

换手处的损耗：全托管的边界画在哪里

Loss at the handover: where the boundary of a full mandate is drawn

庚辛研究院 / Glacier Institute^{*†}

出自 阿蒙森研究所 · The Amundsen Institute

庚辛研究院 (Glacier Institute) | 通讯论文 Working Paper GI-WP-2026-P12 | 2026-09-22 | 中文正文，附英文标题与摘要

建议引用格式 Cite as:

Glacier Institute (2026). Loss at the handover: where the boundary of a full mandate is drawn. Glacier Institute Working Paper GI-WP-2026-P12. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P12.html>

庚辛研究院 (2026). 《换手处的损耗：全托管的边界画在哪里》. 庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P12. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P12.html>

要点 Key Takeaways

- 1 「不换手」不是一句承诺，是一条边界线——先得数清楚线上有几个环节。
- 2 创始人问的不是「你们做什么」，是「为什么这件该你们做」。
- 3 官网有两张「六」，一张是工序，一张是关系——它们换手的代价不是一回事。
- 4 不换手省下的不是传文档的力气，是重建上下文的力气。

摘要

一家融资顾问机构说自己「端到端负责、六个维度不换手」，这句话听起来是承诺，其实是一个边界问题：管到哪一步为止。本文把它当成企业边界问题处理。底本是公开网页：一家精品投行在官网上有五处关于「全托管」的公开表述，本文逐字抄录并标出行号；把五处的枚举项逐项归一之后，能数出一件不在任何一句话里的事——官网有两张各含六项的清单，一张是关系层级，一张是流程环节，两张只在四项上重合，而最长的那张公开清单有九项。这说明「不换手」的对象至少有两类：工序可以交接，交接成本可以估；关系不能交接，换人就重来。机制部分用六组文献：交易成本经济学与企业边界、不完全契约与剩余控制权、多任务代理、纵向一体化的经验研究、交接损耗的实证、镜像假说。工具是一张十一行的换手边界自查表，并用它扫了那八个归一项。主张写成可以被推翻的命题，文末给出五类边界。本文不出现任何客户公司的名字，不出现这家机构自身的任何经营数字。

关键词：企业边界；交易成本；纵向一体化；剩余控制权；交接损耗；镜像假说；融资顾问

JEL 分类 JEL Classification: D23 (组织行为与交易成本), L14 (交易关系与网络), L84 (专业与商业服务), G24 (投资银行与创业投资)

Abstract

When a financing advisor says it is "responsible end to end, with six dimensions never handed off", that sounds like a promise. It is in fact a boundary question: how far does the mandate go before it stops? This paper treats it as a question about the boundary of the firm rather than as a service slogan.

The source text is public. A boutique investment bank states its "full mandate" in five separate places on its website. All five are reproduced verbatim here, with line numbers in the public plain text. Normalising the items each of them enumerates yields something that no single sentence says: the site carries two different lists of six. One is a ladder of relationship levels — trust, information, narrative, tempo, relationships, accountability. The other is a sequence of process steps — deal information flow, core value narrative, matching of target capital, deal tempo, coordination of key relationships, closing. The two lists overlap on only four items. The longest public list has nine items, three more than six.

The count is not a word game. It shows that what is "never handed off" is at least two kinds of thing: some of it is process, some of it is relationship. Process can be handed over and the cost of handing it over can be estimated. A relationship cannot: change the person and it starts again.

* 利益披露 Disclosure: 庚辛研究院是庚辛资本的研究机构，本文由庚辛研究院署名。庚辛资本在其业务中担任部分科技企业的财务顾问，并以自有资金参与部分企业的股权投资；这类关系可能与本文讨论的行业范围重合。本文不涉及任何具体在投项目，不使用任何未公开信息；文中引用的企业、行业与数据信息一律取自公开来源并逐条注明出处。作者未因本文获得任何第三方报酬。

† 免责声明 Disclaimer: 本文为方法讨论性质的通讯论文，仅代表作者在写作时点的分析。本文不构成投资建议，不构成任何证券、基金份额或其他权益的要约或要约邀请，亦不构成对任何公司估值、融资结果或投资回报的承诺或预测。本文未经同行评议，内容可能在后续版本中修订。

The two require different boundary tests, and while they sit in one list no boundary can be drawn at all.

The mechanism section draws on six bodies of work: transaction cost economics and the boundary of the firm (asset specificity, uncertainty, frequency); incomplete contracts and residual rights of control; multitask agency theory, in which tasks of unequal measurability distort incentives when bundled; the empirical literature on vertical integration; evidence on losses at the handoff — information lost at shift handover, relational coordination, the stickiness of knowledge; and the mirroring hypothesis, under which the structure of what is delivered comes to resemble the structure of the organisation delivering it.

The paper offers one tool: an eleven-row handoff boundary audit, each row written as criterion, what argues against outsourcing, what argues for it, and its basis. The eight normalised items are then scored against it. The central claim is stated as a falsifiable proposition together with the evidence that would refute it. Five boundary cases close the paper, including one that must be stated: the price of end-to-end is that attribution becomes hard, so not handing off requires an outside assessor.

No client company is named, no description that could identify one is used, and none of the firm's own financial figures appear.

