SIYOSIY ISLOHOTLAR VA O‘ZBEKISTON KAPITAL BOZORI DINAMIKASI: UCI INDEKSI ASOSIDAGI DASTLABKI TAHLIL

Pirnazarov Dostonbek Hamid o‘g‘li
dostonbek.pirnazarov@pm.me

Annotatsiya. *Tezisda O‘zbekiston kapital bozori dinamikasi va siyosiy-islohot hodisalari atrofidagi qisqa muddatli narx o‘zgarishlari “Toshkent” Respublika fond birjasi (UZSE) ma’lumotlari asosida o‘rganiladi. Tahlil 2016-yil 29-avgustdan 2026-yil 25-sentabrgacha bo‘lgan 2677 ta kuzatuv sanasidagi UCI qatoriga, sakkizta sektor indeksiga hamda UZSE yangiliklarida sanasi ko‘rsatilgan ayrim bozor hodisalariga tayanadi. UCI 1005,14 dan 1952,36 gacha, birja e’lon qilgan bozor kapitallashuvi esa 8,23 trln so‘mdan 786,59 trln so‘mga o‘zgargan. Biroq hodisalar atrofidagi qisqa muddatli o‘zgarishlarni o‘zaro sabab-oqibat bog‘lanishiga ega deb talqin qilish o‘rinli emas: ular umumiy bozor dinamikasi, past likvidlik va boshqa omillardan ajratilmagan. Natijalar islohotlar va bozor ko‘rsatkichlarining birga o‘zgarishini tavsiflaydi, ammo sabab bog‘lanishni mazkur tezisda qo‘llanilgan dastlabki testlar yordamida tasdiqlamaydi.*

Kalit so‘zlar: *kapital bozori, UCI, UZSE, bozor kapitallashuvi, siyosiy islohot, hodisalar tahlili, likvidlik.*

Аннотация. *В тезисе на основе данных Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (UZSE) изучаются динамика рынка капитала Узбекистана и краткосрочные изменения цен вокруг событий политических реформ. Анализ основывается на ряде UCI за 2677 дат наблюдений в период с 29 августа 2016 года по 25 сентября 2026 года, восьми секторных индексах, а также отдельных рыночных событиях, датированных в новостях UZSE. UCI изменился с 1005,14 до 1952,36 пункта, тогда как объявленная биржей рыночная капитализация изменилась с 8,23 трлн сумов до 786,59 трлн сумов. Однако краткосрочные изменения вокруг событий не следует интерпретировать как имеющие причинно-следственную связь: они не отделены от общей динамики рынка, низкой ликвидности и других факторов. Результаты описывают совместное изменение реформ и рыночных показателей, однако не*

подтверждают причинно-следственную связь с помощью предварительных тестов, применённых в данном тезисе.

Ключевые слова: *рынок капитала, UCI, UZSE, рыночная капитализация, политическая реформа, анализ событий, ликвидность.*

Abstract. *The paper examines the dynamics of Uzbekistan's capital market and short-term price changes around political-reform events based on data from the Republican Stock Exchange "Toshkent" (UZSE). The analysis relies on the UCI series covering 2,677 observation dates from August 29, 2016 to September 25, 2026, eight sector indices, as well as selected market events with specified dates in UZSE news. The UCI changed from 1005.14 to 1952.36 points, while the market capitalization reported by the exchange changed from UZS 8.23 trillion to UZS 786.59 trillion. However, it is not appropriate to interpret the short-term changes around the events as having a causal relationship: they are not separated from overall market dynamics, low liquidity, and other factors. The results describe the co-movement of reforms and market indicators, but do not confirm a causal relationship using the preliminary tests applied in this thesis.*

Keywords: *capital market, UCI, UZSE, market capitalization, political reform, event analysis, liquidity.*

Kirish

Rivojlangan kapital bozori jamg‘armalarni investitsiyaga yo‘naltirish, riskni taqsimlash va korporativ nazoratni kuchaytirishga xizmat qiladi [1, 2]. Biroq bu vazifalar bozor infratuzilmasi, investorlar huquqlarining himoyasi va likvidlik yetarli bo‘lgandagina to‘liq bajariladi. O‘zbekiston fond bozori bo‘yicha mavjud empirik ishlar COVID-19 davridagi ko‘rsatkichlar [3], bozor rivojlanish bosqichlari [4] va rivojlanish istiqbollarini [5] tahlil qiladi. Ushbu maqolaning vazifasi UZSE ochiq ma'lumotlaridagi UCI qatorini jamlash va yirik siyosiy hamda bozor hodisalari atrofidagi indeks harakatlarini ehtiyotkorlik bilan tavsiflashdan iborat.

