

校准：在发问之前把预期对齐

Calibration: aligning expectations before the question is asked

庚辛研究院 / Glacier Institute^{*†}

出自 维特根斯坦研究所 · The Wittgenstein Institute

庚辛研究院 (Glacier Institute) | 通讯论文 Working Paper GI-WP-2026-P9 | 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). Calibration: aligning expectations before the question is asked. Glacier Institute Working Paper GI-WP-2026-P9. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P9.html>

庚辛研究院 (2026). 《校准：在发问之前把预期对齐》. 庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P9. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P9.html>

要点 Key Takeaways

- 1 融资里多数分歧不是价格分歧，是预期没在发问之前对齐。
- 2 齐全和对齐是两回事。对齐的材料常常更短。
- 3 同样是「估值差一档」，多数时候要对齐的不是价格，是前提。
- 4 你给的对标，就是对方以后量你的尺子。

摘要

融资里的分歧看起来都像价格分歧。本文主张多数不是。多数是预期没有在发问之前对齐：双方用的不是同一组事实，不是同一批可比公司，不是同一套分段归属，甚至不是同一个时间窗口。等到一个数字被说出口，这些没对齐的地方才一次性暴露，而那时改一次要付一次解释的钱。本文回答创始人常问的两个问题：一轮开始之前到底要准备什么，以及为什么材料齐全了还是被问倒。本文用四组文献说明机制：锚定与调整、谈判里的首次出价效应、信息不对称与信号、以及会计学里的期望管理研究。然后用一份任何人都能下载的公开模板做证据：美国风险投资协会 2020 年 7 月版模型条款清单，逐条数出那些必须填入一个数字的空格，并说明每一个空如何把一句含糊的话变成一个确定的数。在此基础上给出一张「校准清单」：发问之前要对齐的十二项，每项写明对齐什么、不对齐会怎样、用什么材料对齐。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：校准不是让步、对齐不等于一致、校准本身也会制造锚，以及有些预期只能由市场校准。本文讨论的是准备工作的结构，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；预期对齐；锚定效应；首次出价；信息不对称；期望管理；条款清单

JEL 分类 JEL Classification: D82 (信息不对称与机制设计), D83 (搜寻、学习与信息), D91 (跨期选择与行为), G24 (投资银行与创业投资), G32 (融资政策与企业价值)

^{*} 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。

Abstract

Disagreements in a financing round all look like disagreements about price. This paper argues that most are not. Most are expectations that were never aligned before the ask: the two sides are not working from the same set of facts, the same peer group, the same segment assignment, or even the same time window. Only when a number is spoken do these gaps surface, all at once, and by then each revision must be paid for with an explanation. The paper answers two questions founders ask: what actually has to be prepared before a round opens, and why a complete deck still gets taken apart in the room.

Four bodies of work supply the mechanism: anchoring and adjustment, showing how an initial value drags later judgments; the first-offer effect in negotiation, showing how whoever names a number first fixes the outcome; information asymmetry and signalling, showing why verifiable actions do work that statements cannot; and the earnings-expectation literature, showing why firms pay real costs to walk expectations down in advance. Evidence comes from one public document anyone can download: the July 2020 edition of the NVCA model term sheet. We count, clause by clause, the blanks that must be filled with a number, and show how each blank converts a vague sentence into a fixed figure. Only the literal content of public files is used; no transaction record appears.

From this we build a calibration checklist: twelve items to align before the ask, each with what is aligned, what happens if it is not, and which materials do the aligning. The claim is stated as a falsifiable proposition together with the evidence that would refute it. Four boundaries close the paper, including the fact that calibration itself creates an anchor, and that some expectations can only be calibrated by the market.

Keywords: primary market; expectation alignment; anchoring; first offer; information asymmetry; expectations management; term sheet

1. 问题：分歧多数不是价格分歧

一轮融资谈崩，事后复盘常常写成一句话：价格没谈拢。这句话方便，但是它把一段过程压成了一个瞬间。

把时间往前倒。价格被说出口之前，双方已经交换过很多东西：一份材料、几次会、一组数字、一句「我们这一轮想做多少」。如果这些东西里有任何一项，双方读到的不是同一个意思，那么等到价格出现的那一刻，它们会一次性算总账。表面上看是两个数字对不上，实际上是前面十几处小的不一致，被一个数字放大了一次。

庚辛研究院把这一步单列成一个节点：

「D01 事实底座搭建 → D09 专业材料开发 → D18 市场预期校准 → D26 领投机构组织 → D35 深度尽调支持 → D43 投委会过会协同 → D52 核心条款谈判 → D60 资金交割收尾」

——庚辛官网 /institute.html [1]

D18 在 D26 之前。也就是说，校准要在见领投之前做完，不是在见完之后补。已发表的通讯论文 GI-WP-2026-P2 把理由写在一句话里：

「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]

