

单向门：一级市场里不可撤回的动作，以及谁来按下它

One-way doors: irreversible actions in the primary market, and who presses them

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-P8 | 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). One-way doors: irreversible actions in the primary market, and who presses them. Glacier Institute Working Paper GI-WP-2026-P8. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P8.html>

庚辛研究院 (2026). 《单向门：一级市场里不可撤回的动作，以及谁来按下它》. 庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P8. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P8.html>

要点 Key Takeaways

- 1 可撤回的动作可以快，不可撤回的动作要慢一拍，而且要本人按。
- 2 先问能不能撤回，再问重不重要。
- 3 不可撤回的动作，改变的都是别人。
- 4 数字一说出口，就成了别人的锚。

摘要

融资过程里的动作分两类。一类可以撤回：改材料、换一种说法、多见一家机构。另一类不能：签排他条款、接受一个估值锚、交割、给出一个日后会被引用的数字。两类动作的成本结构不同，实践里却常被同一种节奏处理。本文主张：判断一个动作，先问的不是它重不重要，是它能不能撤回。本文回答创始人常问的两个问题：排他期签多久合适，什么时候该报价。本文用三组文献说明机制：实物期权理论里等待的期权价值、管理实践里的单向门与双向门、创业投资合同研究里条款与排他期如何把价格变成一组延续到下一轮的承诺。然后用三份公开文件做证据：NVCA 模型条款清单三个版本的排他条文逐字对照；

Kaplan 与 Strömberg 报告的条款出现比例，按「它把什么变成不可撤回」重排；Gornall 与 Strebulaev 报告的独角兽条款比例与各条款对估值高估的贡献。在此基础上给出一张「融资单向门登记表」：一轮融资里的十四个动作，各自锁住什么、撤回代价几档、谁来按、按之前先问的三个问题。本文的主张写成一个可以被推翻的命题，并说明什么证据能推翻它。文末给出四类边界：刻意要的不可逆、等得太久的成本、只是看起来可逆的动作，以及本人按下之后的沉没成本。本文讨论的是动作的分类，不是任何一笔交易的过程；文中不出现任何交易记录，不出现庚辛自身的任何数字。

关键词：一级市场；不可逆性；实物期权；单向门；条款清单；排他期；决策权归属

^{*} 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。

表 1 / Exhibit 1 融资过程里的动作按可撤回性分类。

动作	能否撤回	错误的代价落在哪	常见节点
改一版材料	能	改一次的工夫	D09
换一种说法	能	改一次的工夫；但见过旧版的人会记得	D09、D18
多见一家机构	能	时间；名单可以再收	D26 之前
发出正式名单与价格预期	半能	往下调要付解释的钱	D18
签排他条款	不能	排他期内其他门关上	D52
接受一个估值锚	不能	下一轮以它为参照	D26
给出一个对外数字	不能	会被引用、被记住	任何时候
交割	不能	股东名册与条款从此生效	D60

来源与说明：左三列为本文归纳；节点编号沿用庚辛研究院「60 天标杆执行节奏」的公开表述 [1][2]。表内不含任何具体交易。



图 1 / Exhibit 2 两类动作的撤回代价随时间的走法。

来源与说明：图为本文归纳；两类动作的划分与四档代价出自本文第 2 节表 1 与第 6 节表 5，「被对手方接收」这条界线出自第 8 节反例三。纵轴四档是分类，不是金额；图中不含任何交易。

JEL 分类 JEL Classification: G24 (投资银行与创业投资), D81 (不确定性下的决策), D86 (契约经济学: 理论), G32 (融资政策与企业价值)

Abstract

Financing a company involves two kinds of actions. Some can be undone: revising the deck, changing a phrasing, meeting one more investor. Others cannot: signing an exclusive term sheet, accepting a valuation anchor, closing, or releasing a number that will later be quoted back. The two have different cost structures, yet in practice they are often handled at the same tempo. This paper argues that the first question about any such action is not how important it is, but whether it can be reversed. It answers two founder questions: how long exclusivity should run, and when to name a price.

We draw on three bodies of work: real-options theory on the value of waiting, the one-way and two-way door distinction from management practice, and venture-contracting research on how terms turn a price into commitments that outlast the round. We add three pieces of public evidence: a clause-by-clause comparison of the no-shop provision across three editions of the NVCA model term sheet; the provision frequencies reported by Kaplan and Strömberg, re-sorted by what each makes irreversible; and the unicorn term frequencies and valuation effects reported by Gornall and Strebulaev. From these we build a one-way-door register: fourteen actions, what each locks in, the cost of reversal, who presses, and three questions to ask first. The claim is stated as a falsifiable proposition with the evidence that would refute it. Four boundary cases close the paper, including reversibility that is only apparent and the sunk-cost pull on whoever pressed the button.