Ma'lumotlar va metodika

Asosiy ko‘rsatkich — UZSE e'lon qiladigan UCI indeksi. Uzbekistan composite index (UCI) bu "Toshkent" Respublika fond birjasining kompozit indeksi bo‘lib, u o‘zida birja kotirovkalar varag‘iga kiritilgan aksiya emitentlarining umumiy holatini [14] aks ettiradi:

$$Index = \frac{Market\ Cap\ current\ date}{Market\ Cap\ base\ date} * Base\ Index,$$

bu yerda:

- Market Cap Current date - bu birja kotirovkalari ro‘yxatiga kiritilgan barcha aksiya emitentlarining joriy savdo sanasidagi so‘ngi bitim bo‘yicha tizim tomonidan hisoblangan jami kapitallashuvi;

- Market Cap Base date – bu indeks yuzaga kelgan ma’lum sanadagi (29.08.2016) birjakotirovkalari varaqasiga kiritilgan barcha aksiya emitentlarining so‘ngi bitim bo‘yicha tizim tomonidan hisoblangan jami kapitallashuvi;

- Base Index – bu indeks ko‘rsatkichi uchun belgilangan son birligi - 1000.

Ma’lumotlar 2016-yil 29-avgustdan 2026-yil 25-sentabrgacha bo‘lgan 2677 ta kuzatuv sanasini qamrab oladi; unda UCI yopilish qiymati, bozor kapitallashuvi va savdo qiymati mavjud. Sakkiz sektor indeksining tarixiy qatorlari ham ko‘rib chiqildi, biroq ularning uchtasida kuzatuvlar 2022–2023-yillarda tugaydi. Shuning uchun sektor indekslari bo‘yicha to‘liq o‘n yillik qiyosiy xulosa chiqarilmadi. UZSE’ning TCI sahifasidagi ma’lumotlar 2024-yil 23-fevralda tugagani sababli u asosiy trend bahosiga kiritilmadi.

Hodisa sanalari rasmiy hujjatlar va UZSE xabarlaridan olindi: PF-4947 (2017-yil), valyuta siyosatini liberallashtirishga oid PF-5177 (2017-yil 2-sentabr), PF-158 (2023-yil), UzNIF IPO yakunlanishi (2026-yil 15-may), ilk ipoteka obligatsiyasi savdosi (2026-yil 9-iyul) va sukuk istiqbollari muhokamasi (2026-yil 13-avgust) [8–13]. Avvalgi ishchi xronologiyada kapital bozoriga bog‘langan, ammo bu tadqiqotda rasmiy manba bilan tasdiqlanmagan ayrim hodisalar tahlildan chiqarildi.

Yil ichidagi o‘zgarish joriy yilning birinchi mavjud UCI qiymati bilan oxirgi qiymatini taqqoslaydi. O‘zgaruvchanlik yilliklashtirilgan kunlik oddiy daromadlilikning standart og‘ishidir; ayrim yillardagi katta qiymatlar indeksdagi keskin sakrashlar bilan bog‘liq. Hodisalar uchun UZSE qatoridagi [-5;+5] kuzatuv sanasi oynasidagi UCI daromadliligi kuzatildi; kutilgan daromadlilik [-61;−11] oynasidagi medianaga teng deb olinib, kumulyativ g‘ayrioddiy daromadlilik (CAR) tavsifiy ko‘rsatkich sifatida hisoblandi. Regressiyada kunlik daromadlilik hodisa sanalarining ±10 kalendar kunlik indikatorlari va Markaziy bankdagi oylik USD kursi o‘zgarishiga bog‘landi; standart xatolar HC0 usulida hisoblandi. HC0 xatolari vaqt qatoridagi avtokorrelyatsiyani hisobga olmaydi. Shu sababli ushbu sodda dizayn korelyatsiyani tavsiflaydi, sabab-oqibat bog‘lanishini to’la asoslamaydi [6].