这句话是本文的起点。P2 写的是这个节点在六十天里的位置，一节的篇幅。本文写的是那一节里到底做什么：校准是一个有清单的动作，不是一种态度。

同系列的另一篇 GI-WP-2026-P8 论证过相邻的一件事：不可撤回的动作要比可撤回的动作慢一拍，而且还要由承担后果的人按。本文接在它后面回答那一拍里干什么。两篇不重复：P8 讲什么时候按，本文讲按之前要对齐哪十二项。

本文回答创始人常问的两个问题。第一个：一轮开始之前到底要准备什么。第二个：材料都做齐了，为什么进了会议室还是被问倒。两个问题的答案是同一个：齐全和对齐是两回事。材料可以齐全而不对齐；对齐的材料常常比齐全的材料短。庚辛研究院对这件事的表述是：

「标准是自洽，不是齐全。每一个数字、每一张图，都要经得起反过来查。这一层的话，说白了就是举证。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

第 10 节直接给出两个问题的答案。路线：第 2 节定义校准并把它与「管理预期」「谈判」分开；第 3 节用四组文献说明为什么不校准就一定出分歧；第 4 节用一份公开模板做证据；第 5 节整理庚辛研究院的公开做法；第 6 节给出一张第二天就能用的清单；第 7 节把主张写成可以被推翻的命题；第 8、9 节划边界。

齐全和对齐是两回事。对齐的材料常常更短。

2. 定义：校准是什么，不是什么

2.1 一个操作定义

本文说的校准，指的是这样一个动作：在向外部提出任何请求之前，把双方将要用到的判断前提逐项摆到同一张桌上，确认它们指的是同一件事。

表 1 / Exhibit 1 融资里的两类分歧。

看起来的样子	真实类别	判据	处理方式
估值差一档	可能是分段归属没对齐	双方说的是不是同一段的考卷	先对齐分段，再谈价
估值差一档	可能是可比公司没对齐	双方心里的对标是不是同一批公司	先对齐名单，再谈倍数
估值差一档	才是真的价格分歧	前提全对齐后仍然差一档	谈判
「数据不够」	可能是时间窗口没对齐	双方说的是同一个截止日吗	对齐口期与统计范围
「稀释太多」	可能是期权池归属没对齐	池子算在投前还是投后	对齐算法，再看数字
「我们再看看」	可能是参与方名单没对齐	对方以为还有谁在看	对齐名单与节奏
「你们说的和上次不一样」	表述没对齐	两次的说法是不是同一个版本	对齐版本，注明更新时间

来源与说明：判据是「把前提逐项摆出来之后，分歧还在不在」。本表为本文归纳，不含任何交易记录。

这个定义有三个要点。第一，它发生在发问之前。发问之后做的那件事叫解释，成本不同。第二，它处理的是前提，不是结论。价格是结论，可比公司的选择是前提；分段归属是前提，估值区间是结论。第三，它要求逐项。预期不是一个东西，它由十几项组成，其中任何一项没对齐，都能让整体看起来像价格分歧。

2.2 它不是「管理预期」

「管理预期」在中文里常被读成压低预期，也就是先把话说小一点，免得兑现不了。这个动作有用，但是它和校准不是一件事。庚辛研究院对这个区分写得很直接：

「硬度可以留在判断里，但是不能留在报价里。管理预期不是让步，是把一笔做不成的交易换成一笔做得完的。先能做完，再谈好坏。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

按本文的分法读这句话：「硬度留在判断里」说的是校准不要求你放弃判断；「不能留在报价里」说的是没对齐的判断不适合直接变成数字。两句合起来，校准处理的是判断与数字之间那一段，而不是判断本身。

2.3 它也不是谈判

谈判的前提是双方知道自己在争什么。校准做的是让对方知道自己在争什么。顺序上，校准在谈判之前；性质上，谈判分配利益，校准消除歧义。把校准放进谈判，会出现一种很难收场的局面：一方以为在澄清，另一方以为在压价。庚辛研究院对这种错位有一句更一般的表述：

「答非所问，比答错更贵。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

答错至少说明双方在答同一道题。答非所问意味着连题目都没对上，而这件事在现场很难被察觉——原文接着写：

「为难之处在于，双方都以为在认真对话。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

2.4 两类分歧

表 1 把融资里的分歧分为两类。判据只有一个：把双方的前提逐项摆出来之后，分歧还在不在。

表 1 里前三行的表象一模一样：估值差一档。但是三行的处理方式完全不同，而且只有第三行该进谈判。把前两行当成第三行处理，就是在没有共同前提的情况下开始讨价还价——这时候每让一步，都在为一个还没被双方承认的框架背书。

同样是「估值差一档」，多数时候要对齐的不是价格，是前提。

3. 机制：不校准为什么一定出分歧

第 2 节说的是分类。这一节说的是为什么这个分类有必要——四条机制，每一条都说明没对齐的前提不会安静地待着，它会主动把结论拉走。

3.1 一个数字说出口，就开始拉别人的判断

Tversky 与 Kahneman [7] 的实验说明：人接触到一个初始数值之后，后续判断会向它偏移，即使明知这个数值是随机产生的。他们把这个现象叫锚定与调整——人从锚出发做调整，而调整通常不足。