Keywords: primary market; irreversibility; real options; one-way doors; term sheet; exclusivity; decision rights

1. 问题：同一种节奏，处理两种动作

一轮融资六十天，八个节点，动作很多。多数动作错了可以改：材料改一版，说法换一种，名单再加一家。少数动作错了改不了：排他期签了就要等它到期，估值锚给出去就会被下一轮引用，交割完成股东名册就变了。

这两类动作的成本结构不同。前一类的错误成本约等于改一次的工夫。后一类的错误成本是从此以后每一轮都要带着它走。庚辛研究院把这件事写在「发射前五检」里：

「发射之前，每修正一个错误，成本约等于零。发射之后呢？可干预的窗口期迅速收窄。燃料、密封、补给、同舟、加速度，任何一件出问题，都不在当天暴露，而在航程最远、最难补救的地方。所以绝大部分工夫，我们放在发射之前。这一条没有例外。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

但实践里，两类动作常被同一种节奏处理。原因不难理解：一轮融资是被排期推着走的，窗口以周计，每个动作都显得急。急的时候，人分不清哪个动作有撤回键、哪个没有。于是出现两种错：把可撤回的动作当成大事反复开会；把不可撤回的动作当成流程一笔带过。

本文回答的是创始人常问的两个问题。第一个：排他期签多久合适。第二个：什么时候该报价。两个问题看起来是两件事，本文认为它们是同一件事的两面：排他条款是条款清单里唯一从签字那天起就有约束力的条款，

报价是说出口就收不回的数字。两者都是单向门。第10节直接给出回答。

本文的路线：第2节把两类动作分开；第3节说明为什么要分开；第4节用三份公开文件做证据；第5节整理庚辛研究院的公开做法；第6节给出一张读者第二天就能用的登记表；第7节把主张写成一个可以被推翻的命题；第8、9节划边界。

先问能不能撤回，再问重不重要。

2. 分类：两类动作，两种成本

表1的分法只有一个判据：错了之后，代价是回到原点，还是带着错往下走。见表1，前三行的代价是「改一次的工夫」，后四行的代价延续到下一轮。中间那一行「发出正式名单与价格预期」标为半能，庚辛研究院对它有单独的说明：

「校准要在发问之前做，不是在被拒之后做——发出去的预期改一次，要付一次解释的钱。」

——庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P2 [2]

这一行是分类的边界案例：技术上能改，代价上已经接近不能改。第8节的反例三会回到它。

不可撤回的四行有一个共同点：它们都在改变别人。排他条款改变的是其他机构的选择，估值锚改变的是下一轮投资人的参照系，对外数字改变的是市场的记忆，交割改变的是股东名册。可撤回的动作只改变自己手里的东西。这个区分比「重不重要」稳定：一件事重不重要随时间变，改不改变别人不随时间变。

不可撤回的动作，改变的都是别人。

表 2 / Exhibit 3 NVCA 模型条款清单三个版本的 No-Shop / 保密条款对照。

项目	2019 年上载旧版 [20]	2020 年 7 月版 [19]	增强版 3.0 (2022) [21]
排他期限的写法	「[_____] weeks」	「[_____] days」	「[_____] days」
模板给的天数	不填	不填	不填
违约赔偿	有可选括号：约定赔偿金「\$[_____]」	无	无
约束力声明	有：No Shop / 保密 [及律师费用] 条款有约束力	有：No Shop / 保密条款有约束力	同 2020 年版
谁受约束	「The Company and the Founders」	「The Company and the founders」	同 2020 年版
到期条款	有	有	有

来源与说明：本文逐字取自三份文件原文 [19][20][21]，只列与「可撤回性」有关的四项。方括号内是模板留空待填的部分。

表 3 / Exhibit 4 创业投资合同条款的出现比例，按「它把什么变成不可撤回」重排。

条款	出现比例（全样本）	出处 [23]	它把什么变成不可撤回
清算优先权不低于投资额	98%（低于投资额的只有 2.2%）	表 5 A 栏，PDF 第 56 页；正文 PDF 第 19 页	清算时谁先拿回钱
反稀释保护	94.8%（其中加权平均 75.4%，完全棘轮 19.4%）	表 8 B 栏，PDF 第 62 页	本轮价格对下一轮的传导公式
自动转换条款	93.9%	表 8 A 栏，PDF 第 62 页	上市时优先股必须转普通股
赎回 / 回售权	84.3%（到期中位数 5 年）	表 5 C 栏，PDF 第 59 页	到期要还的日期
累积股息	46.2%	表 5 A 栏，PDF 第 56 页	逐年累加进清算请求的金额
创始人股份分期归属	41.9%（收入前 54.5%，收入后 33.0%）	表 8 C 栏，PDF 第 62 页	创始人离开时拿走多少
参与型优先股	39.4%	表 5 A 栏，PDF 第 56 页	清算时先拿本金再按比例分
竞业禁止（按公司计，N=84）	70.2%	表 8 D 栏，PDF 第 62 页	创始人离开后能去哪

来源与说明：比例逐条取自 Kaplan 与 Strömberg 的 NBER 工作论文版 [23]（表 5 与表 8，PDF 第 56、59、62 页）；期刊版为 [10]。最后一列为本文归纳。

3. 机制：为什么不可撤回的动作要慢一拍

3.1 等待有价值：实物期权

经济学对不可逆动作有一条成熟的结论：在不确定性下，一个不可逆的动作应该比按期望值算出来的时点更晚做。Arrow 与 Fisher [4] 和 Henry [5] 在 1974 年各自证明了这一点：只要未来会有新信息到来，而动作一旦做出就不能收回，那么现在保留不做的选择本身就有价值。他们称之为准期权价值（quasi-option value）。Bernanke [6] 进一步指出，这个等待的价值只取决于坏消息那一侧：决定要不要再等一等的，不是事情有多大可能变好，而是万一变坏能不能退。Dixit 与 Pindyck [8] 把这套分析系统化：不可逆投资相当于行使一个期权，行

使就等于放弃继续等待的权利，所以门槛必须高于净现值为零的那个点，而且不确定性越大，门槛越高。

这条结论翻译成融资语言是：签排他条款、接受估值锚、交割，每一个都在放弃一个「再等等看」的期权。放弃期权不一定错，但要收到足够的补偿。补偿不够，就该再等一拍。

Bernanke 那条「只看坏消息」的结论，和庚辛研究院的一句话是同一个意思：

「做投资的第一要务是安全，不是赔率——在没有人先出价之前，大家都在观望，因为先出手的人要独自承担定价错误。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

