to GDP
	Total debt securities of nonfinancial corporations to GDP
Access	Percent of market capitalization outside of top 10 largest companies
	Total number of issuers of debt (domestic and external, nonfinancial and financial corporations)
Efficiency	Stock market turnover ratio (stocks traded to capitalization)

Fonte: Introducing a New Broad-based Index of Financial Development, IMF Working Paper (2016)

Quadro 1 – Componentes dos índices

3.2.2 Variáveis Explicativas

Serão utilizadas como variáveis explicativas no modelo as origens legais, que indicam se o sistema legal de um país corresponde ao *Common Law* ou às ramificações do *Civil Law* (*French, German, Scandinavian*). O estudo das diferentes ramificações do *Civil Law* se faz necessário uma vez que a literatura reconhece diferenças procedurais relevantes entre elas. Os dados foram coletados da base de dados de La Porta et al. (2008), disponível no site da Darthmouth College.

3.2.3 Variáveis de Controle

PIB: soma de todos os bens e serviços finais produzidos em um determinado país no período de um ano, fornecendo uma ideia do tamanho da economia do país (em US$).

PIB per capita: Produto Interno Bruto dividido pela população de um determinado país, sendo utilizado como uma *proxy* para o grau de desenvolvimento econômico.

Número de procedimentos: indicador que indica o número de procedimentos necessários para abrir uma empresa. Seguindo a metodologia do estudo *Doing* Business, procedimento é definido como qualquer interação entre os fundadores da empresa e terceiros, como órgãos reguladores, advogados e contadores. Procedimentos específicos a alguns setores não são considerados. Essa variável busca mensurar a facilidade de se fazer negócios em um determinado país.

Dias para abrir uma empresa: Variável que indica o tempo, em dias corridos, que é necessário para abrir um negócio. Segundo relatório do *The World Bank*, o cálculo é feito baseado na duração média que os advogados societários ou cartórios indicam ser necessária para concluir um procedimento.

Disclosure Index: índice que mede o grau de proteção dos investidores devido à divulgação de propriedade e informações financeiras, segundo definição do *The World Bank*. O índice varia de 0 a 10, sendo 10 o maior nível de divulgação.

Shareholders rights index: indicador que mensura a relevância e os direitos do acionista em uma grande empresa. O índice varia de 0 a 10, sendo 10 o maior nível relevância e direitos dados aos investidores.

3.3 Modelo Econométrico

$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * commonlaw_{2006_i} + \cdots + \beta_{11} * commonlaw_{2016_i} + \gamma_1 * civillaw_{2006_i} + \cdots + \gamma_{11} * civillaw_{2016_i} + \omega X_{i,t} + a_i + \varepsilon_{i,t},\ i = 1,2,\ldots,n; t = 1,2,\ldots,j$ em que $X_{i,t}$ é a matriz de variáveis controle, a_i captura os fatores não observados constantes ao longo do tempo e $\varepsilon_{i,t}$ é o erro aleatório (4)

$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * commonlaw_{2006_i} + \cdots + \beta_{11} * commonlaw_{2016_i} + \gamma_1 * frcivillaw_{2006_i} + \cdots + \gamma_{11} * frcivillaw_{2016_i} + \delta_1 * gercivillaw_{2006_i} + \cdots + \delta_{11} * gercivillaw_{2016_i} + \varphi_1 * sccivillaw_{2006_i} + \cdots + \varphi_{11} * sccivillaw_{2016_i} + \omega X_{i,t} + a_i + \varepsilon_{i,t},\ i = 1,2,\ldots,n; t = 1,2,\ldots,j$ em que $X_{i,t}$ é a matriz de variáveis controle, a_i captura os fatores não observados constantes ao longo do tempo e $\varepsilon_{i,t}$ é o erro aleatório (5)

Serão utilizados dois modelos no estudo. O primeiro, representado pela equação 4, engloba o *Common Law* e o *Civil Law* de maneira abrangente. O segundo, descrito na equação 5, leva em consideração as diferentes vertentes do *Civil Law*. Como o estudo utiliza dados em painel e as origens legais são constantes ao longo do tempo, foram criadas *dummies* de ano para interagirem com essas variáveis, gerando assim variáveis de origem legal para cada ano da amostra.

Para ambos os modelos, caso a_i seja correlacionado com um ou mais regressores, ele será denominado efeito fixo. Por outro lado, se não houver correlação entre a_i e os regressores, ele será chamado de efeito aleatório. Para escolha do melhor método, é necessário realizar o Teste de Hausman, que compara os resultados provenientes dos estimadores de efeitos fixos e efeitos aleatórios.

Após a realização do Teste de Hausman, os estimadores de efeitos fixos se mostraram consistentes. Desse modo a estimação foi feita via método dos Mínimos

Quadrados Ordinários (MQO) agrupado, em que é utilizada a variação temporal, na variável dependente e no regressor, dentro de cada observação do corte transversal (Madalozzo e Martins, 2018). A suposição crucial desse método de estimação é de que os regressores são exógenos após retirada de a_i, de modo que os erros não sejam correlacionados com as variáveis explicativas.