Keywords: boundary of the firm; transaction costs; vertical integration; residual control rights; handoff loss; mirroring hypothesis; financing advisory

1. 问题：「你们到底管到哪一步」

这是创始人在第一次见面时最常问的一句话，也是最难答好的一句。

答得窄，对方觉得你只是介绍人。答得宽，对方下一个问题立刻跟上：那我还需要自己干什么？如果什么都是你们干，出了问题算谁的？

同行与投资人们问的是同一件事的另一面：一家机构说自己「端到端」「不换手」，这句话有没有一个可以检验的边界，还有一句好听的话。

本文回答这两个问题。

第一个问题的答案不能是一张服务清单。服务清单只说「我们做什么」，不说「为什么这一件该我们做、那一件不该」。而后者才是创始人真正在问的——他要判断的是把一件事交出去划不划算，不是了解你的业务范围。

第二个问题的答案也不能是一句「我们全都管」。经济学对企业边界有一套用了将近九十年的框架，它给出的答案从来不是「越多越好」，而是「在两种成本相等的

那一点停下」。把这套框架搬到融资顾问这件事上，本文认为边界应当画在接口成本高于内部协调成本的那一点——再往前一步，不换手就开始亏了。

本文的路线：第2节把公开底本摆出来，并从它自己的枚举里数出两张清单；第3节给出六组机制文献；第4节回到「端到端」这个概念在它自己的领域里说了什么，以及它公认的代价；第5节给出工具并用它扫一遍那八项；第6节把主张写成可以被推翻的命题；第7、8节划边界。

与本系列已发各篇的分工，写在这里免得读者以为重复：GI-WP-2026-P8《单向门》讲的是一个动作可不可撤回、谁来按下它，是动作层；本文讲的是一件事该不该由同一个系统负责，是边界层。同一笔交易里，边界决定谁来做，单向门决定谁来按。GI-WP-2026-P11《借来的理论》第4.3节对「端到端 → 全托管」这一对做过三段式的判断，本文是把那一小节展开成一篇独立的边界分析，并补上它没有的两样东西：公开清单的逐项归一，以及一张可以照着扫的自查表。

创始人问的不是「你们做什么」，是「为什么这件该你们做」。

2. 底本：官网五处怎么说「不换手」

2.1 底本怎么取的

底本是公开网页，任何人可以复现。取法：`curl` 拉取 <https://glacier.mba/institute.html>，依次剥掉 HTML 注释、`<script>`、`<style>`，再把全部标签换成换行、反转义实体、去空行，得到纯文本，共 10,079 行。抓取日期 2026-09-22。下文行号均指这份纯文本的行号，与 GI-WP-2026-P11 用的是同一份底本、同一套行号。

2.2 第一处：第 18 章第 3 对 (L3880–L3885)

官网第 18 章把「端到端」这个概念对上了「全托管」：

「从输入到输出，一个模型端到端负责；分成多段的流水线，误差会在段与段之间累积。」——理论句，L3881 [1]

「从恢复事实到交割收口，同一个系统端到端负责，六个维度不换手——误差没有地方累积。」——现象句，L3883 [1]

这一对下面标了来源：「Bojarski et al. (2016), End to End Learning for Self-Driving Cars, arXiv:1604.07316, Figure 4」(L3885) [1][18]。

这句现象句里有一个数字：六。它没有在这一句里被展开。要知道是哪六个，得去官网别处找。

表 1 / Exhibit 1 官网五处「全托管」公开表述的枚举项逐项归一。

归一项	六大核心维度	全套流程	常见问答	核心服务
信任	信任	—	—	—
信息	信息	交易信息流	交易信息	—
叙事	叙事	核心价值叙事	核心叙事	资本路线设计
节奏	节奏	交易推进节奏	推进节奏	时间节奏（见 L4521）
关系	关系	关键关系协调	关键关系	产业协同
担当	担当	—	—	条款协调
资方匹配	—	目标资方匹配	—	投资人结构
交割	—	交割落地	交割安排	交割管理
事实恢复	—	—	—	事实恢复
复杂交易设计	—	—	—	复杂交易设计
尽调支持	—	—	—	尽调支持

来源与说明：四列分别取自 L675/L678/L3230（六大核心维度）、L676（全套流程）、L4525（常见问答）、L4523（核心服务）。行的顺序按第一次出现的行号排。归一规则见写作说明 6.1；本表为本文计数，官网没有对应的对照表。

2.3 另外四处

第二处（L674 – L678），全托管协作模式。

「该模式涵盖六大核心维度（信任为先）：信任、信息、叙事、节奏、关系、担当。」——L675（同句在 L678 重复一次）[1]

「庚辛资本的『全托管协作』意味着：企业保留所有重大事项的最终裁决权，同时将交易信息流、核心价值叙事、目标资方匹配、交易推进节奏、关键关系协调及交割落地等全套流程，交由庚辛资本统筹主导。」——L676 [1]

注意这两句在同一屏里，枚举的却不是同一组东西。L675 枚举六个「维度」，L676 枚举六段「流程」。

第三处（L3220 – L3230），首页第 09 节。

「企业决策，庚辛统筹。企业家只做三件事：定战略、找对人、深入一线。全托管的本质是同侧——你的利益，就是我的利益。」——L3220 [1]

「全托管六级：信任是地基，往上依次是信息、叙事、节奏、关系、担当；企业保留最终决策权。」——L3230 [1]

第四处（L4524 – L4525），常见问答。

「全托管是庚辛的深度交易协作：企业保留重大事项最终决策权，交易信息、核心叙事、推进节奏、关键关系与交割安排交由庚辛统筹。」——L4525 [1]