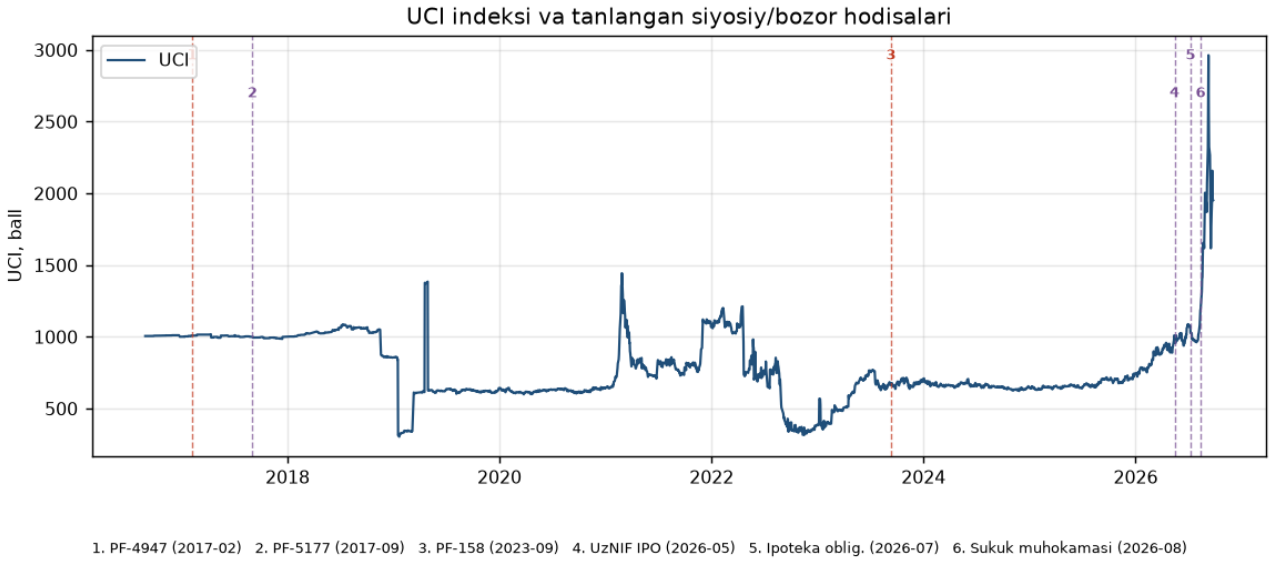
Natijalar va muhokama

1-jadval. UCI va bozor hajmining tanlangan yillar bo‘yicha dinamikasi[18]

Yil	UCI yil oxiri	Yil ichidagi o‘zgarish, %	Kapitallashuv, trln so‘m
2017	999,00	−0,2	13,0
2019	641,97	−25,2	52,0
2021	1 069,14	+65,5	55,7
2022	386,49	−63,5	93,7
2023	703,25	+83,6	168,5
2024	655,12	−7,7	241,5
2025	744,07	+16,2	283,4
2026*	1 952,36	+161,1	786,6

2016-yil avgustidagi 1005,14 dan 2026-yil 25-sentabrdagi 1952,36 gacha UCI jami 94,2% yoki qariyb 1,94 baravar ko‘tarilgan. Shu davrda birja e’lon qilgan nominal kapitallashuv 8,23 trln. so‘mdan 786,59 trln. so‘mga — qariyb 95,6 baravar — oshgan. Indeks va kapitallashuv o‘sishidagi katta tafovut kapitallashuvning o‘zgarishini faqat aksiyalar narxi bilan izohlab bo‘lmasligini ko‘rsatadi. UZSE’dagi ushbu agregat qatorning o‘zi emissiyalar, muomaladagi aksiyalar soni, indeks tarkibi va qayta baholashlarning alohida hissasini ajratishga imkon bermaydi. 2022-yildagi keskin pasayishdan keyingi o‘sish ham bir tekis bo‘lmagan. Shuning uchun yakuniy qiymatlar bozor chuqurligi yoki investorlar keng ishtirokini o‘z-o‘zidan isbotlamaydi.