这个效应不是实验室特例。Northcraft 与 Neale [8] 把房地产专业人士带到真实房源现场，给出不同的挂牌价，然后请他们独立估价：估价随挂牌价系统性偏移，而且专业人士普遍否认自己受了影响。Epley 与 Gilovich [9] 进一步区分了两种路径——自己生成的锚会被主动调整，外部给定的锚则通过启动效应起作用，两种都难以靠「提醒自己小心」消除。

对融资的含义很直接：一个还没对齐就被说出口的数字，不会等着被更正。它进入了对方的判断过程，而后续所有的解释都要从它出发往回拉。庚辛研究院把这件事写成两句：

「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]

前一句说自己给的锚收不回，后一句说不给锚别人就会给。两句合起来解释了为什么校准既不能省，也不能拖：省了，别人替你钉；拖了，你自己钉在一个还没查实的位置上。

3.2 谁先出价，谁定住结果

谈判研究给出了更具体的形式。Galinsky 与 Mussweiler [10] 的实验显示，在一对一议价里，先出价的一方显著影响最终成交结果——首次出价起了锚的作用。他们同时发现两种能削弱这个效应的做法：关注自己的备选方案，或者换位思考对方的处境与底线。Ritov [11] 在模拟竞争性市场谈判中得到同方向的结果。

两点值得抄进实践。第一，首次出价的影响力不来自它对不对，来自它先到。第二，能削弱它的两种做法，本质上都是预先准备：备选方案要在坐下之前想好，对方的处境要在开口之前查清。这两件事都属于校准。

所以本文不主张「永远不要先出价」，也不主张「永远先出价」。本文主张的是：先出价的前提是校准做完了。校准没做完就先出价，等于用一个自己还不确定的数字去钉住对方的判断，而这个钉子后面要由自己拔。

3.3 为什么话不管用，动作管用

信息经济学解释了另一半。Akerlof [4] 说明，当卖方比买方更了解商品质量时，市场会逆向选择，好东西退出。Spence [5] 给出解法：卖方可以做一个对高质量者成本更低的动作，用它把自己和别人分开——这个动作的信息价值来自它的成本结构，不来自它的内容。Leland 与 Pyle [6] 把同一逻辑放进融资：创业者自己保留多少股份，本身就是对项目质量的信号，因为低质量项目的创业者承担这个风险的代价更高。

这条机制解释了一件实践里常见的怪事：同样的内容，写在材料里和被第三方核验过，分量完全不同。校准不是把话说得更好，是把话换成可以被验证的形式。这也是庚辛研究院把「举证」写进方法的原因：

「像企业考古学家：重建业务、技术、客户、交易历史与关键风险，让所有判断建立在同一组事实之上。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「同一组事实」这四个字是校准的最小单位。它不要求双方的结论相同，只要求双方的事实相同。

3.4 提前把预期降下来是有价的

会计学有一支文献专门研究上市公司如何管理市场对自己业绩的预期，它给校准提供了一个不同来源的证据。

Skinner [12] 发现企业更愿意主动披露坏消息，而不是让它在业绩日突然出现。Matsumoto [13] 的证据表明，企业会通过预期引导，避免出现负向意外。Bartov、Givoly 与 Hayn [14] 则量化了市场反应的那一侧：达到或超过分析师预期的公司，在控制了盈利水平之后仍然获得溢价，而这个溢价对「把预期先引导下来再达到」的公司同样成立。Healy 与 Palepu [15] 在综述里把这类行为归入信息不对称的治理工具。

这支文献和一级市场不是同一个场景，但是有一条可以平移：市场惩罚的是意外，不是坏数字。一个提前说清楚的低数字，代价小于一个突然出现的高预期落空。庚辛研究院对同一件事的表述更像日常话：

「上来把自己对标成天花板，对方随即按天花板的尺子来量你。之后每一步真实进展，都变成「不及预期」。把预期留在真实进展之下，不是客气，是留余量的习惯。谦虚在这里不吃亏，但是它需要沉住气。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这段话里「按天花板的尺子来量你」说的正是 3.1 的锚定：你给的对标，就是对方以后量你的尺子。所以可比公司这一项必须进校准清单，而且要排在很前面。

3.5 合同层：一句话早晚要变成一个数字

创业投资合同研究说明，前面这些前提最终都会落成合同里的具体条款。Kaplan 与 Strömberg [16] 逐份读合同后发现，合同把现金流权、投票权、董事会席位与清算权分开配置，并按业绩条件触发；Gornall 与 Strebulaev [17] 显示，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——也就是说，一个孤立的估值数字，本来就不是一个可以直接比大小的量。

对校准的含义是：每一项没对齐的前提，都会在条款清单里找到一个对应的空格。空格必须填一个数，而填数的那一刻，歧义不再是歧义，它变成了一个双方从此都要遵守的确定值。第 4 节用一份公开模板把这件事逐条数出来。