Serão feitas regressões utilizando como variáveis resposta o índice de desenvolvimento financeiro e os sub-índices de desenvolvimento das instituições financeiras e do mercado financeiro. As variáveis explicativas serão as quatro origens legais (*Common Law*, *Civil Law*, *French Civil Law*, *German Civil Law* e *Scandinavian Civil Law*). A matriz $X_{i,t}$ é composta pelas variáveis controle PIB, PIB per capita, número de procedimento para abrir uma empresa e tempo (em dias) necessário para começar um negócio.

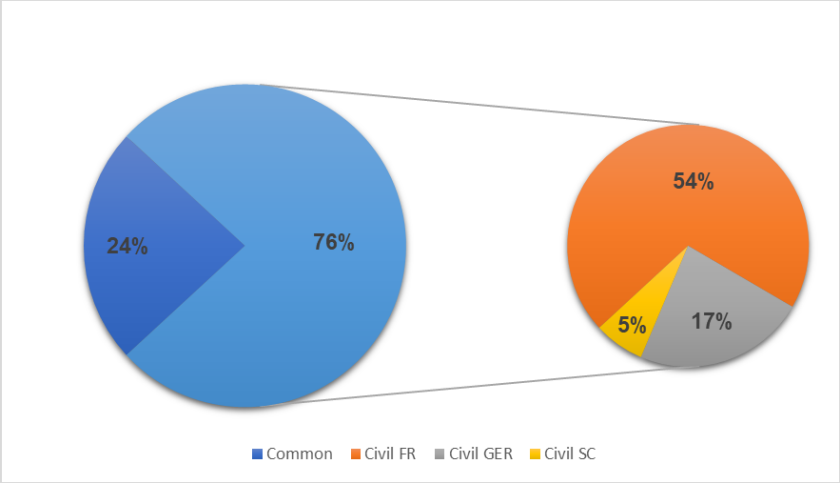
Seguindo a literatura, as origens legais podem ser tratadas como características exógenas de um país, uma vez que foram impostas, de modo geral, através da colonização (LLSV, 1998). Portanto, não há endogeneidade entre desenvolvimento financeiro e a origem legal.

4. RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

Com base na literatura referente ao tema, com destaque para os artigos de LLSV (1998) e de Beck, Kunt e Levine (2002), é esperado que seja observado um impacto positivo da vigência de um sistema de *Common Law* no desenvolvimento financeiro de um país. LLSV (1998) destaca que países de *Civil Law* fornecem menor proteção legal aos investidores do que países de *Common Law*, independentemente da renda per capita. Países que utilizam sistemas derivados do *French Civil Law* apresentam os menores níveis de proteção legal, enquanto as ramificações germânica e escandinava apresentam níveis intermediários. Logo, é esperado que os resultados sigam essa tendência.

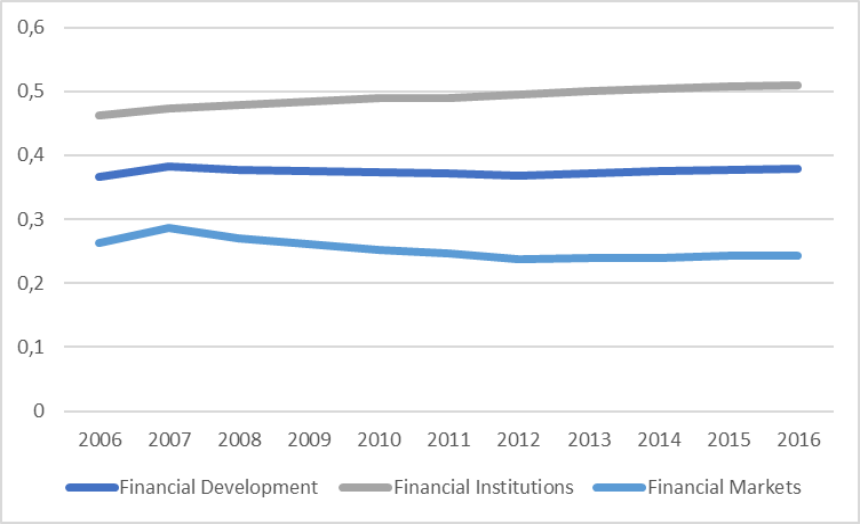
Antes dos resultados das regressões, é necessário fazer uma breve análise descritiva dos dados coletados, visando uma melhor compreensão da amostra, bem como possíveis pontos de destaque. A amostra é composta por 97 países que utilizam sistemas derivados do *Common Law* britânico, do *Civil Law* francês, do *Civil Law* alemão e do *Civil Law* escandinavo. A porcentagem de países de cada origem legal pode ser vista na figura 3.



Fonte: Autor

Figura 3 – Origem legal dos países da amostra

A análise das variáveis resposta na figura 4 revela que, na média, os níveis de desenvolvimento financeiro, dos mercados financeiros e das instituições financeiras não apresentaram grandes mudanças de patamares ao longo dos anos estudados, apresentando apenas uma leve tendência crescimento no caso do *Financial Institutions Index*.