表 4 / Exhibit 5 独角兽最新一轮条款的出现比例与各条款对估值高估的贡献。

条款	给最新一轮投资人的比例	示例公司里高估从 30% 变为	它把什么变成不可撤回
优先于全部既有股东	43 家，32%	36%	退出时的排队顺序
清算倍数高于 1 倍	8 家，6%	1.25 倍：42%；2 倍：94%	退出时先拿走的倍数
参与权	17 家，13%	无上限：53%；2.5 倍上限：50%	先拿本金、再按比例分
上市棘轮	19 家，14%	1 倍保底：56%；1.25 倍：75%	上市定价低于约定时补股
自动转换豁免（任一形式）	94 家，70%	低于 1 倍不转：55%；低于 0.5 倍不转：48%	低价上市时投资人可以不转股
累积股息	9 家，7%	表 1 未单列	逐年累加的请求金额
任一主要保护	75 家，56%	—	—

来源与说明：比例列取自 Gornall 与 Strebulaev NBER 工作论文版 [24] 表 4（PDF 第 48 页，N=135，本文按「家数÷135」换算为百分比）；贡献列取自同文表 1（PDF 第 45 页）的示例公司：融资 1 亿美元、投后估值 10 亿美元，基准情形高估 30%。期刊版为 [11]。最后一列为本文归纳。

先出手的人独自承担定价错误，正因为报价是不可逆的。所以定价这个动作天然慢，不是谁的效率问题。

3.2 单向门与双向门

管理实践里有一个更直白的版本。Bezos 在 2015 年度致股东信里把决策分为两类 [3]：一类后果重大且不可逆或接近不可逆，像单向门，走过去就回不来，这类决策要慢、要商量、要有方法；另一类可以改、可以回头，像双向门，这类决策应该由有判断力的个人或小组快速做出。他指出，组织一大，常见的毛病是把处理单向门的重流程套到多数双向门上，结果是慢、是不敢试、是发明变少。

这个区分对本文的贡献，是把「谁来做」和「多快做」绑定到「能不能撤回」上：双向门快而分散，单向门慢而集中。融资里多数动作是双向门，少数是单向门，两类不应共用一套节奏。

3.3 合同层面：条款把价格变成承诺

创业投资合同研究给出了不可逆动作的具体形态。

Kaplan 与 Strömberg [10] 逐份分析创业投资合同后发现，合同把现金流权、投票权、董事会席位、清算权分开配置，并按业绩条件触发。这意味着一份条款清单签下去，签的不是一个价格，是一组延续到下一轮、甚至公司终局的权利分配。Gornall 与 Strebulaev [11] 从另一个方向证明同一件事：把后轮投资人拿到的保护性条款计入之后，账面估值与公允价值之间差距很大。价格可以谈，条款签了就跟着公司走。第 4 节把这两项研究里的数字按本文的判据重排。

分期注资也是同一逻辑的产物。Gompers [9] 指出，风险投资之所以把资金切成多段，是为了在每一段之间保留重新评估的权利——这正是把一个大的不可逆动作，拆成若干个小的、彼此之间留有等待期权的动作。对创业

投资人的大样本调查 [12] 也显示，他们在不同条款上的可让步程度并不均匀，有些条款几乎不谈。不谈的那些，往往正是会延续到后面每一轮的那些。

庚辛研究院对此的表述更短：

「条款是唯一会在这一轮结束之后继续生效的东西。价格只影响这一轮，条款影响后面每一轮。」

——庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P2 [2]

3.4 对外数字：被记住的锚

第四类不可逆动作最容易被忽略：给出一个日后会被引用的数字。技术上它随时可以改，实际上改不了，因为听到的人已经记住。Tversky 与 Kahneman [13] 的锚定实验说明，人一旦接触到一个初始数值，后续判断会向它偏移，哪怕知道这个数值是随机给的。庚辛研究院把这件事写成两句话：

「所以硬拉估值意义不大。价格能被拉高一次，但是拉不住第二次。」

「这张牌不争，估值的锚就被别人先钉住了。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

前一句说的是自己给出的锚收不回，后一句说的是别人给的锚也收不回。两句合起来，就是本文把「给出对外数字」归入不可撤回一类的理由。

数字一说出口，就成了别人的锚。

表 5 / Exhibit 6 融资单向门登记表。

动作	它锁住什么	撤回代价	谁按	按之前先问的三个问题
发第一版 BP	叙事的第一印象；版本可改，印象改不了	低	顾问可代办	发给谁 / 里面有没有数字 / 下一版会不会被拿来对比
多见一家机构	时间；名单可以再收	低	顾问可代办	在排他期内吗 / 见面顺序对吗 / 名单会不会撞
签 NDA	信息流的边界	低	企业本人签，顾问可拟	有期限吗 / 范围多大 / 里面有没有捆绑排他
发出正式名单与价格预期	各方的预期	中	顾问可代办，企业定预期	校准做了吗 / 预期能兑现吗 / 改一次要付多少解释
确定期权池	稀释由谁承担	高	企业本人	算在投前还是投后 / 够用到下一轮吗 / 池子占谁的份
给出首个估值区间	下一轮的参照系	高	企业本人	校准在发问之前做了吗 / 下限能接受吗 / 对方会转述吗
口头报价	锚	高	企业本人	谁先出价 / 对方记下了吗 / 和书面一致吗
签排他条款清单 (no-shop)	期内其他所有门；模板里唯一从签字起有约束力的条款 [19]	不可撤 (期内)	企业本人 (模板写的是「公司与创始人」[19])	多少天 / 到期日在哪 / 期内领投尽调要多久
接受领投定价	本轮价格与下一轮参照	不可撤	企业本人	条款拿全了吗 / 价格含期权池吗 / 能向下一轮解释吗
签 SPA 与章程 (清算优先、反稀释、赎回)	延续到终局的权利分配；反稀释与清算优先在样本里九成以上 [23]	不可撤	企业本人	哪几条下一轮还生效 / 完全棘轮还是加权平均 / 赎回到期几年
交割	股东名册与章程从此生效	不可撤	企业本人	先决条件齐了吗 / 一次还是多次交割 / 资金到账日
对外公布融资	市场的记忆	不可撤	企业本人；顾问可拟稿	披露到哪一级 / 各方表述一致吗 / 数字来源是什么
对外公布估值数字	下一轮、员工与媒体的锚	不可撤	企业本人	非说不可吗 / 投前还是投后 / 平轮时怎么解释
接受媒体采访引用数字	脱离语境的数字	不可撤	企业本人	能改成区间吗 / 记者会核吗 / 和公告一致吗