表 2 / Exhibit 2 NVCA 模型条款清单（2020 年 7 月版 [18]）里与「预期」直接相关的六条条款。

条款（原文标题）	行号	空格数	原文里留空的部分（逐字）	这个空把哪一句话变成了一个数字
Pre-Money Valuation	L21-22	3	「a fully-diluted pre-money valuation of \$[]」；「an [unallocated and uncommitted] employee option pool representing []% of the fully-diluted post-money capitalization」；「a fully-diluted post-money valuation of \$[]」	「我们这一轮大概值这个数」→ 一个投前数、一个池子比例、一个投后数。池子写在投前这一句里，等于把期权池的稀释算给老股东
Amount Raised	L19-20	2	「\$[]」, [including \$[] from the conversion of SAFEs/principal [and interest] on bridge notes]」	「我们想融一笔钱」→ 总额，以及其中有多少是老的可转换工具转过来的
Dividends	L24-27	2（另有 3 个替代条文）	「\$[] per share」（替代条文二）；「an annual []% cumulative dividend」（替代条文三）	「有没有股息」→ 三选一的结构，加一个比例。选了累积式，就是一笔逐年累加的请求
Liquidation Preference	L28-33	5（另有 3 个替代条文）	「[] times] the Original Purchase Price」（替代条文一、二、三各一处）；「an aggregate of [] times the Original Purchase Price」（替代条文三）；「holders of []% of the Series A Preferred」	「退出的时候怎么分」→ 一个倍数、一个上限倍数、一个门槛比例
Founders' Stock	L115-116	2	「Buyback right/vesting for []% for first [12 months] after Closing; thereafter, right lapses in equal [monthly] increments over following [] months」	「创始人当然是长期的」→ 一个比例和一个月数
No-Shop/Confidentiality	L119-120	2	「for a period of [] days from the date these terms are accepted」；「acceptable to []」, as lead Investor」	「这一轮我们跟你们谈」→ 一个天数，和一个具名的领投

来源与说明：「空格数」为本文在该条款正文里逐个数出的、必须填入数字或名称的方括号填空；「行号」指本文从 .docx 抽出的 124 行纯文本，拙法见 4.1。原文列为逐字摘录，方括号内是模板留空待填的部分。最后一列为本文归纳。

你给的对标，就是对方以后量你的尺子。

4. 证据：一份公开模板里，有多少个空要填

4.1 底本与方法

本节用的文件是美国风险投资协会（NVCA）的模型条款清单，2020 年 7 月版 [18]。它是美国 A 轮融资最通用的模板之一，公开可下载，任何人都能复现本节的每一个数字。

方法：用通用下载工具取得原始 .docx 文件（37,889 字节），按 Office Open XML 格式读取 word/document.xml，去掉标记后得到 124 行纯文本，然后逐行识别条款标题（以冒号结尾的短行），并在每条条款的正文里统计方括号内含下划线的填空（形如 []、\$[]、[]%）。统计脚本与纯文本存档在写作说明所列的工作底稿目录，行号可复现。

全文共有 45 个条款标题。本文只取与「预期」直接相关的六条，逐条抄录原文并说明每个空格对应的是哪一句

话。表 2 的「空格数」一列是本文逐个数出来的，不是引自任何人。

4.2 六条与预期直接相关的条款

4.3 这张表说明了三件事

第一，模板一个默认值都不给。表 2 的每一个空都是空的。模板不写「通常多少天」「通常几个点」。这意味着这些数字不是行业常数，是每一轮自己谈出来的；而谈出来的前提，是双方对这个数字背后的那句话有共同理解。模板留空的地方，正是需要校准的地方。

第二，期权池那个空，藏在估值那一句里。表 2 第一行的原文把「未分配且未承诺的员工期权池」写进了投前估值的定义句。同一句话里还有投后估值。也就是说，「投前估值」这个词本身就要求先说清池子算不算在内、占多少。两方各按自己的理解报一个投前数，数字看起来只差一点点，实际含义差一个池子。这是最典型的「看起来是价格分歧，其实是前提没对齐」。

第三，模板自己写明了哪一条从签字起就有约束力。2020 年版的引导段原文是：



图 1 / Exhibit 3 校准放在发问之前与放在发问之后，两条时间线的对照。

来源与说明: 图为本文归纳; 两条线的节点与「改一句话 / 改一张时间表」这组代价对照出自本文第 5.2 节, 节点编号沿用庚辛研究院公开的八节点表述。图中不含任何交易, 也不含任何金额。

「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 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 [18]

整份条款清单里，只有排他与保密从接受那天起生效，其余全部要等正式协议。所以表 2 最后一行的那个天数，是这份文件里最早开始计时的数字——在它被填进去之前，校准的机会窗口就关了一半。

需要写明的是本文没有做到的事：表 2 不包含任何天数、比例或倍数的市场分布。这类统计需要带过程记录的交易样本，公开模板里没有，本文不编。第 9 节把这条列为空缺。