这一句枚举了五项，不是六项。

第五处（L4523），同一组问答的上一问。

「不是。投资人引荐只是工作的一部分，核心服务还包括事实恢复、资本路线设计、投资人结构、路演与投资人沟通、复杂交易设计、产业协同、尽调支持、条款协调和交割管理。」——L4523 [1]

这一句枚举了九项。

2.4 把五处枚举逐项归一

下表是本文从上面五处公开句子里数出来的。归一规则写在写作说明 6.1：只按词面合并明显同指的项（「交易信息流」「交易信息」「信息」归为「信息」），不做任何语义推测；一处没有出现的项留空。

表 2 / Exhibit 2 表 1 的计数汇总（续表 1）。

分档	项数	具体项
四列里出现三列及以上	4	信息、叙事、节奏、关系
只在「六大核心维度」出现	2	信任、担当
在流程类清单出现、维度清单没有	2	资方匹配、交割
只在最长那张清单出现	3	事实恢复、复杂交易设计、尽调支持

来源与说明：分母为表 1 的十一个归一项。每一档互斥，合计 11，无重复计数。计数由本文做出。

表 1 与表 2 里有三件事值得停一下。

第一，「六」有两张。一张是关系层级（信任、信息、叙事、节奏、关系、担当），一张是流程环节（交易信

息流、核心价值叙事、目标资方匹配、交易推进节奏、关键关系协调、交割落地）。第 18 章那句「六个维度不换手」用的是「维度」二字，按字面对应前者。但一个读者很容易把它读成后者——因为「不换手」这个动词只对工序说得通。

第二，两张表只在四项上重合。信息、叙事、节奏、关系。这四项的特点是它们既是一道工序，也是一种关系：信息要归集（工序），也要有人信你才给（关系）。

第三，各自独有的那几项，性质完全不同。只在维度清单里的两项是「信任」和「担当」——这两样不是工序，是属性；它们不能被交接，只能被建立或失去。只在流程清单里的两项是「资方匹配」和「交割」——这两样是标准的工序，有明确的起点、终点和交付物。

这就是本文的起点。「不换手」这句话的对象混了两类东西。工序换手有损耗，损耗可以估、可以比较；关系换手不是损耗，是归零。两类东西如果用同一条理由（「误差不在接缝处累积」）来解释为什么不换手，那条理由对其中一类是对的，对另一类是不必要的——关系本来就不存在「接缝误差」这个问题，它存在的是另一个问题：换人就重来。

官网有两张「六」，一张是工序，一张是关系——它们换手的代价不是一回事。

3.

机制：企业边界是比出来的，不是宣布的

3.1 边界在两种成本相等的那一点

Coase [2] 问的问题是：既然市场能配置资源，为什么还需要企业？他的答案是使用价格机制有成本——找到交易对手、谈判、签约、监督履约都要花钱。企业之所以存在，是因为在某些事情上，用命令组织一遍比用价格买一遍便宜。由此得到的边界判据只有一句话：把一件事拿进来做，直到再多拿一件的内部组织成本等于去市场上买它的成本为止。

Coase 没说的是这个成本差由什么决定。Williamson [3] 补上了三个可操作的维度：

- 资产专用性：为这笔交易而做的投入，换一个对手方之后还剩多少价值。剩得越少，专用性越高。
- 不确定性：签约的时候能不能把将来会发生的情况写清楚。写不清楚的越多，越需要事后的裁量。
- 频率：同类交易多久发生一次。频率高，专门建一套内部安排才摊得平。

三条里高的越多，越应该内部化；三条都低，市场交易更便宜。Williamson 后来把这套框架写成一个更完整的离散结构比较 [4]：市场、混合形态（长期契约、联盟）、层级（内部化）是三种有各自适用区间的治理结构，不是好坏之分。这一点对本文很重要：全托管是一种治理结构，不是一种服务等级。

3.2 剩余控制权：合同写不全的那部分归谁

Grossman 与 Hart [5]、Hart 与 Moore [6] 从另一条路切进来。他们的出发点是：任何合同都写不全，总有情况没被写进去。所以真正要分配的不是「谁做什么」，而是在没写到的情况下谁说了算——这就是剩余控制权。谁拥有它，谁就有动力在事前做专用投入，因为他知道事后不会被敲竹杠。

这条理论对融资顾问这件事有一个直接的推论。官网五处表述里有一句反复出现，几乎一字不改地出现了三次：

「企业保留所有重大事项的最终裁决权」——L676 [1]

「企业保留最终决策权」——L3230 [1]

「企业保留重大事项最终决策权」——L4525 [1]

在 Grossman - Hart 的框架里，这不是一句客气话，这是把剩余控制权明确留在企业侧。它的后果是可以推出来的：顾问方因此不会拥有事后的裁量权，所以顾问方做的专用投入必须靠别的机制保护——要么靠重复交易（频率），要么靠声誉，要么靠合同里写明的那部分。这正是第 5 节自查表第十一行的来源。

3.3 多任务：把可测量的和不可测量的捆在一起，会出事

Holmström 与 Milgrom [7] 讨论的是一个代理人同时做多件事时怎么给激励。结论反直觉但很稳：当一部分任务的产出容易测量、另一部分不容易测量时，对容易测量的那部分加强激励，会把努力从不容易测量的那部分吸走。所以正确的做法往往不是「把激励调准」，而是重新划分任务的归属——把可测量性差异很大的任务分给不同的人，或者干脆都不给强激励。