来源与说明：十四个动作按撤回代价从低到高排。「撤回代价」四档：低 = 改一次的工夫；中 = 要付解释的钱；高 = 下一轮带着走；不可撤 = 期内或永久收不回。「谁按」：顾问可代办，或企业本人。第五列是按之前先问的三个问题。本表为本文归纳，条款事实见表 2、表 3 与 [19]–[24]。

4. 证据：三份公开文件里的单向门

第 3 节讲的是机制。这一节看三份任何人都能下载的公开文件，看单向门在文件里长什么样。三份文件分别是：NVCA 模型条款清单的三个版本 [19][20][21]，Kaplan 与 Strömberg 对 200 轮创业投资合同的统计 [10][23]，Gornall 与 Strebulaeu 对 135 家美国独角兽公司章程条款的统计 [11][24]。三张表都是本文从公开数字重排的，算法写在写作说明里。表内没有任何庚辛自身的数字。

4.1 模板怎么写排他：NVCA 三个版本的 no-shop 条文

NVCA（美国风险投资协会）的模型条款清单是美国 A 轮融资的通用模板。本文取到三个版本的原文：2019 年上载的旧版（.doc 文件，文档元数据最后保存于 2019 年 1 月）[20]、2020 年 7 月版 [19]、以及 NVCA 与 Aumni 合作的增强版 3.0（2022 年 6 月）[21]。三个版本的 no-shop 条款逐字对照见表 2。

2020 年版的约束力声明原文是：

「In consideration of the time and expense devoted and to be devoted by the Investors with respect to this investment, the No Shop/Confidentiality provisions of this Term Sheet



图 2 / Exhibit 7 融资单向门登记表里的十四个动作，按撤回代价与谁按摆成二维。

来源与说明：图为本文归纳；十四个动作、四档代价与「谁按」两种答案逐格取自本文第 6 节表 5。格内位置不表示顺序、优先级或优劣，图中不含任何交易。

shall be binding obligations of the Company whether or not the financing is consummated. No other legally binding obligations will be created until definitive agreements are executed and delivered by all parties.]

——NVCA Model Term Sheet, 2020 年 7 月版 [19]；增强版 3.0 [21] 同文

表 2 给出四个事实。第一，三个版本都不填天数。模板把「多久」留给谈判，没有一个版本写过默认值。所以「排他期签多久合适」这个问题，在最通用的模板里没有答案，答案只能从机制推。第二，单位从「周」改成了「天」。旧版按周计，2020 年起按天计。计量单位变细，说明市场对这段时间的敏感度在提高。第三，旧版的约定赔偿金括号在 2020 年版被删掉了。删掉之后，违反排他的后果不再是一个写在纸上的金额，而是回到一般合同法的救济。第四，也是本文最看重的一点：三个版本都把 no-shop 与保密写成条款清单里唯一有约束力的条款，其余全部「不产生法律约束力，直到正式协议签署」。整份条款清单里，只有这一条从签字那天起就是单向门。而受约束的一方，写的是「公司与创始人」——正是本文说的「本人」。

记忆点 · KEY POINT

条款清单里只有一条从签字起就有约束力，它就是排他。

4.2 条款把什么变成不可撤回：Kaplan 与 Strömberg 的样本

Kaplan 与 Strömberg [10] 研究了 14 家风险投资机构对 118 家公司的 200 轮投资，逐份读合同。他们的表 5 和表 8 报告了各类条款在样本里的出现比例。本文不改数字，只加一列：这条条款把什么变成不可撤回。见表 3。页码取自公开可下载的 NBER 工作论文版 [23]。

表 3 的读法：出现比例越高的条款，越接近「行业默认」，越不在谈判桌上。反稀释、自动转换、清算优先三条都在九成以上，几乎每份合同都有。它们改变的不是这一轮的价格，是价格向后传导的公式：反稀释决定下一轮降价时本轮投资人拿到多少补偿，清算优先决定退出时谁先拿钱，自动转换决定上市那天谁必须放弃优先权。这三条签下去，就是三扇单向门。排在后面的分期归属与竞业禁止，锁的是创始人本人：离开时拿走多少、离开后能去哪。

4.3 条款对估值的贡献：Gornall 与 Strebulaev 的独角兽样本

Gornall 与 Strebulaev [11] 从 135 家美国独角兽公司的公司章程里抽出条款，重建资本结构，再按期权定价法算公允价值。NBER 工作论文版 [24] 的摘要给出结论：报告的投后估值平均高出公允价值 50%；若按公允价值重算，135 家里有 65 家失去独角兽资格。他们的表 4 报告了各类条款给最新一轮投资人的比例，表 1 用一个示例公司算出每条条款对高估的贡献。本文把两张表并成一张，见表 4。