记忆点 · KEY POINT

模板留空的地方，正是需要校准的地方。

5. 庚辛研究院的做法：先摆事实，再让市场说话

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「校准」重新排列。

5.1 第一步不是开口，是先弄明白对方要什么

「第一步不是开口，是先弄明白对方要什么。」

「嘴上说的和心里要的常常不是一回事。有人要的是单位时间的效率，有人要的是估值上一个台阶，有人只要现金落袋。三种人问出来的问题往往一模一样，但是要的东西差着一个量级。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「问出来的问题一模一样」这半句，是本文第 2 节那张表的现实版：表象相同，类别不同。校准的第一项工作就是把表象相同的东西分开，而分开的办法不是猜，是问和查。

表 3 / Exhibit 4 校准清单。

序号	对齐什么	不对齐会怎样	用什么材料对齐
1	事实底座：专利、订单、营收质量、团队结构、已知风险，逐项翻到可复查	含糊的一句话在尽调阶段要花十倍时间解释 [1]；而且是在最贵的时刻暴露	原始凭证与第三方可核验记录；每个数字附口期与统计范围
2	可比公司的选择：我们把自己放在哪一批公司旁边	你给的对标就是对方量你的尺子 [1]；对标选高了，之后每一步真实进展都变成「不及预期」	一页对标说明：选了谁、为什么是这几家、哪几家不是对标及原因
3	分段归属：这家公司此刻在哪一段，该答哪一张考卷	拿上一段的答卷去考下一段的题，双方都以为在认真对话 [1][3]	分段框架与本公司归属的理由；把上一段已答完的题单独列出
4	时间窗口：所有数字的截止日与统计范围	双方拿不同口期的数字比大小，看起来像业绩分歧	一张口期表：每个关键数字一行，注明截止日、范围、更新时间
5	稀释与期权池：池子算在投前还是投后，多大，够用到什么时候	模板把池子写在投前估值那一句里 [18]；两边各按自己的理解报数，含义差一个池子	按投前与投后两种算法各算一版的股权表，并列摆出
6	本轮金额与结构：融多少，其中多少是老的可转换工具转过来的	模板要求把「总额」与「其中转换部分」分开填 [18]；混着说，稀释算不清	资金用途与来源分解表；老工具的转换条件单列
7	里程碑：这笔钱要买到哪几件事，各自的验收标准	里程碑含糊，下一轮就没有可以举证的进展	里程碑表：事件、验收标准、预计达成期、对应的资源
8	参与方名单：这一轮在跟谁谈，谁已经看过，谁是同步的	对方以为还有别人在看（或没人在看），节奏判断跟着错	名单与节奏说明；发出去之前先定版本
9	能公开的数字：哪些数可以说、说到哪一级、以什么形式说	一个还没对齐就说出口的数字，不会等着被更正 [7][8]	一张披露分级表：每个数字一行，写明可公开、限受限方、不可外传
10	内部预期：老股东、联合创始人、核心团队各自的价格与时间预期	抱着另一套数字的人，那套数字会在最贵的时刻出现 [1]	一次内部对齐会；把三方各自的底线写下来，不是口头确认
11	谁来说：哪些话由企业本人说，哪些可以代办	同一句话由不同人说，权重不同；改口的代价也不同	一张分工表：按「说错了能不能收回」分两栏
12	说错了怎么收：出现不一致时，谁在多长时间以内以什么形式更正	更正不会自己传播；旧版本会继续被引用	一条更正路径：唯一现状表 + 更新时间；不靠追平消息流

来源与说明：发问之前要对齐的十二项，按「越早对齐越便宜」排。本表为本文归纳，条款事实见表 2 与 [18]，节点编号沿用庚辛研究院公开的八节点表述 [1][2]。表内不含任何交易记录，也不含任何庚辛自身的数字。

5.2 事实底座在材料之前

「事实底座还原是第一件事：专利、订单、营收质量、团队结构、潜在风险，一项一项翻干净。材料 (deck) 里含糊过去的一句话，到尽职调查（尽调，due diligence）阶段要花十倍的时间解释。改一页纸，那时已经变成改一张时间表。跳过这一步，翻译就容易变成创作。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这段话给出了校准的成本曲线：同一处含糊，在事实底座阶段改是改一句话，在尽调阶段改是改一张时间表。八节点把事实底座放在 D01，材料放在 D09，校准放在 D18——顺序本身就是成本排序。

5.3 同一组事实，分窗口给

「同一组事实分窗口同步给不同相关方，谁先看、谁后看，是节奏。定价由市场完成。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这一句把两件常被混在一起的事分开了：内容要统一，时序可以设计。校准不是让所有人同时看到所有东西，是保证不同的人看到的是同一组事实的不同切片，而不是不同的事实。这和 3.3 的信号理论是一致的——可核验性来自事实的同一性，不来自讲述的技巧。

5.4 内部也要对齐

「四查同舟。这一条我们看得最重。老股东、联合创始人、核心团队的预期，要在起飞前摆到同一张桌上。」

「同舟不能有人中途想回去。老股东与联合创始人的预期，要在起飞前对齐，不是在半路。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