搬到本文的处境：表 1 那十一项的可测量性差得很远。「交割」有明确的完成判据，「事实恢复」也有（材料能不能对得上），但「信任」「担当」几乎没有当期可测的产出。把它们放在同一份委托里、又只对可测量的那几项计量，会系统性地把力气从不可测量的那几项挤走。这给出了一条边界判据：如果一个环节的产出无法被单独验收，就不要把它单独切出去交给别人——切出去之后没人能证明它被做好过。

3.4 经验研究：现实里什么时候真的内部化了

理论之外有几十年的实证。Monteverde 与 Teece [8] 研究汽车零部件：越是需要专用工程知识、越是转换供应商代价高的部件，越倾向于自己做。Masten [9] 研究航空航天的自制还是外购决定，得到同方向的结果：专用性与复杂性推高内部化的概率。Lafontaine 与 Slade [10] 把三十年的纵向一体化实证做了一次综述，结论是这一支的经验证据在方向上高度一致——资产专用性与不确定性越高，越可能一体化，而这与交易成本框架的预测相符。这条对本文的用处是：边界判据不是本文发明的，也不是这家机构发明的，它在别的行业里被反复检验过。融资顾问这件事没有理由适用另一套物理。

3.5 换手处的损耗有多真

「误差会在接缝处累积」这句话听起来像一个比喻。它不是。

Arora 等 [12] 做过一项关键事件分析，研究医院里病人交班时的沟通失败。他们记录到的失败类型里，最常见的是遗漏——上一班知道但没有传给下一班的信息，以及传了但没被接收方当回事的信息。这项研究的价值在于它把「交接损耗」从一个说法变成了一个可以被数出来的东西。

Gittell [11] 从另一侧给出证据：在一组需要多工种协作的服务场景里，关系型协调（共同目标、共享知识、互相尊重，加上频繁、及时、解决问题式的沟通）与绩效相关，而且在投入不确定性高的时候作用更强。换句话说，接缝处的损耗不是靠更多的文档消除的，是靠关系消除的——而关系恰好是最不能换手的那一类。

Szulanski [13] 给出第三条：即使在同一家公司内部，把一个做法从一个地方搬到另一个地方也很难，他把这叫做内部粘性。他发现最主要的阻力不是动机不足，而是接收方缺乏吸收的准备、以及双方关系不够好。Argote 与 Ingram [14] 把这条推广成一个更一般的命题：知识存放在人、工具与任务这三者的组合里，只搬其中一样，知识搬不过去。

四条合起来给出本文对「不换手」的重新表述：不换手真正省下的，不是文档传递的成本，是重建上下文的成本。

3.6 镜像假说：交付物会长成组织的形状

Conway [15] 在 1968 年写过一句后来被反复引用的话：一个系统的结构，会复制设计它的那个组织的沟通结构。MacCormack、Baldwin 与 Rusnak [16] 用软件产品做了一次直接检验，比较了由紧耦合组织与松散分布式组织分别开发的功能相近的产品，发现前者做出来的产品模块化程度更低——组织结构与产品结构确实是镜像的。Colfer 与 Baldwin [17] 把一百多项研究汇总起来，确认这条假说在多数情形下成立，同时给出了例外的条件：当组织能够在跨边界处建立起高带宽的沟通渠道时，镜像可以被打破。

对本文的用处有两条。第一，一个交付物如果由多家机构分段完成，它多半会长出对应的接缝——这不是执行不力，是结构使然。第二，也是更要紧的一条：镜像可以被打破，代价是在边界处建高带宽通道。所以问题从来不是「要不要换手」，而是「换手处的通道值不值得建」。值得建，就换手；建不起，就别换。

不换手省下的不是传文档的力气，是重建上下文的力气。

4. 端到端在它自己的领域里说了什么

4.1 它赢在哪

官网标注的来源 [18] 训练一个神经网络，直接从摄像头像素映射到方向盘转角，不再人工划分车道检测、路径规划等中间阶段。它的论证是：分段流水线的每一段各自优化自己的目标，段与段之间的目标并不一致；每一段都做到了自己那一段的最优，合起来未必是整体最优，而误差会在接缝处累积。

这个论证成立需要两个条件：一是有足够的端到端训练信号；二是误差确实主要产生在接缝处，而不是产生在单个环节内部。

第二个条件在跨机构协作里通常满足，第 3.5 节四条实证就是证据。第一个条件在一笔交易里是弱的：端到端的学习信号是交割结果，样本稀疏、反馈很慢。

4.2 它输在哪

端到端有一个在它自己的领域里公认的代价：不可解释与难以定位。分段流水线的好处恰恰是出问题能归因到某一段——车道检测错了，就去修车道检测。端到端出了问题，只能重新训练，很难说清是哪一层学歪了。

这条代价在组织里有完全对应的形式。一个机构如果一件事从头到尾自己做，就少了换手时天然产生的那一次交叉检查。换手是有成本的，但换手也是一次免费的复

表 3 / Exhibit 3 换手边界自查表。

序号	判据	提示「不该换手」的样子	提示「可以换手」的样子	依据
1	资产专用性	这一环做的东西换个对手方基本作废	做出来的东西对谁都一样有用	[3][8][9]
2	不确定性	事前写不清楚将来会遇到什么	情况可枚举，能写进交付清单	[3][4][10]
3	频率	同类事情一年发生很多次	偶尔一次，养不起专门安排	[3]
4	单独验收	这一环的产出没法单独判合格	有明确的完成判据，第三方能验	[7]
5	与相邻环的耦合	交接要传一大段说不清的上下文	交接清单一页写得完	[13][14]
6	接手方的吸收准备	接手方没有相关先验，得从头讲	接手方本来就熟这一类	[13]
7	交接的可验证性	接手方无法当场检查传过来的东西对不对	传过去的东西能被独立核对	[12]
8	归因需求	出问题时必须能定位到具体环节	出问题时整体重做代价不大	[18]
9	关系属性	这一环的价值存在某个人与某个人之间	这一环的价值存在文件与流程里	[11][14]
10	结构镜像	换手会在交付物上留下一道对应的缝	边界处能建起高带宽通道	[15][16][17]
11	剩余控制权	没写进合同的情况必须由企业当场定	未尽事宜可以按既有规则处理	[5][6]