表 4 说的是同一件事的另一面。表 3 说条款是行业默认，表 4 说条款有价格。示例公司里，一条 2 倍清算倍数把高估从 30% 推到 94%，一条 1.25 倍上市棘轮推到 75%。这些数字在签字那天不出现在任何地方，只出现在下一轮定价和退出分配里。这正是第 2 节说的「代价延续到下一轮」在数据里的样子。

三张表合起来回答一个问题：为什么条款清单里只有排他条款有约束力，其余条款却更值得慢。因为排他锁的是几十天，条款锁的是到公司终局。

记忆点 · KEY POINT

排他锁的是几十天，条款锁的是到终局。

5. 庚辛研究院的做法：可撤回的快，不可撤回的本人按

以下整理庚辛研究院已公开的做法。原句取自官网与已发表的通讯论文，本文不作改写；本文补的是把它们按「可撤回性」重新排列。

5.1 把工作放在发射之前

官网用火箭比喻说这件事：

「创业没有草稿。签下第一份协议那一刻，倒计时开始——组织、股东结构、资本路径，在飞行途中逐条载入，回不到发射前。」

「有去无回，是这个比喻的要害。……发射之前，修正一个错误的成本约等于零。但是发射之后，可干预的空间迅速收窄。也就是说，早改便宜。」

「所以我们把绝大部分工作放在发射之前：事实、表述、结构、顺序，一项一项过。……判断、调研、协调与合伙人的注意力，都是不可再生资源。正因为有去无回，这艘船才必须造得比「够用」更好。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这三段的结构和 3.1 节的实物期权结论一致：在不可逆动作之前，可逆动作要做足。发射前多改一版材料，成本约等于零；发射后再改，改的就不是纸。所以「可撤回的动作可以快」不等于「可撤回的动作可以少」——正因为便宜，才要多做。

5.2 谁来按：方向你定，收口我们做

不可撤回的动作由谁按，庚辛研究院有固定表述：

「企业保留所有重大事项的最终裁决权……交给我们统筹主导的，是交易信息流、核心价值叙事、目标资方匹配、交易推进节奏、关键关系协调和交割落地。所谓全托管，就是责任整体归到一边。说白了，方向你定，收口我们做。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

按本文的分法读这段话：交给顾问的六件事——信息流、叙事、匹配、节奏、关系协调、交割落地——都是可撤回或可迭代的动作，所以可以代办、可以快。「所有重大事项的最终裁决权」留在企业，重大事项正是那几扇单向门：签谁、按什么价、什么时候交割。可撤回的代办，不可撤回的本人按。这和表 2 里模板的写法是一致的：no-shop 约束的是「公司与创始人」，不是顾问。

顾问这一侧还保留一个反向的键：

「交易一旦启动，桌上所有人的激励都指向尽快成交，这时候很少有人方便开口说结构有问题。站远一点会慢，但是慢下来才看得见结构。我们刻意站远，是为了保留说「停」的那一票。按过吗？按过。换来的是敢把风险讲透。代价是少一单。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「停」是一个可撤回的动作——停了还能再启动。所以它可以由顾问按。「成交」是不可撤回的，所以它只能由本人按。两个键分在两边，正是因为一个有撤回键、一个没有。

5.3 一个日常的例子：给通讯论文登记永久标识符

2026 年 9 月 21 日，庚辛研究院给已公开的通讯论文登记永久标识符（DOI）。登记平台的规则是公开的：草稿谁都能建、能改、能删；一旦发布，标识符永久保留，即便日后撤回，也只是把内容换成一张墓碑页，标识符与原地址仍然保留 [17][18]。

庚辛研究院的分工由此定下：草稿由助理建，元数据由助理填，发布键由负责人按。不是因为按键难，是因为那一下没有撤回键。这和上一小节交易里的分工是同一条规矩，只是对象换成了论文：可撤回的动作代办、快；不可撤回的动作本人按、慢一拍。

这个例子小，放进论文的理由也正是它小。一条规矩如果只在大事上成立，多半不是规矩，是事后的解释。它在给论文登记编号这种小事上也成立，说明分工的判断不是事情大小，是能不能撤回。

可撤回的动作可以快，不可撤回的动作要慢一拍，而且要本人按。

6. 工具：融资单向门登记表

前五节的结论可以压成一张表，给正在融资的人第二天就用。表 5 把一轮融资里的十四个动作按撤回代价从低到高排开。每一行五格：这个动作锁住什么，撤回代价几档，谁来按，按之前先问的三个问题。撤回代价分四档：低（改一次的工夫）、中（要付解释的钱）、高（下一轮带着走）、不可撤（期内或永久收不回）。「谁按」只有两种答案：顾问可代办，企业本人。表里的条款事实取自表 2、表 3 与 [19] – [24]，动作与节点沿用表 1 与 [2]。

见表 5，前四行顾问可以代办，后十行里有九行只能企业本人按。这不是分工偏好，是撤回代价决定的：代价落在谁身上，谁按。表里的三个问题都很短，因为它们要在按键之前那几分钟里问完。问完之后仍然要按，那就按。本文不判断任何一扇门该不该走。

对「排他条款」那一行多说一句。它在表 2 里是模板唯一从签字起有约束力的条款，但表 5 把它标为「不可撤（期内）」而不是「不可撤」：排他到期，门重新打开。所以那一行的三个问题都围绕时间——多少天、到期日在哪、期内要做完什么。签一个没有天数的排他，等于把「期内」两个字删掉。