校准清单里最容易漏的一格就在这里。对外的预期做得再细，内部有人抱着另一套数字，那套数字迟早会出现在某一次会上，而且通常出现在最贵的时刻。



图 2 / Exhibit 5 同一个表象背后的七个分歧来源，以及各自对应校准清单的哪一项。

来源与说明：图为本文归纳；左侧表象与右侧真实类别出自本文第 2.4 节表 1，清单项号对应本节表 3。本图只标来源，不表示各来源出现的比例，图中不含任何交易。

5.5 校准之后仍然由市场定价

「先在市场上校准，再持续修正齿形——错一次，修一次。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这句话防的是本文可能引起的一种误读：以为校准做完了就可以自己定价。不能。校准做的是让市场的回答可解释，不是替市场作答。同页另一句把这一条说得更硬：

「我们不强扭共识，只收双方已经熟透的那颗果子。熟透的一句话就落地，青的说破嘴也拧不下来。熟没熟，谁说了算？市场，不是我们。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

5.6 谁来拍板

「要不要接一份条款清单（term sheet）、要不要调整预期、要不要换掉整条航道，最后拍板的永远是企业。我们的活，是把信息、选项和后果完整地摆在船长面前。摆完就退后一步。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「要不要调整预期」被和「接不接条款清单」写在同一句里，说明在这套表述里，预期的调整是一个需要本人

拍板的动作，不是一个可以顺手代办的动作。这和 GI-WP-2026-P8 的结论一致，本文不再展开。

记忆点 · KEY POINT

内容要统一，时序可以设计。

6. 工具：校准清单

前五节压成一张表。表 3 列出发问之前要对齐的十二项。每项三格：对齐什么、不对齐会怎样、用什么材料对齐。顺序按「越早越便宜」排，也就是大致按 5.2 的成本曲线走。

这张表的用法不是打钩，是逐行问一句：这一项，双方说的是同一件事吗？答不上来的那几行，就是这一轮最贵的地方。

表 3 前六行属于「事实与算法」，后六行属于「谁说、说到哪、说错了怎么办」。多数团队把功夫全花在前六行，而实际出事的常在后六行——前六行是能不能算对，后六行是能不能一致。

对第 2 行多说一句。可比公司的选择看起来是技术活，实际上是本文全篇最贵的一格：它同时决定了分段归属（第 3 行）、能公开的数字（第 9 行）和内部预期（第

10 行)。选错一次，后面十一行全部跟着偏。这也是下一篇通讯论文要单独处理的题目。

记忆点 · KEY POINT

**前六行是能不能算对，后六行是能不能一致。
出事的常在后六行。**

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。如果在发出正式请求之前，双方对表 3 的十二项做了逐项确认，那么在随后的过程里，围绕价格出现的分歧，其中被归因于「前提不同」的比例应当显著低于未做逐项确认的情形；并且分歧被发现的时点应当更早、更分散，而不是集中在报价之后的那一次会上。

推论一（模板层面）。通用融资模板在需要填入数字的地方，应当同时写明这个数字所依附的定义，而不是只留一个空。表 2 显示，NVCA 2020 年版把期权池的定义与投前估值写进同一句 [18]，与推论一致。如果哪一版通用模板把「投前估值」写成一个不带定义的空格，而市场并未因此出现系统性争议，推论一被削弱。

推论二（过程层面）。在带过程记录的融资样本里，逐项确认过前提的一组，其「报价之后才第一次暴露的前提分歧」数量应当更少。如果观察到两组在这个指标上没有差异，或者逐项确认过的一组反而更多，本文的主张不成立。

推论三（方向层面）。校准应当同时降低向上和向下的偏差。如果观察到逐项确认只降低了向下修正的次数，而向上修正的次数不变或增加，那么本文描述的机制就不是「对齐前提」，而是「压低预期」——那是第 2.2 节明确排除的另一件事，命题需要改写。

什么证据能推翻这个命题：需要带过程记录的融资样本，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。推论一已经用一份公开模板检验过一次，结果是没有被推翻；推论二与推论三还没有人检验。

校准要同时管住两个方向；只压低不算校准。

8. 边界与反例

一个只有正面例证的清单不值得信赖。以下四类情形，是这套做法已知会失灵、或需要反过来读的地方。

反例一：校准不是让步。最常见的误用，是把「对齐预期」执行成「把预期降到对方接受为止」。3.4 节引的会计学文献容易被这样误读——企业引导预期向下，然后达到它。但是那支文献量的是意外，不是水平：溢价来自没有负向意外 [13][14]，不来自数字低。庚辛研究院的表述把这条边界写死了：「硬度可以留在判断里，但是不能留在报价里」「管理预期不是让步」[1]。判据是第 7 节的推论三：如果只有向下的修正变少，那不是校准。