来源与说明：决定一个环节该不该由同一个系统负责之前要过的十一条判据。依据标在末列。本表为本文归纳，官网没有对应物。

表 4 / Exhibit 4 用表 3 的十一条判据扫表 1 的八个归一项（三个只在最长清单里出现的项另见正文）。

归一项	本文判断	起决定作用的判据	一句话理由
信任	留	9、11	不是工序，换人就重来
信息	留	5、6、7	交接要传的上下文远多于文件本身
叙事	留	1、5、10	专用性最高的一项，换个对手方基本作废
节奏	留	2、8	事前写不清，出事要能定位
关系	留	9、1	价值存在人与人之间
担当	留	4、9、11	没法单独验收，只能靠归属
资方匹配	分	3、4、6	名单可分工，判断不可分工
交割	分	4、7、11	流程可外包，裁量必须在场

来源与说明：「留」=多数判据指向不换手，「可」=多数判据指向可以换手，「分」=同一项里工序部分与关系部分判据相反。本表为本文判断，依据是第 3、4 节；官网没有对应评价。

核——下一棒接过来的人会先问一句「这是怎么来的」。取消换手，就要自己花钱买回这次复核。

所以本文的第一条结论是配套性的：端到端必须配一个外部评估者。这不是一句谨慎的补充，它是让端到端成立的前提。这一点与本系列 GI-WP-2026-P13 讨论的那件事是同一件事的两面——那一篇讲的正是这个评估者要产出什么。

4.3 对上官网那句

回到现象句：「从恢复事实到交割收口，同一个系统端到端负责，六个维度不换手——误差没有地方累积。」

按第 2.4 节的计数，这句话的适用范围要分开说：

- 对工序类的那几项（资方匹配、交割、事实恢复、复杂交易设计、尽调支持），端到端的论证成立，条件

是第 4.1 节的第二个条件——误差主要在接缝处。第 3.5 节的证据支持这一点。

- 对关系类的那两项（信任、担当），端到端的论证不必要。它们不换手的理由不是误差累积，是关系本身不可转移。用错误的理由支持一个正确的做法，后果是这个做法在被质疑时没有防守。
- 对两栖的那四项（信息、叙事、节奏、关系），两条理由都成立，而且互相加强。

记忆点 · KEY POINT

端到端的代价是出事时找不到是哪一段——所以不换手必须自己买一次复核。

5. 工具：换手边界自查表

5.1 十一行判据

把第3节的六组文献压成一张表，给要决定「这一环该不该交出去」的人第二天就用。

用法：一行一行过。落在中间那一列的越多，越应该把这一环留在同一个系统里；落在右边那一列的越多，越应该交出去——交出去不是失败，是省钱。表格不给总分，因为不同环节的权重本来就不一样；它给的是一个必须逐条回答的问题清单。

第11行放在最后，因为它最硬。官网三处重复的那句「企业保留最终决策权」，在这张表里不是一句表态，是一条结构性约束：它把一类事情永久地排除在「可以交出去」之外——不是因为顾问方做不了，是因为剩余控制权已经被分配给了另一侧。

5.2 用这张表扫一遍那八项

「分」这个判断值得说一句。资方匹配与交割是表1里最像工序的两项，也恰恰是最容易被误判的两项。它们的流程部分（整理名单、准备文件、跟进签署）判据3、4、7全部指向「可以换手」——频率高、能单独验收、可被独立核对。但它们各自包着一个不可外包的核，前者是「这家为什么匹配」这个判断，后者是「这一条要不要让」这个裁量。把整项一起留下，会把可以省的钱一起留下；把整项一起交出去，会把那个核一起交出去。正确的做法是在这一项内部再切一刀。

这一刀怎么切，本文给不出通用答案——它取决于具体安排。本文能给的是切的位置在哪：切在「产出可以被单独验收」与「产出只能被当场裁量」之间。

记忆点 · KEY POINT

边界不画在环节之间，画在「能验收的」和「只能当场定的」之间。

6. 一个可以被推翻的命题

主命题。如果一个环节的交接需要传递大量无法被接手方独立验证的上下文（即判据5、6、7同时落在左列），那么把这个环节交给另一个组织，会产生可观察的损耗；损耗的表现形式是该环节及其下游出现的返工次数高于不换手的情形。反过来，如果一个环节的交接清单短、产出可被独立验收，那么继续把它留在内部只是增加协调成本，不会带来相应的误差下降。