Fonte: Autor

Figura 4 – Índices financeiros (2006 – 2016)

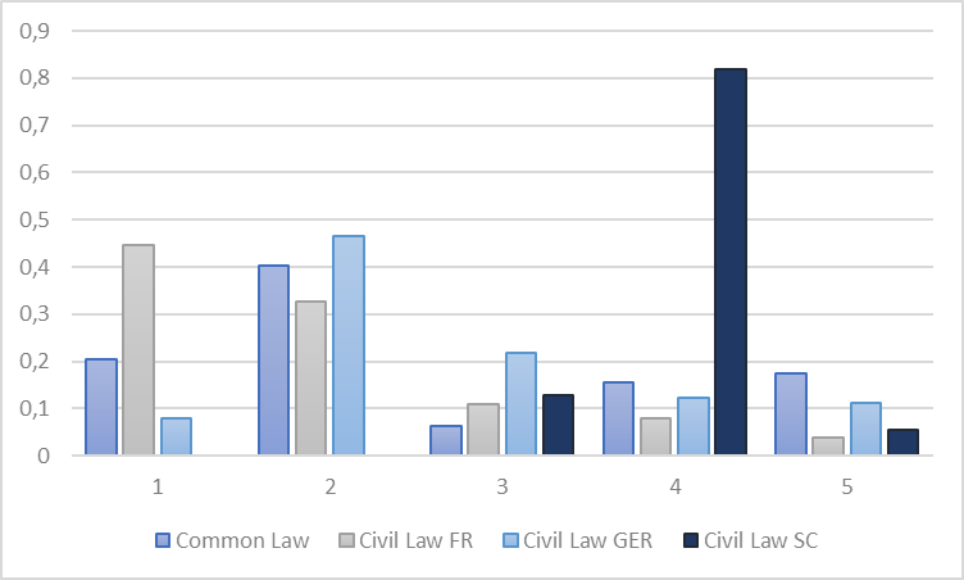
Tabela 1 – Médias das variáveis financeiras (2006-2016)

	FD média	FI média	FM média	Disclosure Index	Shareholders Rights	Corporate transparency
Common Law	0,4384005	0,5712819	0,2991302	5,886957	5,391304	5,626087
Civil Law	0,3743122	0,4902754	0,2528941	5,991134	5,835052	5,870103
Civil law FR	0,2890064	0,3940489	0,179752	6,019231	5,653846	5,173077
Civil Law GER	0,4546862	0,6029864	0,2997597	5,294118	6,823529	7,411765
Civil Law SC	0,6934152	0,7351832	0,615419	7	6,4	9

Fonte: Autor

Na tabela 1, observando os dados do *Financial Development Index*, bem como de seus componentes, percebe-se que países que utilizam sistemas derivados do *Common Law* apresentam, em média, instituições financeiras e mercados financeiros mais desenvolvidos, além de maior desenvolvimento financeiro em geral do que países de *Civil Law*. Esse dado sugere um efeito positivo da origem legal *Common Law* no ambiente financeiro dos países em relação ao *Civil Law*. No entanto, uma análise mais detalhada, que separa o *Civil Law* em suas três principais ramificações, pode apontar outra conclusão. Comparando os mesmos indicadores, percebe-se que, em média, as origens legais germânica e escandinava apresentam valores superiores ao do *Common Law*. Já os valores da vertente francesa do *Civil Law* são bastante inferiores aos do *Common Law*. Esses dados podem sugerir uma possível relação

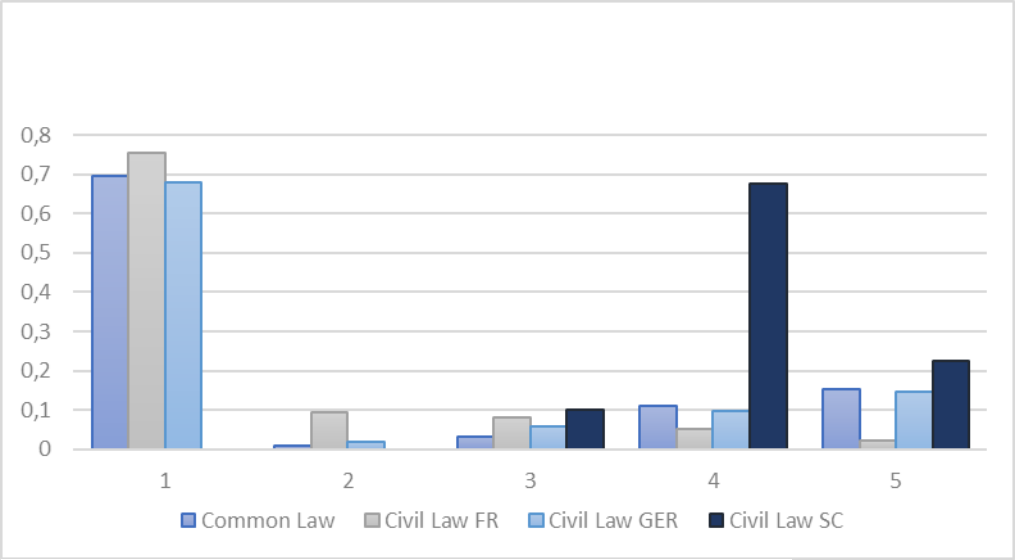
negativa entre o *French Civil Law* e o desenvolvimento financeiro, mas que pode não se aplicar para os outros ramos do *Civil Law*.