反例二：对齐不等于一致。校准要求双方的前提相同，不要求结论相同。前提对齐之后仍然差一档，那才是真的价格分歧（表 1 第三行），而且这时候的分歧是有价值的——它说明双方在同一道题上给出了不同答案，这正是市场定价该发生的地方。庚辛研究院对此的表述是「定价由市场完成」[1]。把校准推到「双方必须想法一致」，就越界了。

反例三：校准本身也会制造锚。这是本文自己的方法带来的风险。表 3 第 2 行要求先说清可比公司，第 3 行要求先说清分段归属——这两项一旦说出口，就成了对方以后量你的尺子。3.1 节引的锚定研究对此没有例外：自己主动给出的锚同样难以撤回 [7][9]。所以校准清单的正确用法不是「把所有前提都先摊出来」，而是把每一项都摊到可核验为止再摊出来。没查实的前提，暂时列为「待核」，明写成一格，不要为了显得准备充分而先填一个数。

同一条的另一面：庚辛研究院把「先看事实，再听主张」写进了自己的结构 [1]。事实可以先给，主张要等事实站住。

反例四：有些预期只能由市场校准。表 3 的十二项里，有几项在公司很早的阶段根本没有参照物。已发表的通讯论文 GI-WP-2026-P1 在讨论适用范围时写过同类情形：当企业还没有可被校准的价格带时，这一步失去参照物 [3]。这时候硬做校准，做出来的是一组自己编的前提，比不做更糟——它会让后面每一次对话都站在一个虚构的坐标上。正确的做法是把那几格显式标成「还没定」，而不是塞进一个看起来清楚的数字。庚辛研究院的原句是：

「先在市场上校准，再持续修正齿形——错一次，修一次。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「错一次，修一次」承认了校准是迭代的。本文给的清单是一份起点，不是一份答案。

没查实的前提，宁可写「待核」，不要先填一个数。

9. 这套清单在什么范围内成立

一、对象范围。本文讨论的是股权融资过程里的准备工作，从事实底座搭建到正式名单发出。并购、债务融资与上市里也有预期对齐的问题，但是对齐的项目不同，本文不作外推。表2的数据来自美国市场的通用模板，条款名称与结构不能直接搬到其他法域；本文用它说明的是「一句话如何变成一个数字」这个形状，不是条款本身。

二、「校准」的操作定义。见2.1：发问之前，把双方将要用到的判断前提逐项摆到同一张桌上，确认它们指的是同一件事。它不要求结论一致（反例二），不等于压低预期（反例一），也不能替代市场定价（反例四）。

三、证据强度。锚定与谈判研究[7]–[11]、信息经济学[4]–[6]、期望管理文献[12]–[15]与创业投资合同研究[16][17]都是同行评议文献，它们支持的是机制。表2是本文从一份公开模板逐条数出来的，条款原文一字未改，「空格数」与「这个空把哪一句话变成了一个数字」两列是本文的统计与归纳，不是原作者的结论。表1与表3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。

四、不同场景的迁移限度。3.4节引的期望管理文献研究的是公开市场上的上市公司，那里有分析师预期这样一个连续可观测的量。一级市场没有这个量。本文从那支文献里只取一条方向性的结论——市场惩罚的是意外，不是坏数字——并不主张把它的量化结果搬过来。

五、它不能做什么。本文不给出任何价格、区间、天数、比例或倍数的建议值，不判断任何一轮该报多少，也不构成投资建议。表3是一张问题清单，不是一张答案清单。

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「被归因为价格分歧、实际是前提未对齐」的比例。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节已经把它写成了可检验的形式。

本文不给任何建议值。清单上的是问题，不是答案。

10. 结论

融资里的分歧看起来都像价格分歧。把双方的前提逐项摆出来，多数分歧会在摆的过程中消失；剩下的那部分，才该进谈判。

锚定研究说，一个说出口的数字会拉走后续判断，而且专业人士也躲不开。谈判研究说，先出价的一方定住结

果，而能削弱这个效应的两种做法都属于预先准备。信息经济学说，可核验的动作比话语有用，因为它的信息价值来自成本结构。期望管理文献说，市场惩罚的是意外，不是坏数字。合同研究说，每一项没对齐的前提，最终都会在条款里落成一个必须填的空。一份公开模板逐条数下来，与预期直接相关的六条条款留了十六个空，一个默认值都没有；其中期权池那一个，就藏在投前估值的定义句里。

回到第1节的两个问题。

一轮开始之前到底要准备什么。不是把材料做齐，是把表3的十二项做到「双方说的是同一件事」。顺序按成本走：事实底座、可比公司、分段归属、时间窗口这四项排在最前面，因为它们错了，后面八项全部跟着偏。做不到的项目，显式写成「待核」，不要填一个数字顶上。

材料都做齐了，为什么进了会议室还是被问倒。因为齐全和对齐是两回事。齐全是自己这边的完备性，对齐是两边的同一性。被问倒的那几个问题，通常不在材料缺的地方，而在材料有但双方理解不同的地方——最典型的就是那个投前估值：两边各报一个数，看起来只差一点，实际差一个期权池。