记忆点 · KEY POINT

代价落在谁身上，谁按。

7. 一个可以被推翻的命题

本文的主张可以写成一个命题，并说明什么证据能推翻它。

命题。如果一个动作在被对手方接收之前可以零成本撤回，那么在实践中它应当被处理得比不可撤回的动作更快、更分散：从提出到做出的时间更短，参与的人更少，更少上会。反过来，不可撤回的动作应当更慢、更集中，并由承担后果的一方做出。

推论一（模板层面）。通用的融资模板文件如果给某一条款单独赋予约束力，这条款应当是不可撤回类的。表

2 显示 NVCA 三个版本都只给 no-shop 与保密赋予约束力，与推论一致。如果哪一版模板把约束力给了可撤回的动作——比如把材料版本或名单写成有约束力——推论一被推翻。

推论二（过程层面）。在带过程记录的融资样本里，可撤回动作（改材料、扩名单、换说法）的中位处理时长应当显著短于不可撤回动作（签排他、接受定价、交割、对外公布数字），参与决策的人数应当更少。如果观察到两类动作的处理时长与参与人数没有显著差异，或者不可撤回的动作反而更快、更分散，本文的主张不成立。

推论三（事后层面）。如果「本人按」只是责任归属而不改变结果，那么由本人按下的不可撤回动作，事后被追加投入以证明其正确的倾向（沉没成本效应 [14]）不应低于由他人代按的动作。如果观察到本人按的动作反而更少被追加投入，第 8 节反例四的担心可以放下；如果更多，反例四成立，「本人按」必须与「保留说停的一票」配套。

什么证据能推翻这个命题，第 9 节第六条已经说了一半：需要带过程记录的样本，而过程记录多数在保密范围内。本文能做的，是把命题写清楚，让有样本的人去检验。推论一已经用公开文件检验过一次，结果是没有被推翻；推论二与推论三还没有人检验。

可撤回的快而散，不可撤回的慢而集中；反过来就推翻了本文。

8. 边界与反例

一个只有正面例证的分类不值得信赖。以下四类情形，是这个分法已知会失灵、或需要反过来读的地方。

反例一：有些不可逆是刻意要的。不可逆并不总是成本，有时是工具。Schelling [15] 早就指出，在谈判里主动切断自己的退路，反而能增强自己的位置，因为对方知道你不会退。Elster [16] 把这类自我约束称为预先承诺：奥德修斯把自己绑在桅杆上，不是失去自由，是用一次不可逆的动作，换取后面不被海妖的歌声改变。融资里的排他期正是这种装置：企业放弃一段时间内接触其他机构的权利，换取领投机构投入尽调资源的意愿。表 2 里模板的措辞也是这么写的：约束力的对价是投资人「已经投入和将要投入的时间与费用」。庚辛研究院对交易规则也是这样处理的：

「我们的做法很朴素：规则先立好，写在纸上，对所有人一样；早进来的人拿到该拿的那一点便宜。这一条我们不让步。公平的交易环境其实就是一台加速器。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「写在纸上」「不让步」都是把自己的选择空间主动收窄。所以本文的主张不是「避免不可逆」，是「不可逆的动作要本人按、慢一拍」——刻意要的不可逆，同样适用。

反例二：等得太久的成本。实物期权说等待有价值，但等待的价值有上限。Dixit [7] 指出，不可逆性会造成惯性：条件已经越过了应该行动的点，人还在等，形成一段谁也不动的空档。融资里这段空档有一个具体的样子：所有人都在等别人先出价。庚辛研究院对此的处理不是「再等等」，而是去找那一个愿意先开价的人 [1]；同时也明确说过：

「顺序能不能让？不能。但是快慢可以。有的环节会来回三轮，有的两周就过。窗口没来的时候，就得等。这是节奏，不是承诺。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

Bezos 在同一封信里给出了对应的警告：把单向门的重流程套到双向门上，代价是慢与不敢试 [3]。同一天庚辛研究院内部还有一件小事，形状完全一样：一次部署里四个各自等待「别人先完成」的任务互相计数，谁也不先动，一起停了三个小时，日志里一行报错都没有。等待不报错，这正是它贵的地方。

反例三：「可逆」有时是幻觉。表 1 里「换一种说法」标为可撤回，但有一个条件：没人记住旧版。一旦对外说出去，尤其是说出一个数字，可撤回就只在技术上成立。锚定效应 [13] 说明听到的人不会因为你改口就忘记。庚辛研究院把这种情况写得很直接：

「被催着签字的人，迟早会想起被催的那一刻。信任就在那一刻打折。催得动一次，催不动第二次。」

「为了拿下委托 (mandate)，估值难免说高一档，周期说短一截，难度说轻一分。短期看是赢了一单，长期看是签了一张迟早要兑付的空头支票。到兑付那天，赔掉的不是单生意，是这个名字。名字只有一个。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

所以表 1 的分类要加一条修正：一个动作是否可撤回，不只看动作本身，还要看它有没有被别人接收。没被接收之前是双向门，被接收之后是单向门。这也是「校准要在发问之前做」的全部理由。表 5 最后三行——公布融资、公布估值、接受采访——全部落在这一条上。

反例四：本人按了，也可能按错。「本人按」解决的是责任归属，不是正确性。相反，行为研究提示，亲手做过一个不可逆动作的人，之后更容易继续投入，以证明它没错——Arkes 与 Blumer [14] 把这叫沉没成本效应。