Fonte: Autor

Figura 5 – Origem Legal por faixa de desenvolvimento financeiro (ponderado)

Na figura 5 é feita uma divisão do *Financial Development Index* em cinco faixas de mesmo tamanho, sendo a faixa 1 a que contempla os menores valores de desenvolvimento financeiro (menores ou iguais a 0,2) e a faixa 5 os maiores níveis (maiores do que 0,8 e menores ou iguais a 1). Observando o gráfico, que representa a porcentagem de países de cada origem legal em cada faixa de desenvolvimento financeiro, percebe-se que mais de 40% dos países cujos sistemas derivam do *French Civil Law* estão contemplados primeira faixa de desenvolvimento financeiro. Os países de *Common Law*, por sua vez, se concentram principalmente na segunda faixa. Já os países de tradição escandinava estão em sua maioria (80%) na quarta faixa de desenvolvimento financeiro, algo que pode sugerir que a tradição escandinava se difere da difundida tradição francesa em relação aos *enforcements* fornecidos em áreas determinantes para o mundo financeiro, como propriedade privada e alocação de direitos, mesmo que ambas sejam consideradas vertentes do *Civil Law*.



Fonte: Autor

Figura 6 - Origem Legal por faixa de desenvolvimento dos mercados financeiros (ponderado)

Realizando a mesma divisão por faixas do *Financial Markets Index* na figura 6, percebe-se que mais de 60% dos países de *Common Law*, *French Civil Law* e *German Civil Law* possuem mercados financeiros correspondentes à faixa de 0 a 0,2 (o índice varia de 0 a 1). Apenas os países de *Scandinavian Civil Law* apresentaram resultado distinto, com a maioria se concentrando na quarta faixa (entre 0,61 e 0,8). Essa diferença pode ocorrer devido à menor quantidade de países escandinavos em relação às outras tradições legais na amostra.

4.2 Resultados das Regressões

Os resultados das regressões são apresentados nas tabelas 2, 3 e 4. Foram realizadas seis regressões, sendo que duas tiveram como variável resposta o *Financial Development Index*, duas o *Financial Markets Index* e outras duas o *Financial Institutions Index.* Para cada uma dessas variáveis foi feita uma regressão apenas com as origens legais *Common Law* e *Civil* Law e outra que leva em conta as ramificações do *Civil* Law (French, *German* e *Scandinavian*). Foram utilizadas como variáveis de controle o PIB, o PIB per capita, o número de procedimentos necessários para abrir uma empresa e o tempo necessário para abrir um negócio em dias.

Dado que o estudo utiliza dados em painel e as origens legais são constantes ao longo do tempo, os resultados seriam omitidos por colinearidade. Para estimar os coeficientes foram criadas *dummies* de ano para interagirem com as variáveis de origem legal.

Na tabela 2, para as duas regressões, as variáveis de *Common Law* apresentam, em sua maioria, coeficientes positivos, que indicam um efeito positivo dessa origem legal no desenvolvimento financeiro. Os coeficientes atrelados a alguns anos são negativos, podendo indicar um impacto específico desses anos na variável. No entanto, as variáveis não são estatisticamente significantes para um nível de confiança de 95%, o que impede a interpretação dos coeficientes estimados.

Os coeficientes estimados para as variáveis de *Civil Law* na regressão 1 são, na maior parte dos casos, negativos, indicando um efeito negativo dessa origem legal no desenvolvimento financeiro. Essa interpretação está na mesma linha dos resultados previstos pela literatura, que destacam que o maior intervencionismo e rigidez característicos dessa tradição legal podem inibir o fortalecimento do sistema financeiro. No entanto, os valores não são estatisticamente significantes.

Na regressão 2, que separa a variável de *Civil Law*, os coeficientes atrelados às variáveis de *French Civil Law* e *German Civil Law* são negativos, enquanto as estimativas para a origem escandinava são positivas. Novamente, no entanto, a maioria das variáveis apresenta insignificância estatística.

Observando os resultados da tabela 3, que tem como variável dependente o índice de mercados financeiros, os coeficientes das variáveis de *Common Law* não apresentaram significância estatística nem na regressão 1 nem na regressão 2. No entanto, os coeficientes estimados para o *French Civil Law* na regressão 2 se mostraram significantes para alguns anos da amostra, indicando um efeito negativo dessa variável no desenvolvimento dos mercados financeiros. Além disso, os resultados de alguns anos para a vertente escandinava do *Civil Law* mostraram-se positivos e estatisticamente significantes. LLSV (1998) destaca que países de *French Civil Law* possuem mercados financeiros menores (de acordo com a medida de capitalização do mercado em relação ao PIB) e menor capacidade de aplicação da lei em comparação aos outros sistemas legais, além de oferecerem menor proteção legal aos investidores. Os autores apontam que países com essas características tendem

a desenvolver mecanismos para contornar a falta de proteção dos investidores, como dividendos obrigatórios, requisitos de reservas e concentração de propriedade. Em relação à origem escandinava, o artigo argumenta que países que utilizam esse sistema legal tendem a ter os *enforcements* mais fortes, ou seja, a maior capacidade de fazer a lei ser cumprida. Esse aspecto pode influenciar positivamente o desenvolvimento dos mercados financeiros.