三句话可以概括全文：

1. 融资里多数分歧不是价格分歧，是预期没在发问之前对齐。
2. 你给的对标，就是对方以后量你的尺子；没查实的前提，宁可写「待核」。
3. 校准要在发问之前做。发出去的预期改一次，要付一次解释的钱。

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模板文件。下列各条于2026-09-22用统一脚本逐条发起真实请求核验可达，本表不列任何未经核验的条目；逐条结果见写作说明。

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]–[3]，未作改写）

[1] 庚辛研究院（2026）. 庚辛研究院官网（含「四层旋涡」「找钥匙」「发射前五检」「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）

- [3] 庚辛研究院 (2026) . 0—1000 亿美元估值带：一级市场的分段结构. 庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P1.
<https://doi.org/10.5281/zenodo.22869076> (着陆页
<https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P1.html>, 访问日期 2026-09-22)
- 二手文献 (信息经济学、锚定与谈判、期望管理、创业投资合同)
- [4] Akerlof, G. A. (1970) . The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488 – 500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- [5] Spence, M. (1973) . Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355 – 374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- [6] Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977) . Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371 – 387. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03277.x>
- [7] 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>
- [8] Northcraft, G. B., & Neale, M. A. (1987) . Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39(1), 84 – 97. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(87\)90046-X](https://doi.org/10.1016/0749-5978(87)90046-X)
- [9] Epley, N., & Gilovich, T. (2006) . The Anchoring-and-Adjustment Heuristic: Why the Adjustments Are Insufficient. *Psychological Science*, 17(4), 311 – 318. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9280.2006.01704.x>
- [10] Galinsky, A. D., & Mussweiler, T. (2001) . First Offers as Anchors: The Role of Perspective-Taking and Negotiator Focus. *Journal of Personality and Social Psychology*, 81(4), 657 – 669. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.81.4.657>
- [11] Ritov, I. (1996) . Anchoring in Simulated Competitive Market Negotiation. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 67(1), 16 – 25. <https://doi.org/10.1006/obhd.1996.0062>
- [12] Skinner, D. J. (1994) . Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38 – 60. <https://doi.org/10.2307/2491386>
- [13] Matsumoto, D. A. (2002) . Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *The Accounting Review*, 77(3), 483 – 514. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.3.483>
- [14] Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002) . The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173 – 204. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00045-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00045-9)
- [15] Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001) . Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1 – 3), 405 – 440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- [16] 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>
- [17] 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>

公开模板文件 (表 2 的出处)

- [18] 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; 表 2 的行号指本文从该文件抽出的 124 行纯文本, 抽法见 4.1)

核验说明: [1] – [3] 与 [18] 于 2026-09-22 经 HTTP 抓取核验可访问; [4] – [17] 的 DOI 逐条向 doi.org 发起请求并向 Crossref 取回题名, 题名与本表一致, DOI 均可解析。核验用的是 `_仓储/_build/refcheck.py` 的 `check()` 函数, 逐条结果见写作说明第四节。

JEL 分类 / JEL Classification: D82 (Asymmetric and Private Information · Mechanism Design), D83 (Search · Learning · Information and Knowledge · Communication · Belief · Unawareness), D91 (Role and Effects of Psychological, Emotional, Social, and Cognitive Factors on Decision Making), G24 (Investment Banking · Venture Capital · Brokerage · Ratings and Ratings Agencies), G32 (Financing Policy · Financial Risk and Risk Management · Capital and Ownership Structure · Value of Firms · Goodwill)

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、样式与标签后的纯文本, 共 6,184 行) 与 [2] <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P2.html>。行号指上述纯文本的行号, 逐条见写作说明第一节。具体段落:

- 八节点表述 (「D01 事实底座搭建 → … → D60 资金交割收尾」)
- 「翻译」相关 (「第一步不是开口, 是先弄明白对方要什么」「嘴上说的和心里要的常常不是一回事」「硬度可以留在判断里, 但是不能留在报价里」「管理预期不是让步」「事实底座还原是第一件事」「我们不强扭共识, 只收双方已经熟透的那颗果子」)
- 「四层旋涡」相关 (「标准是自洽, 不是齐全」「同一组事实分窗口同步给不同相关方」)
- 「先分类, 再谈价」相关 (「答非所问, 比答错更贵」「为难之处在于, 双方都以为在认真对话」「所以硬拉估值意义不大」「这张牌不争, 估值的锚就被别人先钉住了」)
- 「找钥匙」相关 (「像企业考古学家」「先在市场上校准, 再持续修正齿形」)
- 「低姿态」相关 (「上来把自己对标成天花板, 对方随即按天花板的尺子来量你」)
- 「发射前五检」相关 (「四查同舟」「同舟不能有人中途想回去」)
- 「全托管」相关 (「要不要接一份条款清单 (term sheet)、要不要调整预期、要不要换掉整条航道, 最后拍板的永远是企业」)
- 通讯论文 GI-WP-2026-P2 (「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」)

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。