所以「本人按」必须和「慢一拍」以及「有人保留说停的一票」一起用；单独用，会把不可逆动作变成不可质疑动作。第 7 节的推论三把这一条写成了可检验的形式。

一个动作被别人接收之前是双向门，接收之后是单向门。

9. 这个分法在什么范围内成立

一、对象范围。本文讨论的是股权融资过程里的动作，从事实底座搭建到资金交割。并购、债务融资、上市里也有单向门，但门的位置不同，本文不作外推。表 2 至表 4 的数据来自美国市场的模板与样本，条款名称与出现比例不能直接搬到其他法域；本文用它们说明的是「条款把什么锁住」这个形状，不是比例本身。

二、「不可逆」的定义。本文用的是经济学里的操作定义：动作做出后，回到原状的代价与做出该动作的代价不在一个量级。它不要求物理上绝对不可逆。表 1 与表 5 按这个定义分类，边界案例已在第 2 节与第 8 节说明。

三、「本人」的定义。本文的「本人」指对该动作承担最终责任的那一方：在交易里是企业，在论文登记里是负责人。它不是一个职位，是一个责任位置。谁承担不可逆的后果，谁按键。NVCA 模板把 no-shop 的约束对象写成「公司与创始人」[19]，与这个定义一致。

四、证据强度。实物期权与合同研究 [4]–[12] 是同行评议文献，支持的是机制。表 2 至表 4 是本文从公开文件与已发表数据重排的，数字一个没改，只加了「它把什么变成不可撤回」一列；这一列是本文的归纳，不是原作者的结论。分类表（表 1）与登记表（表 5）来自庚辛研究院的公开表述与本文的归纳，未经独立实证检验。Bezos 的信 [3] 是实践者的自述，不是研究。两份平台政策 [17][18] 是公开规则，用于说明例子的事实，不用于论证。

五、它不能做什么。本文不判断任何一扇门该不该走，不判断任何一笔交易该不该签，也不构成投资建议。它只做一件事：在按键之前，先把键分为两种。表 5 的三个问题是问题，不是答案。

六、一个诚实的空缺。本文没有做的是：用可回溯的交易样本统计「不可撤回动作被当成可逆动作处理」的频率与代价。这需要带过程记录的样本，而过程记录多数在保密范围内。在这项工作完成之前，本文的分类是一个可被证伪的工作假设；第 7 节把它写成了可检验的形式。

谁承担不可逆的后果，谁按键。

10. 结论

一轮融资里的动作分两类。可撤回的：改材料、换说法、多见一家。不可撤回的：签排他、接受锚、交割、给出一个会被引用的数字。前者的错误成本是改一次的工夫，后者的错误成本延续到后面每一轮。

实物期权理论说，不可逆的动作要比按期望值算出来的时点更晚做，因为等待本身有价值。管理实践说，单向门要慢、要集中，双向门要快、要分散。合同研究说，条款签下去就跟着公司走。三份公开文件说，模板只给排他一条约束力，而九成以上的合同都带着反稀释、清算优先与自动转换，这些条款在示例公司里能把估值高估从三成推到九成。庚辛研究院的做法把这些落到一个分工上：可撤回的代办，不可撤回的本人按。

回到第 1 节的两个问题。

排他期签多久合适。模板不给天数，三个版本都留空。本文的回答是从机制推出来的：排他期是企业用「关上其他门」换领投「投入尽调」的对价，所以它的长度应当等于领投把尽调做完所需的时间，不应更长；它必须有到期日，到期未成交则门自动重开；一个没有写天数的排他条款，等于把「期内」两个字删掉，不应签。至于具体多少天，取决于那一轮尽调要查什么，不是一个可以事先给出的常数。

什么时候该报价。一个数字在被对方接收之前是双向门，接收之后是单向门。所以报价的时点不是「越早越好」或「越晚越好」，而是「校准之后、发问之前」：校准做完再说，说出口就当它收不回。先出手的人独自承担定价错误，所以要那个愿意也能够先开价的人先开。

三句话可以概括全文：

1. 先问能不能撤回，再问重不重要。
2. 不可撤回的动作，改变的都是别人；一个动作被别人接收之后，就没有撤回键。
3. 可撤回的动作可以快，不可撤回的动作要慢一拍，而且要本人按。

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、专著、公开政策文件与公开模板文件。下列各条于 2026-09-22 逐条核验可达，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][2]，未作改写）

- [1] 庚辛研究院（2026）·庚辛研究院官网（含「发射前五检」「全托管六维」「60 天标杆执行节奏」各节及随笔篇目）·庚辛资本官方网站. <https://glacier.mba/institute.html>（访问日期

2026-09-22）

- [2] 庚辛研究院（2026）·60 天八节点：融资过程的节拍·庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P2. <https://doi.org/10.5281/zenodo.22869123>（着陆页 <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P2.html>，访问日期 2026-09-22）