A tabela 4 traz os resultados de duas regressões que tem como variável resposta o índice de desenvolvimento das instituições financeiras. Observando os resultados, percebe-se que as variáveis atreladas ao *Civil Law* apresentam coeficientes negativos e relevância estatística, de modo que o *Civil Law* possui um efeito negativo no grau de desenvolvimento das instituições financeiras. As estimativas atreladas à origem francesa apresentam um efeito ainda mais negativo. LLSV (1998) e Beck e Levine (2003) apontam que países de *French Civil Law* apresentam os menores volumes de crédito bancário em relação às outras tradições legais, sendo esse um dos aspectos que caracterizam o desenvolvimento das instituições financeiras.

Tabela 2 – Resultados dos modelos para o *Financial Development Index*

	Regressão 1				Regressão 2			
FD	Coef.	Erro Padrão	t	P>t	Coef.	Erro Padrão	t	P>t
pib	1,28E-15	5,51E-15	0,23	0,816	1,68E-16	5,19E-15	0,03	0,974
pibpc	1,11E-06	3,52E-07	3,16	0,002	1,30E-06	3,52E-07	3,7	0
nproc	-0,00196	0,0007292	-2,69	0,007	-0,000994	0,0006996	-1,42	0,156
dbus	-6,2E-05	0,0000306	-2,01	0,045	-0,0000277	0,000029	0,96	0,339
common2006	0,004048	0,0090482	0,45	0,655	0,0035102	0,0085144	0,41	0,68
common2007	0,011384	0,0089161	1,28	0,202	0,0105997	0,008379	1,27	0,206
common2008	0,011062	0,0088722	1,25	0,213	0,0103191	0,008334	1,24	0,216
common2009	0,012043	0,0089629	1,34	0,179	0,0119086	0,0084276	1,41	0,158
common2010	0,005689	0,0088709	0,64	0,521	0,0055313	0,0083338	0,66	0,507
common2011	0,001903	0,0088122	0,22	0,829	0,0015305	0,0082745	0,18	0,853
common2012	-0,00321	0,0087965	0,36	0,716	-0,0035344	0,0082596	0,43	0,669
common2013	-0,00178	0,0087915	0,2	0,839	-0,002327	0,0082551	0,28	0,778
common2014	-0,00352	0,0087892	0,4	0,689	-0,0040374	0,0082533	0,49	0,625
common2015	0,002376	0,0087822	0,27	0,787	0,0021823	0,008246	0,26	0,791
common2016	0 (omitted)				0 (omitted)			
civil2006	-0,00484	0,0054849	0,88	0,378				
civil2007	0,012243	0,0053096	2,31	0,021				
civil2008	0,000414	0,0052165	0,08	0,937				
civil2009	-4,3E-05	0,0050994	0,01	0,993				
civil2010	-0,00284	0,0050336	0,57	0,572				
civil2011	-0,00805	0,0050487	-1,59	0,111				
civil2012	-0,00997	0,0049625	-2,01	0,045				
civil2013	-0,00749	0,0049688	-1,51	0,132				
civil2014	-0,00568	0,0049452	-1,15	0,251				
civil2015	-0,00111	0,0048978	0,23	0,821				
civil2016	0 (omitted)							
civilfr2006					-0,0235431	0,0060376	-3,9	0
civilfr2007					-0,0099545	0,0058902	-1,69	0,091
civilfr2008					-0,012925	0,0057851	-2,23	0,026
civilfr2009					-0,0125145	0,0057156	-2,19	0,029
civilfr2010					-0,012372	0,0056663	-2,18	0,029
civilfr2011					-0,0171681	0,0056528	-3,04	0,002
civilfr2012					-0,0166062	0,0055603	-2,99	0,003
civilfr2013					-0,0112836	0,0055492	-2,03	0,042
civilfr2014					-0,0044376	0,0055062	0,81	0,42
civilfr2015					-0,0014683	0,0054859	0,27	0,789
civilfr2016					0 (omitted)			
civilger2006					-0,0000486	0,0099947	0	0,996
civilger2007					0,0316795	0,0098433	3,22	0,001
civilger2008					0,015297	0,0097579	1,57	0,117
civilger2009					0,0139045	0,0096588	1,44	0,15
civilger2010					0,005678	0,0096113	0,59	0,555
civilger2011					-0,0016246	0,009624	0,17	0,866
civilger2012					-0,0035364	0,0095987	0,37	0,713
civilger2013					-0,0058796	0,0096088	0,61	0,541
civilger2014					-0,014473	0,0096209	-1,5	0,133
civilger2015					-0,0064751	0,0095912	0,68	0,5
civilger2016					0 (omitted)			
civilsc2006					0,1147485	0,0177035	6,48	0
civilsc2007					0,1209893	0,0178268	6,79	0
civilsc2008					0,0373302	0,0179526	2,08	0,038
civilsc2009					0,0434485	0,0176965	2,46	0,014
civilsc2010					0,0338231	0,0176876	1,91	0,056
civilsc2011					0,0296211	0,0178773	1,66	0,098
civilsc2012					0,0138711	0,0177911	0,78	0,436
civilsc2013					0,0045494	0,0179116	0,25	0,8
civilsc2014					0,0001932	0,0179054	0,01	0,991
civilsc2015					0,0177013	0,0176947	1	0,317
civilsc2016					0 (omitted)			
	R^2= 0.7053				R^2 = 0,6013			