[18] 2026-yil ma’lumotlari 25-sentabrgacha; o‘zgarish 2026-yilning birinchi mavjud UCI qiymatidan hisoblangan. Muallif hisob-kitobi, UZSE tarixiy ma’lumotlari asosida [7].



1-rasm. UCI indeksi va tekshirilgan hodisalar sanalari.[19]



2-rasm. Bozor hajmi va savdo faolligi; 2016 va 2026-yillar qisman davr.[20]

Hodisalar oynasidagi tavsifiy CAR PF-4947 sanasida +0,27%, valyuta siyosatini liberallashtirish farmoni atrofida −0,59%, PF-158 sanasida −1,18%, UzNIF IPO xabari atrofida +7,87%, ilk ipoteka obligatsiyasi savdosi atrofida −10,70% va sukuk istiqbollari muhokamasi atrofida +41,99% bo‘ldi. Sukuk muhokamasi oynasidagi yirik musbat qiymat umumiy UCI ko‘tarilishi bilan bir vaqtda yuz bergan; uni alohida xabarning mustaqil ta’siri deb talqin qilib bo‘lmaydi. Ushbu CAR’lar qisqa oynadagi xom indeks harakatidan median kutilgan daromadlilikni ayirish orqali olingan izlanish ko‘rsatkichlaridir; ular o‘z-

[19] Raqamlar rasmiy hujjat/birja xabarining sanasini belgilaydi; hodisalar sanalari rasmiy LexUZ va UZSE materiallari asosida muallif ishlovi.
[20] Muallif hisob-kitobi, UZSE tarixiy ma’lumotlari asosida.

o‘zidan statistik ahamiyat yoki sababiy ta’sirni tasdiqlamaydi. Ayrim sanalar rasmiy hujjat qabul qilingan kun emas, birja xabari yoki muhokama sanasidir; axborot oldindan kutilgan bo‘lishi ham mumkin.

2-jadvalda CAR — [-5;+5] savdo kunlik oynadagi yig‘indi g‘ayrioddiy daromadlilik; kutilgan daromadlilik [-61;−11] oynasining medianasi bilan baholangan. Bu kichik namunadagi tavsifiy natijalar bo‘lib, statistik yoki sababiy ta’sirning tasdig‘i emas.

2-jadval. Tanlangan hodisalar atrofidagi UCI qaytdarishi[21]

Hodisa	Sana	CAR, %
Harakatlar strategiyasi (PF-4947)	2017-02-07	+0,27
Valyuta siyosatini liberallashtirish (PF-5177)	2017-09-02	−0,59
O‘zbekiston–2030 (PF-158)	2023-09-11	−1,18
UzNIF IPO yakunlanishi	2026-05-15	+7,87
Ilk ipoteka obligatsiyasi savdosi	2026-07-09	−10,70
Sukuk istiqbollari muhokamasi	2026-08-13	+41,99

Regressiyada sukuk xabari atrofidagi indikator koeffitsienti musbat bo‘ldi (β=0,0357, $p<0,001$), USD kursi koeffitsienti esa manfiy, lekin odatiy 5 foizlik mezonda statistik ahamiyatli emas (β=−0,0029, $p\approx0,10$); model R^2=0,0043. Hodisa indikatorlari juda kam kunni qamrab oladi; model UCI dispersiyasining 0,5 foizidan kamini izohlaydi. Bundan tashqari, oylik valyuta kursini kunlik qaytdarish bilan birlashtirish chastota nomuvofiqligini keltirib chiqaradi. Shu bois bu regressiya sababiy ta’sir, prognoz yoki islohotlar samaradorligi bahosi sifatida talqin qilinmaydi. Keyingi tadqiqotda kengroq nazorat o‘zgaruvchilari, oldindan belgilangan oynalar, alternativ indekslar va likvid aksiyalar bo‘yicha alohida tahlil zarur.