什么证据能推翻它。取一组可比的交易，按环节配对分成「换手」与「不换手」两组，统计每一组在该环节及

其下游的返工次数。如果两组没有差异，主命题不成立——那说明上下文的可验证性与交接损耗之间没有关系，判据5、6、7就不是判据。

这个检验需要的数据不是庚辛研究院能单独提供的：它需要跨机构的、按环节配对的过程记录。本文明确说明做不了，不用内部数据替代。

推论一（清单检验，本文已做了一次）。如果「不换手」的对象确实混了两类东西，那么一家机构的公开表述里应当出现多于一张的清单，且各张清单的项不完全重合。表1与表2显示，五处公开表述归一后得到十一个项，其中只有四项在三列以上同时出现，而两张各含六项的清单彼此只重合四项。推论一在这个样本上没有被推翻。如果换一家机构，发现它的公开表述里只有一张清单、且反复一致，推论一被推翻——那说明清单的分裂不是「两类对象」造成的，是表述不统一造成的。

推论二（镜像检验，尚未检验）。如果镜像假说[15][16][17]在融资交易上成立，那么由多家机构分段完成的交易，其交付物应当在对应的接缝处留下可观察的不一致（同一事实在不同文件里的两个版本）。检验方法是取一组公开披露的交易文件，数同一事实在不同文件里的表述差异，按「由几家机构分段完成」分组比较。本文没有做，因为可公开获取的分段信息不足。明确留空，不用推测去补。

推论三（配套检验）。第4.2节主张端到端必须配一个外部评估者。可检验的形式：在只做端到端、没有配外部评估的组织里，问题定位所需的时间应当更长。如果观察到没有外部评估的组织定位一样快，这条配套主张不成立。

记忆点 · KEY POINT

说不出「看到什么就算它不成立」，那它不是一条边界，是一句话。

7. 边界与反例

一份只有正面例证的分析不值得信赖。以下五类，是这套边界判据已知会失灵的地方。

反例一：端到端的代价会被自己的成功掩盖。这是最要紧的一条。不换手的组织出问题的次数可能确实更少，但它出问题时定位更慢，而定位慢这件事不产生记录。一个组织只能看见自己记下来的东西，所以它会系统地低估归因成本。解药只有一个：在不换手的地方人为制造一次交接——让一个没有参与的人在某个节点复核一遍。这次交接不是为了分工，是为了买回那次免费的检查。

反例二：把「不该换手」读成「不该有人检查」。第5节表4有六项判为「留」。留在同一个系统里，不等于留在同一个人手上，更不等于不被检查。Williamson [4] 的三种治理结构里，层级化的代价恰恰是内部监督的成本上升——内部化省下的是市场交易成本，换来的是管理成本。把内部化当成免费的，是这套框架最常见的误用。

反例三：判据9（关系属性）会被用来豁免一切。任何一件事都可以被说成「这里面有关系成分」，从而免于被拆分、被验收、被比价。这条判据因此需要一个更硬的用法：不是问「这里面有没有关系成分」，而是问「如果换一个人做，价值会损失多少」。答不出一个具体的量，就不能用判据9免检。

反例四：镜像假说有例外，而例外正是可以争取的那部分。Colfer 与 Baldwin [17] 明确指出，当组织在边界处建立起高带宽沟通时，镜像会被打破。这意味着「换手必然留缝」是一个默认值，不是定律。一个机构如果因为相信镜像必然成立而拒绝一切换手，它放弃的是那些本来可以通过建通道解决的分工。默认值可以被改变，代价是要为通道付钱。

反例五：本文的清单来自一家机构的公开表述，分母不可知。表1数的是官网写出来的项。一件事如果做了但没写上网，它不在分母里；一件事如果写了但其实由别人做，本文也看不出来。所以表1的十一项是一个公开表述的样本，不能读成「这家机构实际的工作范围」。这一点与 GI-WP-2026-P11 第7节反例三是同一条：没写下来的那部分不进分母，分母就不是真的。

内部化省下的是交易成本，换来的是管理成本——它从来不是免费的。

8. 这个分析在什么范围内成立

一、对象范围。本文分析的是一份公开文本里关于服务边界的五处表述，出自一家专业服务机构。结论适用于「以知识工作为主、交付物高度专用、反馈周期长」这一类中介服务的边界问题。它不外推到制造业的自制还是外购决定，也不外推到反馈周期短、产出易度量的服务。

二、证据的性质。表1是逐字抄录后的归一计数，归一规则写在写作说明，行号可复现。表2是从表1数出来的。表3是本文归纳的工具，表4是本文的判断，不是测量。表4的八行需要内部信息才能准确判定，本文只用公开文本判，因此这些判断是保守的——倾向于判「留」或「分」。换一个判断者，个别行会不同；本文的

三个读法依赖的是整体形状（两张清单、四项重合、两项独有），不依赖单个格子。

三、单样本。全文只有一个机构、一份文本。主命题（第6节）需要跨机构、按环节配对的过程数据才能检验，本文做不了。推论一在这样一个样本上没有被推翻，这不等于是被证实。

四、没有做因果推断。本文不主张全托管这种安排导致了任何结果。第5节讲的是边界应当画在哪里的判据，不是这样画会带来什么绩效。任何把表4读成绩效评价的做法都是误读。

五、原理论的表述。第3节对六组文献的概括，是为了给出边界判据而做的简化，不能替代原文。交易成本经济学内部对「资产专用性是不是主要机制」有长期争论，本文没有介入这场争论，只取三条被经验研究反复支持的维度。

六、一个诚实的空缺。本文没有做的是推论二的镜像检验，它需要一组公开披露的、能判断分段方式的交易文件。在这项工作完成之前，本文对「换手必然留缝」的判断是一个可被推翻的工作假设，不是结论。