Nº de observações : 1067

Fonte: Autor

Tabela 3 – Resultados dos modelos para o *Financial Markets Index*

	Regressão 1				Regressão 2			
FM	Coef.	Erro Padrão	t	P>t	Coef.	Erro Padrão	t	P>t
pib	-3,58E-16	7,63E-15	0,05	0,963	-1,72E-15	7,31E-15	0,24	0,814
pibpc	1,18E-06	4,88E-07	2,41	0,016	1,47E-06	4,96E-07	2,96	0,003
nproc	-0,00247	0,0010107	-2,44	0,015	-0,00145	0,0009853	-1,47	0,142
dbus	-5,7E-05	0,0000424	-1,33	0,183	-1,3E-05	0,0000408	0,32	0,746
common2006	0,01707	0,0125405	1,36	0,174	0,016858	0,0119903	1,41	0,16
common2007	0,029602	0,0123575	2,4	0,017	0,028969	0,0117996	2,46	0,014
common2008	0,031637	0,0122966	2,57	0,01	0,030974	0,0117362	2,64	0,008
common2009	0,024987	0,0124223	2,01	0,045	0,025162	0,011868	2,12	0,034
common2010	0,01586	0,0122949	1,29	0,197	0,01588	0,0117359	1,35	0,176
common2011	0,01203	0,0122135	0,98	0,325	0,011659	0,0116525	1	0,317
common2012	-0,00147	0,0121917	0,12	0,904	-0,00182	0,0116314	0,16	0,876
common2013	-0,0023	0,0121848	0,19	0,851	-0,00294	0,0116251	0,25	0,801
common2014	-0,00685	0,0121816	0,56	0,574	-0,00749	0,0116226	0,64	0,52
common2015	0,002325	0,0121718	0,19	0,849	0,002098	0,0116123	0,18	0,857
common2016	0 (omitted)				0 (omitted)			
civil2006	0,037827	0,0076019	4,98	0				
civil2007	0,060282	0,007359	8,19	0				
civil2008	0,033466	0,00723	4,63	0				
civil2009	0,025431	0,0070676	3,6	0				
civil2010	0,014046	0,0069764	2,01	0,044				
civil2011	0,004858	0,0069973	0,69	0,488				
civil2012	-0,00454	0,0068778	0,66	0,509				
civil2013	-0,00283	0,0068867	0,41	0,682				
civil2014	-0,00266	0,006854	0,39	0,698				
civil2015	0,001278	0,0067882	0,19	0,851				
civil2016	0 (omitted)							
civilfr2006					0,015153	0,0085024	1,78	0,075
civilfr2007					0,030864	0,0082948	3,72	0
civilfr2008					0,016843	0,0081467	2,07	0,039
civilfr2009					0,010997	0,0080489	1,37	0,172
civilfr2010					0,001099	0,0079795	0,14	0,89
civilfr2011					-0,0076	0,0079604	0,96	0,34
civilfr2012					-0,01276	0,0078303	-1,63	0,104
civilfr2013					-0,00786	0,0078146	-1,01	0,315
civilfr2014					-2,7E-05	0,007754	0	0,997
civilfr2015					-0,00032	0,0077255	0,04	0,967
civilfr2016					0 (omitted)			
civilger2006					0,055625	0,0140749	3,95	0
civilger2007					0,096849	0,0138617	6,99	0
civilger2008					0,061913	0,0137415	4,51	0
civilger2009					0,050473	0,0136019	3,71	0
civilger2010					0,037558	0,013535	2,77	0,006
civilger2011					0,023416	0,0135529	1,73	0,084
civilger2012					0,010768	0,0135173	0,8	0,426
civilger2013					0,006516	0,0135314	0,48	0,63
civilger2014					-0,01007	0,0135484	0,74	0,458
civilger2015					0,001655	0,0135067	0,12	0,903
civilger2016					0 (omitted)			
civilsc2006					0,14972	0,0249306	6,01	0
civilsc2007					0,17909	0,0251044	7,13	0
civilsc2008					0,050606	0,0252815	2	0,046
civilsc2009					0,046935	0,0249208	1,88	0,06
civilsc2010					0,030615	0,0249083	1,23	0,219
civilsc2011					0,029384	0,0251755	1,17	0,243
civilsc2012					0,001082	0,0250541	0,04	0,966
civilsc2013					-0,00928	0,0252238	0,37	0,713
civilsc2014					-0,01961	0,025215	0,78	0,437
civilsc2015					0,013298	0,0249183	0,53	0,594
civilsc2016					0 (omitted)			
	$R^2 = 0,6808$				$R^2 = 0,4797$			