Xulosa

UZSE ma’lumotlari O‘zbekiston kapital bozori ko‘rsatkichlarining sezilarli, lekin notekis kengayganini ko‘rsatadi: 2016–2026 yillar oralig‘ida UCI 94,2%,

[21] Muallif hisob-kitobi, UZSE UCI tarixi asosida.

e’lon qilingan kapitallashuv esa 95,6 baravar oshgan. Tanlangan hodisalar oynalarida ayrim katta qaytdarishlar kuzatilgan bo‘lsa-da, juda qisqa va o‘zgaruvchan bozor qatori, past likvidlik, hodisalarning oldindan kutilishi va umumiy trend ta’siri sababli siyosiy qarorlar bilan narx o‘zgarishi o‘rtasida sababiy bog‘lanish aniqlanmadi. Amaliy jihatdan UZSE indeks metodologiyasi va tarkib o‘zgarishlarini ochiqroq yoritish, erkin muomaladagi aksiyalar ulushini hamda likvidlikni oshirish muhim. Tahlilning asosiy hissasi — UCI trendini va siyosiy/bozor hodisalarini bir joyda hujjatlashtirish; xulosalar esa dastlabki, keyingi tekshiruvni talab qiladigan natijalar sifatida qaralishi lozim.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature. — 1997. — Vol. 35, № 2. — P. 688–726.
2. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance // Journal of Political Economy. — 1998. — Vol. 106, № 6. — P. 1113–1155. DOI: 10.1086/250042.
3. Eshov M., Osamy W., Aziz A., Khedr A. M. Econometric Analysis of Stock Market Performance during COVID-19 Pandemic: A Case Study of Uzbekistan Stock Market // International Journal of Advanced Computer Science and Applications. — 2021. — Vol. 12, № 4. DOI: 10.14569/IJACSA.2021.0120427.
4. Umaraliyevich M. S. Stages of Development of the Stock Market of Uzbekistan // International Journal of Psychosocial Rehabilitation. — 2020. — Vol. 24, № 5. — P. 6661–6668. DOI: 10.37200/ijpr/v24i5/pr2020653.
5. Ataniyazov J., Narimonov S. Stock Market in Uzbekistan: Current Situation and Development Prospects // British Journal of Multidisciplinary and Advanced Studies. — 2022. — Vol. 3, № 1. — P. 1–10. DOI: 10.37745/bjmas.2022.00121.
6. MacKinlay A. C. Event Studies in Economics and Finance // Journal of Economic Literature. — 1997. — Vol. 35, № 1. — P. 13–39.
7. “Toshkent” Respublika fond birjasi (UZSE). Price indices: UCI va sektor indekslarining tarixiy ma’lumotlari [Elektron resurs]. — 2026. — Murojaat sanasi: 26.09.2026. UZSE — Price indices

8. O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti. O‘zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo‘yicha Harakatlar strategiyasi to‘g‘risida: PF-4947-son Farmon. — 2017-yil 7-fevral. — Qonunchilik ma’lumotlari milliy bazasi — LexUZ. LexUZ

9. O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti. Valyuta siyosatini liberallashtirish bo‘yicha birinchi navbatdagi chora-tadbirlar to‘g‘risida: PF-5177-son Farmon. — 2017-yil 2-sentabr. — Qonunchilik ma’lumotlari milliy bazasi — LexUZ. LexUZ

10. O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti. O‘zbekiston — 2030 strategiyasi to‘g‘risida: PF-158-son Farmon. — 2023-yil 11-sentabr. — Qonunchilik ma’lumotlari milliy bazasi — LexUZ. LexUZ

11. “Toshkent” Respublika fond birjasi (UZSE). UzNIF IPO successfully completed [Elektron resurs]. — 2026-yil 15-may. UZSE

12. “Toshkent” Respublika fond birjasi (UZSE). Uzbekistan executes the first exchange transaction with the country’s first mortgage bonds [Elektron resurs]. — 2026-yil 9-iyul. UZSE

13. “Toshkent” Respublika fond birjasi (UZSE). Prospects for introducing Sukuk securities in Uzbekistan discussed [Elektron resurs]. — 2026-yil 13-avgust. UZSE

14. “Toshkent” Respublika fond birjasi (UZSE). “Toshkent” Respublika fond birjasi UZBEKISTAN COMPOSITE INDEX (UCI) indeksining tahlili [Elektron resurs]. UZSE — UCI tahlili

15. “Toshkent” Respublika fond birjasi (UZSE). Metadata of statistical information of the RSE “Toshkent” [Elektron resurs]. UZSE — Statistical metadata