七、本文不做什么。不评价这家机构的任何业务结果，不构成投资建议，不给出任何可回溯到具体交易或具体公司的信息。

表4是判断不是测量；能推翻它的是配对的过程记录，不是更好的措辞。

9. 结论

回到第1节的两个问题。

「你们到底管到哪一步」。这个问题有答案，而且答案不是一张服务清单。答案是一条判据：管到接口成本高于内部协调成本的那一点为止。判断一个具体环节落在哪一侧，第5节给了十一行。其中最有用的三行是第5、6、7行——交接要传多少说不清的上下文、接手方有没有吸收的准备、传过去的东西对方能不能当场核对。这三行同时落在左列，这一环就不该换手；三行都落在右列，留着它只是增加管理成本。

「端到端不换手」有没有可检验的边界。有，而且这个边界不在机构自己的表述里，在两类对象的区分里。本文数出来的是：公开表述里有两张各含六项的清单，只重合四项；独有的那几项一类是属性（信任、担当），一类是工序（资方匹配、交割）。工序换手是损耗，损耗可以比；关系换手是归零，归零没法比。用同一条理由解释两类东西，那条理由对其中一类是多余的。

本文对这套做法提了一条建议，只有一条：在不换手的地方，人为制造一次交接。第 4.2 节说明端到端的代价是归因变难，第 7 节反例一说明这个代价不产生记录、因此会被系统性低估。补救的办法不是放弃端到端，是把换手时本来免费得到的那次交叉检查买回来——让一个没有参与的人，在一个固定的节点，复核一遍。这件事怎么做，是本系列下一篇的主题。

三句话可以概括全文：

1. 「不换手」不是承诺，是边界线——先得数清楚线上有几个环节，以及它们是不是同一类东西。
2. 不换手真正省下的不是传文档的力气，是重建上下文的力气。
3. 内部化省下的是交易成本，换来的是管理成本；它从来不是免费的。

在不换手的地方，人为制造一次交接——把换手时本来免费的那次复核买回来。

参考文献 / References

体例：作者（年份）·题名·期刊/出版方，卷(期)，页码。DOI 或可访问链接。按来源等级分组：一手材料为庚辛研究院对外公开表述；二手文献为同行评议文献与公开预印本。下列各条于 2026-09-22 用 `_仓储/_build/refcheck.py` 的 `check()` 逐条真实请求核验，18 条全部可达，且每一条的题名与 Crossref 或 arXiv 返回的题名逐字比对一致。核验明细见写作说明第四节。本表不列任何未经核实的条目。

一手材料（庚辛研究院对外公开表述；本文引用的原句均出自 [1]，一字未改）

- [1] 庚辛研究院（2026）·庚辛研究院官网：全托管协作模式（L674 – L678）、首页第 09 节 FULL-MANDATE ADVISORY（L3215 – L3230）、第 18 章第 3 对「端到端 / 全托管」（L3880 – L3885）、常见问答（L4520 – L4525）·庚辛资本官方网站。https://glacier.mba/institute.html（访问日期 2026-09-22）

二手文献（企业边界与交易成本）

- [2] Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386 – 405. https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x
- [3] Williamson, O. E. (1979). Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *The Journal of Law and Economics*, 22(2), 233 – 261. https://doi.org/10.1086/466942
- [4] Williamson, O. E. (1991). Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quarterly*, 36(2), 269 – 296. https://doi.org/10.2307/2393356

二手文献（不完全契约与激励）

- [5] Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691 – 719. https://doi.org/10.1086/261404
- [6] Hart, O., & Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119 – 1158.

https://doi.org/10.1086/261729

- [7] Holmström, B., & Milgrom, P. (1991). Multitask Principal – Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 7(special issue), 24 – 52. https://doi.org/10.1093/jleo/7.special_issue.24

二手文献（纵向一体化的经验研究）

- [8] Monteverde, K., & Teece, D. J. (1982). Supplier Switching Costs and Vertical Integration in the Automobile Industry. *The Bell Journal of Economics*, 13(1), 206 – 213. https://doi.org/10.2307/3003441
- [9] Masten, S. E. (1984). The Organization of Production: Evidence from the Aerospace Industry. *The Journal of Law and Economics*, 27(2), 403 – 417. https://doi.org/10.1086/467071
- [10] Lafontaine, F., & Slade, M. (2007). Vertical Integration and Firm Boundaries: The Evidence. *Journal of Economic Literature*, 45(3), 629 – 685. https://doi.org/10.1257/jel.45.3.629

二手文献（换手处的损耗与协调）

- [11] Gittell, J. H. (2002). Coordinating Mechanisms in Care Provider Groups: Relational Coordination as a Mediator and Input Uncertainty as a Moderator of Performance Effects. *Management Science*, 48(11), 1408 – 1426. https://doi.org/10.1287/mnsc.48.11.1408.268
- [12] Arora, V., Johnson, J., Lovinger, D., Humphrey, H. J., & Meltzer, D. O. (2005). Communication Failures in Patient Sign-out and Suggestions for Improvement: A Critical Incident Analysis. *Quality and Safety in Health Care*, 14(6), 401 – 407. https://doi.org/10.1136/qshc.2005.015107
- [13] Szulanski, G. (1996). Exploring Internal Stickiness: Impediments to the Transfer of Best Practice within the Firm. *Strategic Management Journal*, 17(S2), 27 – 43. https://doi.org/10.1002/smj.4250171105
- [14] Argote, L., & Ingram, P. (2000). Knowledge Transfer: A Basis for Competitive Advantage in Firms. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 82(1), 150 – 169. https://doi.org/10.1006/obhd.2000.2893