Nº de observações : 1067

Fonte: Autor

Tabela 4 – Resultados dos modelos para o *Financial Institutions Index*

	Regressão 1				Regressão 2			
FI	Coef.	Erro Padrão	t	P>t	Coef.	Erro Padrão	t	P>t
pib	2,90E-15	6,05E-15	0,48	0,632	2,05E-15	5,90E-15	0,35	0,728
pibpc	1,03E-06	3,87E-07	2,67	0,008	1,12E-06	4,00E-07	2,8	0,005
nproc	-0,0014265	0,0008013	-1,78	0,075	-0,00053	0,0007952	0,66	0,509
dbus	-0,0000656	0,0000336	-1,95	0,051	-4,2E-05	0,000033	-1,27	0,204
common2006	-0,009033	0,009942	0,91	0,364	-0,00989	0,0096769	-1,02	0,307
common2007	-0,0069989	0,0097969	0,71	0,475	-0,00792	0,009523	0,83	0,406
common2008	-0,0096733	0,0097486	0,99	0,321	-0,01049	0,0094719	-1,11	0,269
common2009	-0,0010772	0,0098483	0,11	0,913	-0,00152	0,0095782	0,16	0,874
common2010	-0,0045654	0,0097472	0,47	0,64	-0,0049	0,0094716	0,52	0,605
common2011	-0,0082509	0,0096827	0,85	0,394	-0,00862	0,0094043	0,92	0,36
common2012	-0,0048915	0,0096655	0,51	0,613	-0,0052	0,0093873	0,55	0,58
common2013	-0,0012449	0,00966	0,13	0,897	-0,00168	0,0093822	0,18	0,858
common2014	-0,0001473	0,0096575	0,02	0,988	-0,00053	0,0093802	0,06	0,955
common2015	0,002392	0,0096497	0,25	0,804	0,002235	0,0093719	0,24	0,812
common2016	0 (omitted)				0 (omitted)			
civil2006	-0,0474395	0,0060267	-7,87	0				
civil2007	-0,0359739	0,0058341	-6,17	0				
civil2008	-0,0326432	0,0057318	-5,7	0				
civil2009	-0,025517	0,0056031	-4,55	0				
civil2010	-0,0196936	0,0055308	-3,56	0				
civil2011	-0,0208393	0,0055474	-3,76	0				
civil2012	-0,015251	0,0054527	-2,8	0,005				
civil2013	-0,01205	0,0054597	-2,21	0,028				
civil2014	-0,0086222	0,0054337	-1,59	0,113				
civil2015	-0,003481	0,0053816	0,65	0,518				
civil2016	0 (omitted)							
civilfr2006					-0,0619	0,006862	-9,02	0
civilfr2007					-0,05063	0,0066944	-7,56	0
civilfr2008					-0,04251	0,0065749	-6,46	0
civilfr2009					-0,03584	0,0064959	-5,52	0
civilfr2010					-0,02566	0,0064399	-3,98	0
civilfr2011					-0,02648	0,0064246	-4,12	0
civilfr2012					-0,02021	0,0063195	-3,2	0,001
civilfr2013					-0,01454	0,0063069	-2,31	0,021
civilfr2014					-0,00878	0,006258	-1,4	0,161
civilfr2015					-0,00259	0,0062349	0,42	0,678
civilfr2016					0 (omitted)			
civilger2006					-0,05572	0,0113593	-4,91	0
civilger2007					-0,03395	0,0111872	-3,03	0,002
civilger2008					-0,03154	0,0110902	-2,84	0,005
civilger2009					-0,02287	0,0109776	-2,08	0,038
civilger2010					-0,02628	0,0109236	-2,41	0,016
civilger2011					-0,02664	0,010938	-2,44	0,015
civilger2012					-0,01779	0,0109093	-1,63	0,103
civilger2013					-0,01819	0,0109207	-1,67	0,096
civilger2014					-0,01867	0,0109344	-1,71	0,088
civilger2015					-0,01451	0,0109008	-1,33	0,183
civilger2016					0 (omitted)			
civilsc2006					0,078105	0,0201206	3,88	0
civilsc2007					0,061125	0,0202608	3,02	0,003
civilsc2008					0,02351	0,0204038	1,15	0,25
civilsc2009					0,039329	0,0201126	1,96	0,051
civilsc2010					0,036539	0,0201025	1,82	0,069
civilsc2011					0,029427	0,0203182	1,45	0,148
civilsc2012					0,026458	0,0202202	1,31	0,191
civilsc2013					0,018311	0,0203572	0,9	0,369
civilsc2014					0,019998	0,0203501	0,98	0,326
civilsc2015					0,021847	0,0201106	1,09	0,278
civilsc2016					0 (omitted)			
	$R^2 = 0,6572$				$R^2 = 0,4631$			

Nº de observações : 1067

Fonte: Autor

5. CONCLUSÃO

O desenvolvimento financeiro é um aspecto fundamental para o crescimento econômico dos países. Nesse sentido, é de grande relevância compreender quais características afetam a esfera financeira e de que maneira isso ocorre. O estudo das origens legais como determinantes do desenvolvimento financeiro é uma abordagem importante nesse contexto, uma vez que as leis, bem como a maneira de interpretá-las, são poderosos incentivos, que podem atrair ou afastar investimentos. Ao longo dos últimos 20 anos, a literatura relacionada ao tema ganhou corpo e relevância, com destaque para os artigos de Rafael La Porta e coautores.