二手文献（决策实践、实物期权、创业投资合同、行为研究与平台政策）

- [3] Bezos, J. P. (2016) . 2015 Letter to Shareholders. Amazon.com, Inc., Form 8-K, Exhibit 99.1, April 2016. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1018724/000119312516530910/d168744dex991.htm>（另见 https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/2015-Letter-to-Shareholders.PDF；访问日期 2026-09-22）
- [4] Arrow, K. J., & Fisher, A. C. (1974) . Environmental Preservation, Uncertainty, and Irreversibility. *The Quarterly Journal of Economics*, 88(2), 312 – 319. <https://doi.org/10.2307/1883074>
- [5] Henry, C. (1974) . Investment Decisions Under Uncertainty: The "Irreversibility Effect". *The American Economic Review*, 64(6), 1006 – 1012. <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v64y1974i6p1006-12.html>（另见 <https://www.jstor.org/stable/1815248>；访问日期 2026-09-22）
- [6] Bernanke, B. S. (1983) . Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85 – 106. <https://doi.org/10.2307/1885568>
- [7] Dixit, A. (1992) . Investment and Hysteresis. *Journal of Economic Perspectives*, 6(1), 107 – 132. <https://doi.org/10.1257/jep.6.1.107>
- [8] Dixit, A. K., & Pindyck, R. S. (1994) . Investment under Uncertainty. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400830176>
- [9] Gompers, P. A. (1995) . Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461 – 1489. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05185.x>
- [10] Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003) . Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2), 281 – 315. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245>
- [11] Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2020) . Squaring Venture Capital Valuations with Reality. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 120 – 143. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.015>
- [12] Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020) . How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169 – 190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- [13] Tversky, A., & Kahneman, D. (1974) . Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124 – 1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- [14] Arkes, H. R., & Blumer, C. (1985) . The Psychology of Sunk Cost. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 35(1), 124 – 140. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(85\)90049-4](https://doi.org/10.1016/0749-5978(85)90049-4)
- [15] Schelling, T. C. (1960) . The Strategy of Conflict. Harvard University Press. <https://www.hup.harvard.edu/books/9780674840317>（访问日期 2026-09-22）

- [16] Elster, J. (2000) . Ulysses Unbound: Studies in Rationality, Precommitment, and Constraints. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511625008>
- [17] Zenodo (n.d.) . Zenodo Policies (Withdrawal 与 Longevity 两条) . CERN. <https://about.zenodo.org/policies/> (访问日期 2026-09-22)
- [18] DataCite (n.d.) . Tombstone Pages. DataCite Support. <https://support.datacite.org/docs/tombstone-pages> (访问日期 2026-09-22)
- 公开模板文件与通讯论文版（第二版新增；表 2 至表 4 的数字出处）
- [19] National Venture Capital Association (2020) . NVCA Model Term Sheet (Series A Preferred Stock Financing) , 2020 年 7 月版. <https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/07/NVCA-2020-Term-Sheet.docx> (索引页 <https://nvca.org/model-legal-documents/>; 访问日期 2026-09-22)
- [20] National Venture Capital Association (2019) . NVCA Model Term Sheet (Series A Preferred Stock Financing) , 2019 年 6 月上载的旧版（文档元数据最后保存 2019-01-23）. <https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/06/NVCA-Model-Term-Sheet-1.doc> (访问日期 2026-09-22)
- [21] National Venture Capital Association & Aumni (2022) . Enhanced Model Term Sheet v3.0 (2022-06-14) . https://nvca.org/wp-content/uploads/2023/10/Aumni_Enhanced_Model_Term_Sheet___V3.0___06142022.docx (v2.0 发布说明 https://nvca.org/press_releases/new-enhanced-model-term-sheet-v2-0/; 访问日期 2026-09-22)
- [22] UK Private Capital (原 BVCA) (2025) . Model Documents for Early Stage Investments (2025 年 2 月版, 含 Summary of Terms) . <https://www.ukprivatecapital.co.uk/policy/industry-guidance-standardised-documents/model-documents-for-early-stage-investments.html> (访问日期 2026-09-22; Summary of Terms 正文需注册后下载, 本文只引用该页公开说明)
- [23] Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2000) . Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. NBER Working Paper 7660. <https://doi.org/10.3386/w7660> (PDF https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7660/w7660.pdf; 访问日期 2026-09-22; 本文表 3 的页码指此版)
- [24] Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2017) . Squaring Venture Capital Valuations with Reality. NBER Working Paper 23895. <https://doi.org/10.3386/w23895> (PDF https://www.nber.org/system/files/working_papers/w23895/w23895.pdf; 访问日期 2026-09-22; 本文表 4 的页码指此版)

核验说明: [1][2] 与 [15][17][18][19][20][21][22] 于 2026-09-22 经 HTTP 抓取核验可访问; [4] – [14][16][23][24] 的题名、期刊、卷期页与年份经 Crossref 元数据逐条对照, DOI 均可解析; [3] 的 SEC 存档页需按其公开要求声明访问者身份后可取得, 另附出版方镜像 PDF; [5] 无 DOI, 以 RePEc 索引页核题名; [22] 的 Summary of Terms 需注册下载, 本文未下载, 只引用其索引页上的公开说明。

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> 与 [2] <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P2.html> (抓取日期 2026-09-22, 剥去注释、脚本、样式与标签后的纯文本), 具体段落:

- 「发射前五检」相关（「发射之前，每修正一个错误，成本约等于零……这一条没有例外」「创业没有草稿。签下第一份协议那一刻，倒计时开始」「有去无回，是这个比喻的要害」「所以我们把绝大部分工作放在发射之前」）
- 「全托管」相关（「企业保留所有重大事项的最终裁决权」「方向你定，收口我们做」）
- 「局外人」相关（「做投资的第一要务是安全，不是赔率」「我们刻意站远，是为了保留说『停』的那一票」）
- 「先分类，再谈价」相关（「硬拉估值意义不大。价格能被拉高一次，但是拉不住第二次」「这张牌不争，估值的锚就被别人先钉住了」）
- 交易规则与节奏相关（「规则先立好，写在纸上，对所有人一样」「顺序能不能让？不能。但是快慢可以」）
- 信任相关（「催得动一次，催不动第二次」「名字只有一个」）
- 通讯论文 GI-WP-2026-P2（「发出去的预期改一次，要付一次解释的钱」「价格只影响这一轮，条款影响后面每一轮」）

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。