二手文献（镜像假说：组织结构与交付结构）

- [15] Conway, M. E. (1968). How Do Committees Invent? *Datamation*, 14(5), 28 – 31. https://www.melconway.com/Home/Committees_Paper.html（访问日期 2026-09-22）
- [16] MacCormack, A., Baldwin, C., & Rusnak, J. (2012). Exploring the Duality between Product and Organizational Architectures: A Test of the "Mirroring" Hypothesis. *Research Policy*, 41(8), 1309 – 1324. https://doi.org/10.1016/j.respol.2012.04.011
- [17] Colfer, L. J., & Baldwin, C. Y. (2016). The Mirroring Hypothesis: Theory, Evidence, and Exceptions. *Industrial and Corporate Change*, 25(5), 709 – 738. https://doi.org/10.1093/icc/dtw027

理论侧来源（官网自己标注的那一篇）

- [18] Bojarski, M., Del Testa, D., Dworakowski, D., Firner, B., Flepp, B., Goyal, P., Jackel, L. D., Monfort, M., Muller, U., Zhang, J., Zhang, X., Zhao, J., & Zieba, K. (2016). End to End Learning for Self-Driving Cars. https://arxiv.org/abs/1604.07316（访问日期 2026-09-22）

核验说明：[1] HTTP 200；[15] 200；[18] arXiv 页 200，arXiv API 返回题名 "End to End Learning for Self-Driving Cars"，与本表一致。[4][8][14][16] DOI 直接解析 200；[2][3][5][6][7][9][10][11][17][12][13] 出版方对脚本返 403（反爬，不是不存在），以 Crossref 元数据核对题名、卷、期、页码，全部一致。一处已修正并记录在案：Masten 1984 最初写成 DOI 10.1086/467070，该 DOI 可以解析，但 Crossref 返回的题名是另一篇文章；按题名比对查得正确 DOI 为 10.1086/467071，已换。

本系列内部引用（尚无 DOI，按编号引用）

- GI-WP-2026-P8 《单向门：一级市场里不可撤回的动作，以及谁来按下它》
- GI-WP-2026-P11 《借来的理论：前沿技术的概念如何解释一家投行的日常》
- GI-WP-2026-P13 《软标签：复盘为什么要记下当时的次优选项》

引用的庚辛官网原文出处

全部官网引文取自 [1] <https://glacier.mba/institute.html>（抓取日期 2026-09-22，剥去注释、脚本、样式与全部标签后的纯文本，共 10,079 行）。逐句出处：

- 「该模式涵盖六大核心维度（信任为先）：信任、信息、叙事、节奏、关系、担当。」——L675（同句在 L678 重复）
- 「庚辛资本的『全托管协作』意味着：企业保留所有重大事项的最终裁决权……交由庚辛资本统筹主导。」——L676
- 「企业决策，庚辛统筹。企业家只做三件事：定战略、找对人、深入一线。全托管的本质是同侧——你的利益，就是我的利益。」——L3220
- 「全托管六级：信任是地基，往上依次是信息、叙事、节奏、关系、担当；企业保留最终决策权。」——L3230
- 第 18 章第 3 对理论句「从输入到输出，一个模型端到端负责；分成多段的流水线，误差会在段与段之间累积。」——L3881
- 第 18 章第 3 对现象句「从恢复事实到交割收口，同一个系统端到端负责，六个维度不换手——误差没有地方累积。」——L3883
- 第 18 章第 3 对来源行「Bojarski et al. (2016), End to End Learning for Self-Driving Cars, arXiv:1604.07316, Figure 4」——L3885
- 「不是。投资人引荐只是工作的一部分，核心服务还包括事实恢复、资本路线设计、投资人结构、路演与投资人沟通、复杂交易设计、产业协同、尽调支持、条款协调和交割管理。」——L4523
- 「全托管是庚辛的深度交易协作：企业保留重大事项最终决策权，交易信息、核心叙事、推进节奏、关键关系与交割安排交由庚辛统筹。」——L4525
- 「orchestrator 是在企业关键资本窗口中，统一事实、资本表达、投资人角色、交易结构、产业关系、时间节奏和交割闭环的组织者。」——L4521（表 1「节奏」一行注出处用）

一处标点说明：L676 原文中的书名号式引号为「」，本文把它放进外层「」里引用时，内层按中文惯例改成『』。只改了引号形状，一个字没改。

脱敏说明：本文引用的九句官网原文中没有出现任何客户公司的名称，因此引用不需要做任何「一家…公司」式的改写；改写处

计 0。本文自己的行文中也不描述任何可反推到具体公司的特征。详见写作说明第五节。

利益披露 Disclosure：庚辛研究院是庚辛资本的研究机构，本文由庚辛研究院署名。庚辛资本在其业务中担任部分科技企业的财务顾问，并以自有资金参与部分企业的股权投资；这类关系可能与本文讨论的行业范围重合。本文不涉及任何具体在投项目，不使用任何未公开信息；文中引用的企业、行业与数据信息一律取自公开来源并逐条注明出处。作者未因本文获得任何第三方报酬。

免责声明 Disclaimer：本文为方法讨论性质的通讯论文，仅代表作者在写作时点的分析。本文不构成投资建议，不构成任何证券、基金份额或其他权益的要约或要约邀请，亦不构成对任何公司估值、融资结果或投资回报的承诺或预测。本文未经同行评议，内容可能在后续版本中修订。