Esse estudo faz uso de dados em painel, com 97 países observados de 2006 a 2016. Diferentemente de estudos anteriores, as variáveis respostas utilizadas são indicadores construídos pelo FMI que contemplam o acesso, a eficiência e a profundidade das instituições financeiras e dos mercados financeiros, podendo ser agregados em um índice geral de desenvolvimento financeiro. Desse modo é possível medir o impacto da origem legal tanto em aspectos mais específicos quanto em indicadores mais abrangentes. Para isso, foram feitas seis regressões, duas para cada variável resposta (*Financial Institutions Index*, *Financial Markets Index* e *Financial Development Index*).

Os resultados obtidos indicaram um efeito negativo da variável *Civil Law* sobre o *Financial Institutions Index*. A variável *French Civil Law* apresentou um efeito ainda mais negativo sobre o índice de mercados financeiros e sobre o índice de instituições financeiras. Os coeficientes atrelados à variável *Common Law* não apresentaram significância estatística para nenhuma das variáveis resposta estudadas. As origens escandinava e germânica, apesar de estarem contempladas na família do *Civil Law*, parecem não ter um efeito negativo claro no desenvolvimento financeiro. As diferenças procedurais entre os ramos do *Civil Law* podem explicar esses resultados, oferecendo diferentes níveis de proteção aos investidores. Assim, apesar de compreender a dificuldade de alterações expressivas nos sistemas legais vigentes, este estudo visa promover a discussão de práticas mais eficientes que possam tornar as instituições financeiras mais sólidas e os mercados financeiros mais competitivos.

Algumas limitações deste estudo estão relacionadas com a falta de dados disponíveis para uma análise aprofundada. Variáveis ligadas ao volume de crédito privado, ao tamanho do mercado financeiro e ao nível de alfabetização financeira não puderam ser utilizadas por conta da falta de informações para muitos países no período estudado. Além disso, a restrição dos dados também impediu o uso de um intervalo de tempo maior, que poderia alterar os resultados.

Sugestões para estudos posteriores relacionados ao tema estão relacionadas à incorporação de um número maior de variáveis explicativas no modelo, como o volume de crédito fornecido pelo setor privado em relação ao PIB nacional, o quanto as instituições legais facilitam a atividade econômica privada, o volume de ações transacionadas em relação ao PIB e a proteção legal oferecida a credores e tomadores de crédito no mercado. Sugere-se também o uso de outros índices como variáveis resposta, que utilizem métricas distintas para o desenvolvimento financeiro, para comparação dos resultados obtidos. Outra possibilidade é a construção de uma base de dados que contemple um período maior do que os 11 anos utilizados nesse trabalho.

REFERÊNCIAS

BECK, Thorsten; DEMIGÜRÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Law and Finance: why does legal origin matter? **Journal of Comparative Economics**, v.31, Issue 4, p.653-675, Dec. 2003.

BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. Legal Institutions and Financial Development. World Bank Policy Research Working Paper 3136, Sep. 2003.

CIOBANU, Radu. Mergers and acquisitions: does the legal origin matter? **Procedia Economics and Finance**, v.32, p. 1236-1247, 2015.

Encyclopaedia Britannica. [*S. l.*]. Disponível em: <https://www.britannica.com/>. Acesso em: 12 set. 2019.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v.106, nº6, p.1113-1155, Dec. 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. The Economic Consequences of Legal Origins. **Journal of Economic Literature,** v.46, nº2, p.285-332, Jun 2008.

MADALOZZO, Regina; MARTINS, Sérgio. **Alguns modelos para dados em painel.** 2018. 60 slides.

NORTH, Douglass, "Institutions, Economic Growth and Freedom: An Historical Introduction." In M.A. Walker, Ed., **Freedom, Democracy and Economic Welfare**, Vancouver: Fraser Institute, 1988.

NORTH, Douglass C., WEINGAST, Barry. Constitutions and Commitment: Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England. **The Journal of Economic History**, v.49, nº4, p. 803-832, Dec. 1989.

THE WORLD BANK. World Bank Open Data. Acesso em: 9 abr.19.

TUCK SCHOOL OF BUSINESS. Research and Publications Data. The Economic Consequences of Legal Origins (Rafael La Porta, F. López-de-Silanes and A. Shleifer), Journal of Economic Literature, June 2008. Dataset. Disponível em: < http://faculty.tuck.dartmouth.edu/rafael-laporta/research-publications/> Acesso em: 24 maio. 19